



**Écoblanchiment dans le
secteur financier :
L'heure est à la
transparence
et à la responsabilité**

Rédaction du rapport

Auteur : Julien O. Beaulieu

Rédacteur·trices : Geneviève Paul
et Marc Bishai

Collaborateur·trices

**Traduction, communication et
conception graphique** : Sophie
Turri et Rasha Hamade

Illustrations: Florence Rivest

Septembre 2024



Centre québécois du droit de l'environnement

5248 Boul. Saint-Laurent

Montréal, QC H2T 1S1

Courriel : info@cqde.org

Site internet : cqde.org

Ce rapport a été écrit dans l'objectif de présenter les normes actuelles sur l'écoblanchiment financier et des recommandations aux autorités publiques et n'a pour objectif de fournir des conseils juridiques. Un avis juridique devrait être obtenu pour toutes questions ou projets spécifiques. Les lois, règlements et politiques abordés dans ce rapport reflètent l'état du droit au 15 septembre 2024.

Reproduction d'extraits de ce document permise en citant la source de la façon suivante

CENTRE QUÉBÉCOIS DU DROIT DE L'ENVIRONNEMENT,
Écoblanchiment dans le secteur financier : l'heure est à la
transparence et à la responsabilité, septembre 2024



Présentation

DU CENTRE QUÉBÉCOIS DU DROIT DE L'ENVIRONNEMENT

Né sous l'impulsion d'un groupe de juristes s'intéressant aux aspects juridiques des enjeux environnementaux, le Centre québécois du droit de l'environnement (CQDE) est un organisme de bienfaisance fondé en 1989. Le CQDE compte plus de 300 membres individuels et corporatifs actifs dans toutes les régions du Québec.

Le CQDE s'est donné pour mission de mettre son expertise juridique au service de la population québécoise et de la protection de l'environnement.

Le Centre québécois du droit de l'environnement joue un rôle actif au sein de la société québécoise en intervenant dans les débats environnementaux importants qui animent l'actualité. Il participe aux consultations gouvernementales portant sur diverses réformes législatives et réglementaires et intervient devant les instances judiciaires lorsque nécessaire.

Le CQDE offre de l'information juridique à la population et à des groupes de protection de l'environnement, leur permettant de faire la lumière sur les dimensions juridiques des problèmes environnementaux auxquels ils font face, dans le but d'assurer le respect du droit à un environnement sain.

Il est le seul organisme à but non lucratif à offrir une expertise indépendante en matière de droit de l'environnement au Québec, permettant par le fait même à la population d'accéder à l'information et à la justice en matière de droit environnemental. En contribuant à la mise en place d'un droit répondant aux crises environnementales auxquelles nous faisons face, le CQDE contribue au développement, à la diffusion et au respect du droit de l'environnement afin de protéger l'environnement et les espèces vivantes.

Table des matières

Index des acronymes	1
Liste des encadrés	5
Liste des schémas	5
Liste des tableaux	5
Liste des réviseur-ses	6
1. Avant-propos	7
2. Introduction : cartographier le problème	9
3. L'essor de l'ESG, de la finance durable et de l'investissement responsable	17
4. Les déclarations environnementales dans le secteur financier	23
4.1. Déclarations au niveau de l'entité	23
4.1.1. Émetteurs assujettis	24
4.1.2. Banques	43
4.2. Services d'investissement et de données	59
4.2.1. Services d'investissement	59
4.2.2. Fournisseurs de données ESG	69
4.3. Allégations au niveau des produits	82
4.3.1. Financement restreignant l'utilisation des recettes	83
4.3.2. Financement basé sur la performance	103
4.3.3. Fonds d'investissement et fonds distincts	109
5. Recommandations	134
5.1. Émetteurs assujettis	139
5.2. Banques	143
5.3. Prestataires de services d'investissement	147
5.4. Fournisseurs de données ESG	149
5.5. Instruments financiers FDISR	153
5.6. Fonds d'investissement et fonds distincts	160
Bibliographie	162

Index des acronymes

ACRONYMES	DÉFINITIONS
ACFC	Agence de la consommation en matière financière du Canada
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
ACCFM	Association canadienne des courtiers de fonds mutuels
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
AMF	Autorité des marchés financiers (Québec)
AMP	Association du marché des prêts
ANC	Agence de notation de crédit
AND	Agence de notation désignée
AP	Avis du personnel des ACVM
AP 51-333	Avis 51-333 du personnel des ACVM - Indications en matière d'information environnementale
AP 51-358	Avis 51-358 du personnel des ACVM - Informations sur les risques liés au changement climatique
AP 51-364	Avis 51-364 du personnel des ACVM - Activités du programme d'examen de l'information continue pour les exercices terminés les 31 mars 2022 et 31 mars 2021
AP 81-334	Avis 81-334 du personnel des ACVM - Informations sur les fonds d'investissement ESG
APAMP	Association du marché des prêts de l'Asie-Pacifique
APAP	Association pour les prêts syndiqués et la négociation
ASC	Commission des valeurs mobilières de l'Alberta
ASIC	Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements
Banque Scotia	Banque de Nouvelle-Écosse
BCC	Bureau de la concurrence du Canada
BDC	Banque de développement du Canada
BMO	Banque de Montréal
BSIF	Bureau du surintendant des institutions financières (Canada)
CAFD	Conseil d'action en matière de finance durable (Canada)
CBI	Initiative sur les obligations climat (<i>Climate Bonds Initiative</i>)
CBS	Norme sur les obligations climat (<i>Climate Bonds Standards</i>)
CCNID	Conseil canadien des normes d'information sur la durabilité
CEP	Courtier en épargne collective
CFTC	Commission de négociation des contrats à terme sur matières premières des États-Unis
CIBC	Banque canadienne impériale de commerce
CICV	Contrat individuel à capital variable
CIFSC	Comité de normalisation des fonds d'investissement du Canada
Code DCSF	<i>Code de déontologie de la Chambre de la sécurité financière (Québec)</i>
CORSIA	Régime de compensation et de réduction de carbone pour l'aviation internationale



CP	Courtier en placement
CQDE	Centre québécois du droit de l'environnement
CSC	Connaissance du client
CSP	Connaissance du produit
CSF	Chambre de la sécurité financière
CSRD	Directive sur les rapports de durabilité des entreprises
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
CVC	Compensation volontaire du carbone, également connue sous le nom de crédit carbone vérifié
DCI	Déclaration de changement important
Documents IC	Documents d'information continue, tels que prescrits par le R 51-102
EuGBS	La norme européenne sur les obligations vertes
ESG	Environnement, social et gouvernance
ESRS	Normes européennes d'information en matière de durabilité
FCA	Financial Conduct Authority (Royaume-Uni)
FDISR	Référence collective aux labels « ESG », « finance durable » et « investissement responsable »
FNB	Fonds négocié en bourse
GBP	Principes applicables aux obligations vertes (<i>Green Bond Principles</i>)
GFANZ	Alliance financière de Glasgow pour le net zéro
GES	Gaz à effet de serre
GFI	Gestionnaire de fonds d'investissement
GIFCC	Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques
GP	Gestionnaire de portefeuille
I4PC	Investisseurs pour la conformité aux principes de l'Accord de Paris
ICMA	Association internationale des marchés de capitaux
IFRS S2	Norme IFRS S2 - Informations à fournir en lien avec les changements climatiques
IFF	Institution financière réglementée par le gouvernement fédéral
IPD	Indices de performance en matière de durabilité
IPF	Institut de planification financière (Québec)
ISR	Investissement socialement responsable
ISSB	Conseil international des normes de durabilité
LB	<i>Loi sur les Banques (Canada)</i>
Les Big Five	Les cinq plus grandes banques du Canada, à l'exclusion de la Banque nationale
Les Big Six	Les six plus grandes banques du Canada : RBC, TD, BMO, Banque Scotia, CIBC et Banque Nationale.
Ligne directrice B-15	Ligne directrice B-15 du BSIF - Gestion des risques climatiques
Ligne directrice LD	Ligne directrice sur les contrats individuels à capital variable afférents aux fonds distincts
Loi FinCoop	<i>Loi relative aux coopératives de services financiers (Québec)</i>



Loi sur l'ACFC	<i>Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière du Canada (Canada)</i>
Loi sur l'AMF	<i>Loi relative à l'encadrement du secteur financier (Québec)</i>
Loi sur la distribution	<i>Loi sur la distribution de produits et services financiers (Québec)</i>
Loi sur le BSIF	<i>Loi sur le bureau du surintendant des institutions financières (Canada)</i>
LDVIMC	<i>Loi sur la divulgation volontaire des informations relatives au marché du carbone (Californie)</i>
LVM	<i>Loi sur les valeurs mobilières (Québec)</i>
NCID 2	Normes canadiennes d'information sur la durabilité 2 : <i>Informations à fournir en lien avec les changements climatiques</i>
NPCDS	Ne pas causer de dommages significatifs
NA	Notice annuelle
OAR	Organisme d'autorégulation
OCRCVM	Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
OCRI	Organisme canadien de réglementation de l'investissement
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OLD	Obligation liée à la durabilité
OPC	Office de la protection du consommateur (Québec)
PEIC	Programme d'examen de l'information continue de l'AMF
PLD	Prêt lié à la durabilité
PL S-243	<i>Projet de loi S-243 - Loi sur la finance alignée sur le climat (Climate-Aligned Finance Act) (Canada)</i>
PNUE FI	Initiative financière du Programme des Nations unies pour l'environnement
POLD	Principes des obligations liées à la durabilité (<i>Sustainability-Linked Bond Principles</i>)
PPLD	Principes des prêts liés à la durabilité (<i>Sustainability-Linked Loan Principles</i>)
PR 51-107	<i>Projet de règlement 51-107 sur l'information liée aux questions climatiques (Québec)</i>
RBC	Banque Royale du Canada
RCP	Reddition de comptes publique telle que prescrite par la <i>Loi sur les banques</i>
RDRF	Rapport de la direction sur le rendement du fonds
Règlement DSVM	<i>Règlement sur la déontologie dans les disciplines de valeurs mobilières (Québec)</i>
Règles de l'OCRCVM	Règles établies par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (remplacé par l'OCRI)
Règles de la SEC	Modifications des règles adoptées par la SEC pour améliorer et normaliser les informations relatives au climat à l'intention des investisseurs
R 25-101	<i>Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées (Québec)</i>
R 31-103	<i>Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites (Québec)</i>
R 41-101	<i>Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus (Québec)</i>
R 45-106	<i>Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription (Québec)</i>
R 51-102	<i>Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (Québec)</i>



R 51-107	<i>Règlement 51-107 sur l'information liée aux questions climatiques</i>
R 81-101	<i>Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif (Québec)</i>
R 81-102	<i>Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement (Québec)</i>
R 81-106	<i>Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement (Québec)</i>
RG	Rapport de gestion
SAP	Sanction administrative pécuniaire
SDR	Exigences du Royaume-Uni en matière de divulgation d'informations sur la durabilité
SEC	Commission des valeurs mobilières des États-Unis
SFDR	<i>Règlement de l'Union européenne sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers</i>
TD	Banque Toronto-Dominion
TAMF	Tribunal administratif des marchés financiers
UE	Union européenne
UN PRI	Principes des Nations unies pour l'investissement responsable
UoP	Utilisation des recettes



Liste des encadrés

1. Définir l'écoblanchiment
2. L'ABC de l'ESG
3. Taille du segment FDISR au Canada
4. Exigences en matière d'information sur le climat pour les émetteurs assujettis
5. Exigences européennes en matière de divulgation d'informations sur la durabilité
6. Exemples de controverses liées à l'écoblanchiment impliquant des émetteurs assujettis
7. Réglementer la divulgation d'impacts sur la durabilité
8. Exigences fédérales en matière de divulgation d'informations sur le climat
9. Coopératives financières
10. Exigences de l'UE sur la collecte d'informations sur les préférences des client-es en matière de durabilité
11. Développements internationaux concernant les services de notation ESG
12. Principales catégories de restrictions à l'utilisation des recettes
13. Taxonomie verte et de transition du Canada
14. La norme européenne sur les obligations vertes et la taxonomie européenne
15. Considérations ESG dans le processus de vote par procuration
16. Développements internationaux concernant les fonds d'investissement
17. Compensation volontaire des émissions de carbone

Liste des schémas

1. Relations entre les principaux·ales acteur·trices privé·es du secteur financier
2. Risques d'écoblanchiment dans le segment des émetteurs assujettis
3. Risques d'écoblanchiment dans le secteur bancaire
4. Divulgation basée sur la simple matérialité
5. Catégories sélectionnées d'intermédiaires financiers
6. Risques d'écoblanchiment dans le secteur de l'intermédiation financière
7. Risques d'écoblanchiment dans le segment des données ESG
8. Vue d'ensemble de l'écosystème des notations ESG
9. Exigences d'émission de la taxonomie proposées par le CAFD
10. Évolution des conditions des obligations vertes entre 2013 et 2022
11. Mécanisme d'ajustement des taux d'OLD

Liste des tableaux

1. Liste non exhaustive des facteurs ESG des ACVM
2. Quand les parties prenantes qualifient-elles un actif d' « ESG » ?
3. Performances environnementales des Big Five
4. Extrait de la classification des stratégies d'investissement ESG des ACVM
5. Aperçu des recommandations
6. Exemple de liste de contrôle pour l'alignement de la taxonomie



Liste des réviseur·ses

Le CQDE a bénéficié des précieux commentaires et retours de réviseur·ses hautement qualifiés pour la préparation de ce rapport. Ces personnes sont énumérées ci-dessous par ordre alphabétique. Nous tenons à les remercier chaleureusement pour leur temps et leur contribution. Les opinions exprimées dans ce rapport ne reflètent pas nécessairement les opinions personnelles de ces personnes. Toute erreur est de notre fait.

Alex Walker	Eugène Ellman	Matteo Felleca
Alexandra Tanguay	Franka Huhn	Pr. Patrick Migneault
Alice Chipot	Pr. Géraud de Lassus St-Geniès	Renaud Gignac
Antoine Tremblay	Jonathan Arnold	Sonia Li Trottier
Bruno Caron	Julie Segal	Tanya Jemec
Caroline van Kimmenaede	Karine Péloffy	William Gabriel Rioux
Pr. Cinthia Duclos	Laure Maillard	
Deborah Debas	Marc Lacoursière	

Auteur : Julien O. Beaulieu

Rédacteur·trices : Geneviève Paul et Marc Bishai

Traduction, communication et conception graphique : Sophie Turri et Rasha Hamade

Illustrations: Florence Rivest

Le sommaire exécutif est disponible [au lien suivant](#):

cqde.org/wp-content/uploads/2024/10/resumeexecutif_ecoblanchiment_web.pdf



1. Avant-propos

À l'automne 2022, le Centre québécois du droit de l'environnement (**CQDE**) a publié un rapport intitulé « L'écoblanchiment climatique au Québec et au Canada : comment renverser la vapeur »¹. Ce rapport examinait les lois provinciales et fédérales applicables aux allégations des entreprises relatives au climat et formulait des recommandations à l'intention des décideur-ses politiques sur la manière d'améliorer leur efficacité, notamment avec une réforme du droit de la concurrence et de la protection des consommateurs.

Le CQDE passe maintenant à la phase suivante de son travail sur l'écoblanchiment en se concentrant sur trois formes émergentes de déclarations environnementales trompeuses : l'écoblanchiment financier, l'écoblanchiment lié aux biens de consommation et l'écoblanchiment gouvernemental. Cette recherche aboutira à la publication de trois nouveaux rapports de recherche dans les mois à venir. Vous lisez actuellement le premier de ces rapports. Il examine comment améliorer la crédibilité et la transparence des déclarations environnementales dans le secteur financier.

L'objectif de ce rapport est de cartographier les risques d'écoblanchiment dans le secteur financier canadien, d'identifier les lois, réglementations et lignes directrices existantes qui atténuent ces risques, et de proposer des mesures politiques pour combler les lacunes du cadre réglementaire. Ce rapport formule 26 recommandations pour améliorer la transparence et la responsabilité environnementales dans le secteur financier. Le CQDE espère que ces recommandations influenceront positivement les discussions en cours sur la réglementation de la finance durable aux niveaux provincial et fédéral et aideront les parties prenantes à mieux comprendre les lacunes du paysage réglementaire actuel.

Les recommandations de ce rapport s'adressent principalement aux autorités publiques fédérales et provinciales qui se concentrent sur la politique et la réglementation du secteur financier, y compris les parlementaires, les fonctionnaires des ministères, les organismes de réglementation et les autorités d'autoréglementation. En outre, ce rapport vise à aider les professionnel·les du secteur financier, les chercheur-ses universitaires et les consommateur-trices à mieux comprendre les risques d'écoblanchiment financier et leur réglementation dans le contexte canadien.

Le présent rapport est structuré comme suit :

- **La section 2** définit l'écoblanchiment et donne des exemples de cas allégués ou avérés d'écoblanchiment dans le secteur financier.
- **La section 3** présente une vue d'ensemble du paysage de la finance durable et de l'investissement responsable.
- **La section 4** passe en revue les cadres juridiques applicables aux déclarations environnementales dans le secteur financier au Québec et au Canada et identifie les principaux développements internationaux et régionaux concernant leur réglementation.

¹ Beaulieu et Bishai (2022).

- **La section 5** formule des recommandations détaillées sur la manière d'améliorer l'efficacité des lois et règlements fédéraux et provinciaux existants pour lutter contre l'écoblanchiment financier.

Le présent rapport se concentre sur les lois québécoises et les lois fédérales applicables dans l'ensemble du Canada. Toutefois, compte tenu de la relative uniformité des lois provinciales sur les valeurs mobilières dans l'ensemble du pays, la plupart des recommandations provinciales de ce rapport sont également pertinentes en dehors du Québec. En outre, bien qu'il se concentre sur les déclarations environnementales, ce rapport aborde à de multiples reprises les droits humains et les questions sociales, aspects cruciaux de la durabilité.

Ce rapport se concentre sur les risques d'écoblanchiment qui résultent d'asymétries d'information et de problèmes de coordination dans le secteur financier. Pour faire face à ces risques, le rapport recommande de mettre en œuvre des politiques et des mesures réglementaires visant à améliorer la qualité et la quantité des informations sur la durabilité communiquées aux investisseur-euses, ce qui, en fin de compte, accélérera le passage vers une économie juste, résiliente et axée sur le climat.

Toutefois, comme il est indiqué tout au long du rapport, l'efficacité des mesures d'information dépend souvent de la mise en place de mesures environnementales complémentaires, telles que la réglementation environnementale, les taxes et les subventions. Même si les politiques d'information sont essentielles pour garantir que les parties prenantes partagent des informations précises et complètes sur leurs impacts en matière de durabilité, elles ne peuvent pas remplacer les mesures réglementaires et politiques structurelles supplémentaires nécessaires pour atteindre d'autres objectifs de politique environnementale.

Ce projet de recherche est financé par des subventions de recherche du Fonds pour le droit de demain de l'Association du Barreau canadien et du ministère de l'Environnement, de la Lutte contre les changements climatiques, de la Faune et des Parcs du Québec. De plus, Julien O. Beaulieu, auteur principal de ce rapport, a reçu la Bourse Laure-Waridel, remise conjointement par la Caisse d'économie solidaire Desjardins et Équiterre, pour mener à bien ce projet. Bien que cette recherche ait été menée indépendamment de toute influence d'un tiers, l'auteur et le CQDE sont reconnaissants du soutien financier essentiel de ces organismes.



2. Introduction : cartographier le problème

Dans un récent rapport mondial du Forum économique mondial, la désinformation, les phénomènes météorologiques extrêmes et la pollution ont été classés parmi les trois risques les plus graves à court terme qui menacent le monde.² Ces risques sont intrinsèquement liés.

La désinformation peut avoir plusieurs conséquences négatives sur la transition socio-écologique. Par exemple, les campagnes de déni des changements climatiques peuvent réduire l'appui des électeur·trices envers les politiques environnementales en minimisant les causes ou les effets de la crise climatique. Les publicités trompeuses pour des produits faussement « écologiques » peuvent convaincre les consommateur·trices de continuer à acheter des produits polluants au lieu d'opter pour des solutions moins nuisibles. De même, les initiatives de lobbying trompeuses peuvent persuader les autorités politiques de retarder la mise en œuvre des politiques environnementales nécessaires en nourrissant la croyance erronée que les actions volontaires de l'industrie permettront d'éviter la mise en œuvre de mesures contraignantes.³

Les répercussions de la désinformation environnementale peuvent être particulièrement importantes dans le secteur financier, qui joue un rôle essentiel dans la réalisation des objectifs climatiques et de protection de la biodiversité des accords de Paris et de Kunming-Montréal.⁴ Au cours des vingt dernières années, le développement de produits financiers et d'initiatives mettant en avant des caractéristiques environnementales distinctes a connu un véritable essor. Ces développements sont souvent regroupés sous les appellations « Environnement, Social et Gouvernance » (**ESG**), et « finance durable » ou « investissement responsable » (labels collectivement désignés par le sigle **FDISR**).

Cependant, plusieurs études et sondages ont soulevé des inquiétudes quant à la crédibilité environnementale réelle des produits FDISR. Par exemple, une étude mondiale de 2021 portant sur 723 fonds d'actions commercialisés comme fonds ESG ou climatiques a révélé qu'une majorité des portefeuilles d'investissement de ces fonds n'étaient pas alignés sur les objectifs de l'Accord de Paris, et que nombre de ces fonds présentaient des niveaux de désalignement similaires à ceux des fonds ordinaires (non ESG).⁵ De même, dans une étude réalisée en 2023, des chercheur·euses ont constaté que parmi 250 des plus grands fonds d'investissement passifs commercialisés comme étant « socialement responsables » ou « respectueux de l'environnement », seuls 5 % étaient alignés sur les objectifs de l'Accord de Paris.⁶

² Forum économique mondial (2024).

³ Malhotra et al. (2019).

⁴ Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques (2015) ; Convention sur la diversité biologique (2022).

⁵ InfluenceMap (2021).

⁶ Fichtner et al. (2023). Une étude menée par Kim et Yoon (2023) sur les fonds communs de placement américains qui sont gérés de manière active et qui ont signé les Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies, une initiative volontaire visant à promouvoir l'investissement ESG (**UN PRI**), a montré que les signataires n'avaient pas amélioré leurs scores ESG au niveau des fonds après avoir adhéré à l'initiative.



Les autorités réglementaires canadiennes ont également examiné de près les déclarations FDISR des institutions financières. Par exemple, en 2022, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (**ACVM**), organisme-parapluie des autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières du Canada, ont indiqué qu'elles avaient observé des pratiques de divulgations déficientes parmi les fonds d'investissement ESG canadiens.⁷ Après avoir examiné les informations réglementaires et les communications commerciales de 32 de ces fonds, les ACVM ont constaté qu'un tiers d'entre eux détenait des investissements dans des secteurs qui auraient dû être exclus sur la base des stratégies d'investissement des fonds.⁸ En outre, un cinquième des fonds ESG examinés « détenait des titres en portefeuille qui semblaient incompatibles avec le nom du fonds, les objectifs ou les stratégies d'investissement du fonds ».⁹

De même, dans leur examen de l'information continue des émetteurs assujettis pour 2021 et 2022, les ACVM ont constaté « une multiplication des émetteurs formulant des affirmations potentiellement trompeuses, infondées ou incomplètes à propos d'activités commerciales ou encore de la durabilité d'un produit ou d'un service offert, véhiculant ainsi une fausse impression communément appelée "écoblanchiment" ». ¹⁰ Selon les ACVM, l'écoblanchiment apparaît à la fois dans les documents volontaires, tels que le rapport de développement durable d'un émetteur, et dans les documents obligatoires, tels que les documents réglementaires. Les ACVM ont également identifié des lacunes importantes dans la divulgation des risques climatiques par les émetteurs : en 2021, plus de 40 % des informations sur les risques climatiques des sociétés cotées en bourse étaient « génériques, vagues ou incomplètes ». En outre, 25 % d'entre elles ne mentionnaient pas l'impact financier des risques climatiques, et celles qui en parlaient ne le quantifiaient pas.¹¹

Les préoccupations concernant l'exactitude des affirmations FDISR ont déclenché plusieurs plaintes pour écoblanchiment allégué auprès des agences de protection des consommateurs et des autorités de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Par exemple :

- En avril 2021, six citoyens ont déposé une plainte auprès du Bureau de la concurrence du Canada (**BCC**) contre la Banque Royale du Canada (**RBC**), accusant la banque de se présenter de manière trompeuse comme étant alignée sur l'Accord de Paris tout en s'engageant dans d'importantes activités de financement de combustibles fossiles.¹²
- En février 2023, les investisseurs pour la conformité aux principes de l'Accord de Paris (**I4PC**), une organisation d'engagement auprès des investisseurs, a déposé une plainte auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta (**ASC**) contre

⁷ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2022a).

⁸ Idem.

⁹ Idem.

¹⁰ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2022b).

¹¹ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2021a).

¹² Ecojustice (2021). D'après la dernière mise à jour, l'enquête du BCC se poursuit. À ce stade, le BCC n'a pas donné publiquement suite à la plainte et n'a pas intenté d'action en justice contre la Banque Royale du Canada au sujet de ses allégations climatiques.



Enbridge, une société de transport de combustibles fossiles, en lien avec son émission d'obligations liées à la durabilité (**OLD**).¹³ Selon la plainte, qui demande une enquête de l'ASC et la publication de lignes directrices sur les OLD, les OLD d'Enbridge n'incluaient pas d'indicateurs de performance basés sur les émissions absolues de l'entreprise, ne mesuraient pas correctement ses émissions de portée 3 et permettaient à l'entreprise d'amplifier ses activités dans le domaine des combustibles fossiles.¹⁴

- En octobre 2023, Greenpeace Canada a déposé une plainte auprès de l'ASC contre Suncor, alléguant que l'entreprise énergétique n'avait pas suffisamment dévoilé son exposition aux risques climatiques.¹⁵ Selon la plainte, qui demande à l'ASC d'enquêter sur la question, Suncor a omis d'avertir les investisseur-euses de l'existence potentielle d'actifs échoués (en anglais, « stranded assets ») de sables bitumineux, tout en augmentant son exposition financière à ces actifs.
- En janvier 2024, I4PC a déposé une plainte auprès de l'Autorité des marchés financiers (**AMF**) du Québec et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (**CVMO**) contre les cinq plus grandes banques du Canada au sujet de leurs activités de finance durable.¹⁶ Selon la plainte, les banques se sont engagées dans des activités dites de finance durable sans divulguer de manière adéquate l'impact de ces activités sur le climat.¹⁷

Ces controverses canadiennes font écho à des cas similaires survenus dans d'autres juridictions. Aux États-Unis, les allégations de déclarations environnementales trompeuses font l'objet d'un nombre croissant d'enquêtes et de poursuites du groupe de travail sur le climat et les facteurs ESG de la SEC. De même, la Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (**ASIC**) a procédé à un total de 47 interventions liées à des cas d'écoblanchiment entre avril 2023 et juin 2024.¹⁸

Encadré 1 - Définir l'écoblanchiment

On parle d'écoblanchiment lorsqu'une organisation communique des informations **fausses, trompeuses ou sans preuves suffisantes de manière à donner** aux parties prenantes une impression exagérément positive de ses performances environnementales et sociales ou de

¹³ Berkow, J. (2023). Les OLD sont abordés plus en détail dans la section 4.3.2.

¹⁴ Une plainte similaire a été déposée aux États-Unis concernant les obligations vertes. Comme le résumait Setzer et Higham (2023) : L'ONG Mighty Earth a déposé une plainte pour « écoblanchiment climatique » et fraude auprès de la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (**SEC**), demandant une enquête approfondie sur les « obligations vertes » prétendument trompeuses et frauduleuses émises par le géant brésilien de la viande JBS. La plainte affirme que JBS a basé les offres d'obligations sur son engagement à atteindre la carboneutralité d'ici 2040 - mais que ses émissions ont en fait augmenté et que l'objectif excluait les émissions de la chaîne d'approvisionnement de type 3 qui représentent 97 % de son empreinte climatique.

¹⁵ Greenpeace Canada (2023).

¹⁶ Investisseurs pour la conformité aux principes de l'Accord de Paris (2024a). Les banques citées dans la plainte sont la RBC, la Banque Canadienne Impériale de Commerce (**CIBC**), la Banque Toronto-Dominion (**TD**), la Banque de Montréal (**BMO**) et la Banque de Nouvelle-Écosse (**Banque Scotia**).

¹⁷ Idem. À la date de la dernière mise à jour, l'AMF et la CVMO n'ont pas réagi publiquement à la plainte ni intenté d'action en justice contre les banques citées dans la plainte.

¹⁸ Australian Securities & Investments Commissions (2023a, 2023b, 2023c, 2023d, 2023e, 2024a).



celles de ses produits ou activités.¹⁹ L'écoblanchiment peut inclure des affirmations concernant divers aspects d'une organisation, y compris la performance environnementale de l'entité elle-même, ses produits, ses pratiques ou des faits environnementaux pertinents, tels que des déclarations exagérées concernant l'impact sur l'environnement d'activités commerciales spécifiques.²⁰

L'écoblanchiment englobe les pratiques de communication suivantes :²¹

- Communication d'informations purement fausses
- Divulgence sélective d'informations qui ne reflètent pas la performance environnementale globale d'une organisation, d'un produit ou d'une activité (également connue sous le nom de « cherry picking »)
- Exagération des résultats
- Non-respect des engagements pris dans le passé
- Promotion des réalisations non pertinentes ou légalement obligatoires
- Utilisation de certifications et de labels trompeurs ou de symboles ambigus
- Déclarations environnementales allant à l'encontre des efforts de lobbying individuels ou collectifs.
- Affirmations non étayées par des informations suffisantes et facilement accessibles
- Déclarations vagues et trop générales
- Déclarations prospectives irréalistes, non qualifiées ou non étayées par des plans d'action crédibles.²²

De nombreuses raisons poussent les organisations privées à promouvoir leurs caractéristiques environnementales, qu'il s'agisse de démarquer les produits, d'attirer les consommateur-trices et les investisseur-euses ou de projeter l'image d'une entreprise socialement responsable. Les parties prenantes s'appuient fortement sur les informations environnementales pour comparer les performances environnementales des produits et des organisations et pour prendre des décisions éclairées en matière de consommation, d'investissement ou de démocratie. Cependant, lorsque ces informations sont trompeuses, elles peuvent fausser les décisions des parties prenantes, ce qui peut entraîner des conséquences négatives pour l'environnement :

- **Les consommateur-trices** achètent des produits qui sont plus nocifs pour l'environnement qu'il n'y paraît.
- **Les investisseur-euses** investissent dans des activités, des produits ou des organisations dont l'empreinte environnementale, l'exposition aux risques environnementaux ou le potentiel de verrouillage carbone sont plus élevés.

¹⁹ Montgomery et al. (2023) ; de Freitas Netto et al. (2020).

²⁰ de Freitas Netto et al. (2020).

²¹ Nemes et al. (2022).

²² Cette catégorie est un ajout à la liste de Nemes et al. (2022).



- **Les électeurs-trices et les autorités politiques** sont moins favorables à des politiques environnementales plus ambitieuses.²³

L'écoblanchiment peut également nuire aux organisations qui font de véritables déclarations environnementales en suscitant le scepticisme des parties prenantes à l'égard de toutes les communications axées sur l'environnement. Par exemple, un sondage réalisé en 2023 a révélé que 57 % des consommateur-trices canadien-nes ont perdu confiance en les affirmations environnementales des marques et 46 % sont réticent-es à payer une prime verte en raison de la difficulté d'identifier les produits authentiquement durables.²⁴

Des tendances similaires ont été observées en ce qui concerne les produits et services financiers. Dans un sondage réalisé en 2022 auprès d'investisseur-euses de détail canadiens, 75 % des personnes interrogées se sont déclarées préoccupées par l'écoblanchiment et 78 % se sont montrées favorables à une réglementation accrue et plus stricte dans le secteur financier pour lutter contre l'écoblanchiment.²⁵

L'écoblanchiment financier, c'est-à-dire l'écoblanchiment qui a lieu dans le secteur financier, peut porter sur une entité (par exemple, une institution financière décrivant les caractéristiques de sa politique de prêt), sur la prestation de services financiers (par exemple, un-e conseiller-e financier-e recommandant un produit d'investissement donné) ou au niveau du produit (par exemple, une allégation sur les caractéristiques de titres financiers).²⁶

L'écoblanchiment financier résulte de la convergence de deux formes différentes d'asymétrie d'information : l'asymétrie dans l'observation des caractéristiques environnementales et l'asymétrie dans la compréhension des caractéristiques financières. D'une part, les marchés financiers sont intrinsèquement complexes et de mauvaises décisions d'investissement peuvent avoir des conséquences majeures sur la vie d'une personne, ce qui rend les investisseur-euses de détail particulièrement vulnérables aux intermédiaires financiers.²⁷ D'autre part, les allégations environnementales sont souvent difficiles à vérifier et peuvent s'appuyer sur des principes scientifiques difficiles à comprendre pour les non-initiés. En outre, étant donné le rôle central que joue l'allocation des capitaux dans la transition environnementale, l'écoblanchiment financier peut constituer un obstacle majeur à la réalisation des objectifs environnementaux mondiaux.

En plus d'éroder la confiance des investisseur-euses, l'écoblanchiment financier peut entraîner des risques financiers susceptibles de nuire à l'intégrité du système financier.²⁸ Pour les organisations qui pratiquent l'écoblanchiment, ces risques comprennent les risques de réputation, de litige, de responsabilité, de stratégie, d'affaire, de liquidité, de financement, de

²³ Malhotra et al. (2019). Voir aussi : Werfel, S. (2017). Pour des conclusions opposées, voir Heeb et al. (2023).

²⁴ Deloitte (2023).

²⁵ Association pour l'investissement responsable (2022).

²⁶ Autorité européenne des marchés financiers (2023).

²⁷ Duclos et al. (2024), section 1 du chapitre 3.

²⁸ Autorité bancaire européenne (2023).



crédit et de marché.²⁹ Ces risques peuvent s'étendre à d'autres organisations et menacer la stabilité de l'ensemble du système financier.

Par exemple, dans un rapport récent, l'Autorité bancaire européenne a indiqué qu'il pourrait y avoir des événements « où les instruments financiers verts, dans leur totalité ou une partie substantielle d'entre eux, ne sont plus perçus comme verts, ce qui aurait un impact négatif sur la crédibilité des marchés financiers durables et provoquerait une réévaluation généralisée des prix et une baisse de la liquidité, entraînant par la suite un risque pour l'ensemble du système financier (par exemple, des ventes dans l'urgence d'obligations vertes) ». ³⁰ Ce risque peut être amplifié par des exigences contractuelles qui obligent les gestionnaires d'actifs à vendre des actifs qui ne sont pas conformes à leurs mandats d'investissement FDISR. Ces risques sont susceptibles d'augmenter à mesure que les produits financiers FDISR gagnent en popularité. ³¹

Au Canada, les lois fédérales et provinciales en vigueur interdisent de nombreuses formes d'allégations trompeuses dans le secteur financier, y compris les allégations environnementales fausses, trompeuses ou sans preuve suffisante.

Par exemple, au Québec, la *Loi sur les valeurs mobilières (LVM)* et le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (R 51-102)* exigent que les sociétés cotées en bourse divulguent leurs risques environnementaux importants sur le plan financier dans le cadre de leurs obligations d'information continue. De même, les fonds d'investissement distribués au public doivent divulguer leurs objectifs et stratégies d'investissement en vertu du *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus (R 41-101)* et du *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement (R 81-102)*, ce qui peut impliquer la divulgation d'informations sur la prise en compte des risques et des impacts environnementaux. ³² Les émetteurs et les fonds d'investissement qui fournissent des informations fausses, trompeuses ou sans preuve suffisante s'exposent à des sanctions financières ainsi qu'à des actions de la part des investisseurs qui en ont subi les conséquences négatives.

Des obligations similaires existent au niveau fédéral. Par exemple, en vertu de la *Loi sur les banques (LB)*, les banques sont tenues de veiller à ce que leurs publicités au Canada, y compris celles qui concernent les performances environnementales, soient « exactes et claires et ne pas induire en erreur ». ³³ La violation de cette obligation peut constituer une infraction pénale passible d'une amende pouvant aller jusqu'à 5 millions de dollars. ³⁴

En plus de ces exigences légales spécifiques au secteur financier, qui sont examinées plus en détail dans la section 3, les lois fédérales et provinciales sur la protection des consommateurs interdisent les déclarations fausses et trompeuses au public dans

²⁹ Idem.

³⁰ Idem, p.38.

³¹ Idem.

³² Les attentes des ACVM en matière d'information sur les fonds ESG ont été clarifiées dans le document d'orientation Avis du personnel des ACVM 81-334 (révisé) - Information des fonds d'investissement au sujet des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. Voir Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a).

³³ Voir l'article 627.14 de la LB.

³⁴ Voir l'article 985 de la LB.



certaines circonstances. Comme le décrit le rapport de 2022 du CQDE sur l'écoblanchiment climatique, les violations de ces interdictions peuvent donner lieu à des enquêtes du BCC et de l'Office de la protection du consommateur (**OPC**) du Québec, à des amendes pénales, à des sanctions administratives pécuniaires ainsi qu'à des poursuites judiciaires de la part de plaignants privés.³⁵ Fournir des informations fausses ou trompeuses avant la conclusion d'un contrat peut également donner lieu à des recours en droit des contrats en vertu du *Code civil du Québec*.³⁶

Les évolutions réglementaires à venir pourraient renforcer la rigueur des lois fédérales et provinciales applicables aux déclarations FDISR. Au niveau provincial, en octobre 2021, les ACVM ont publié le *Projet de règlement 51-107 sur l'information liée aux questions climatiques (PR 51-107)*, qui propose d'imposer aux émetteurs assujettis de nouvelles obligations de divulgation d'informations sur le climat.³⁷ Une version révisée de ce règlement devrait être publiée par les ACVM pour consultation prochainement (voir l'encadré 4 pour plus de détails).³⁸

Au niveau fédéral, le gouvernement a annoncé dans son Énoncé économique de l'automne 2023 qu'il étudierait la possibilité « d'élargir la portée de la divulgation obligatoire des informations financières liées au climat (...) pour la rendre obligatoire pour les entreprises privées ». ³⁹ En outre, le gouvernement a annoncé qu'il s'appuierait sur le rapport de la feuille de route sur la taxonomie du Conseil d'action en matière de finance durable (**CAFD**) pour élaborer une taxonomie verte et de transition alignée sur l'objectif de zéro émission nette d'ici 2050.⁴⁰ Si elle est alignée sur la science et les engagements climatiques et de protection de la biodiversité mondiaux, l'adoption d'une telle taxonomie, qui est un système de classification établissant des définitions et des normes communes pour les labels de durabilité, pourrait faciliter l'allocation de capitaux vers des activités plus durables et atténuer les risques d'écoblanchiment.

En outre, en mars 2023, le Bureau du surintendant des institutions financières (**BSIF**), qui supervise les institutions financières sous réglementation fédérale (**IFF**) telles que les banques, a publié une nouvelle ligne directrice sur la gestion des risques climatiques qui exigera progressivement des banques et des compagnies d'assurance qu'elles publient des informations financières liées aux changements climatiques d'ici la fin de l'exercice 2025

³⁵ Le rôle et les pouvoirs de mise en application de la loi du BCC et de l'OPC sont examinés en détail dans le rapport de 2022 du CQDE sur l'écoblanchiment climatique. Voir Beaulieu et Bishai (2022). À noter que l'article 6 de la *Loi sur la protection du consommateur* indique que les pratiques de commerce et les contrats concernant une opération régie par la LVM ou la *Loi sur instruments dérivés* sont exclus de l'application de la *Loi sur la protection du consommateur*.

³⁶ Voir par exemple les articles 1401 et 1407 du *Code civil du Québec*. De plus, l'article 1375 du *Code civil du Québec* exige que les parties à un contrat agissent de bonne foi, ce qui a été interprété par la jurisprudence comme exigeant que les parties se partagent des informations lorsqu'il existe des asymétries d'information entre elles. Voir Côté (2019). Voir aussi *Banque de Montréal c. Bail Itée*, [1992] R.C.S. 544, 586-587.

³⁷ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2021a).

³⁸ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024b).

³⁹ Gouvernement du Canada (2023).

⁴⁰ Idem. Cet engagement a été réitéré dans le budget 2024. Voir : Gouvernement du Canada (2024a).



(Ligne directrice B-15).⁴¹ Ces exigences, qui ont été annoncées par le gouvernement fédéral dans le budget 2022, viendront compléter les exigences déjà formulées dans le budget 2021 pour que les sociétés d'État fédérales publient des informations financières liées aux changements climatiques.⁴²

Ces mesures sont susceptibles d'accroître considérablement la transparence et la crédibilité de l'information financière environnementale au Canada en augmentant la quantité, la comparabilité et la qualité des informations environnementales divulguées publiquement par les acteur-trices financières. En tant que telles, elles peuvent contribuer à atténuer les risques d'écoblanchiment.

Cependant, comme nous l'expliquons tout au long de ce rapport, même en tenant compte des développements à venir, les lois fédérales et provinciales n'établissent pas de règles complètes pour lutter contre l'écoblanchiment. Les recommandations du CQDE pour résoudre ces problèmes et réformer le cadre réglementaire applicable au secteur financier sont présentées dans la section 5.

⁴¹ Bureau du surintendant des institutions financières Canada (2023). Comme indiqué dans l'encadré 9, l'AMF a publié en juillet 2024, en tant qu'organisme provincial de réglementation prudentielle du Québec, une ligne directrice sur la gestion des risques climatiques qui est similaire à la Ligne directrice B-15. Voir : Autorité des marchés financiers (2024a).

⁴² Gouvernement du Canada (2021a).



3. L'essor de l'ESG, de la finance durable et de l'investissement responsable

Au cours des deux dernières décennies⁴³, le secteur financier a émergé comme une potentielle force motrice pouvant générer des actions environnementales plus fortes.⁴⁴ Plusieurs initiatives sectorielles volontaires ont été développées et le secteur financier reconnaît de plus en plus la nécessité d'aligner les flux financiers sur les contraintes planétaires :

- En 2003, un groupe de 10 institutions financières internationales a adopté les Principes de l'Équateur, un cadre volontaire de gestion des risques, établissant des critères environnementaux et sociaux minimaux pour les signataires qui financent des projets.⁴⁵ Depuis, plus de 100 institutions financières ont adopté ces principes.
- En 2005, un groupe de 20 investisseurs, dont la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada et Bâtirente, ont adhéré aux Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies (**UN PRI**), un cadre volontaire visant à promouvoir l'intégration des facteurs ESG dans les décisions d'investissement.⁴⁶ Il y a maintenant plus de 5 300 signataires des UN PRI en juillet 2024.

⁴³ Fichtner et al. (2023) décrivent l'évolution du segment FDISR en trois phases. Tout d'abord, les investissements FDISR reposaient sur l'exclusion d'entreprises ou d'industries spécifiques, souvent pour des raisons morales. Comme l'expliquent les auteurs, « l'origine de l'investissement ESG peut être vue dans le mouvement anti-apartheid, lorsque les investisseur-euses d'Europe et d'Amérique du Nord ont cherché à éviter d'investir dans des entreprises opérant en Afrique du Sud. Des tentatives encore plus anciennes d'« investissement socialement responsable » visaient à exclure des portefeuilles d'investissement ce que l'on appelle les « actions du péché » (alcool, tabac, etc.) et ont été principalement le fait de groupes religieux ». Deuxièmement, au début des années 2000, le segment FDISR est passé d'une approche de niche à une approche d'investissement plus courante, ce qui a conduit au développement de notations, de données et d'indices ESG gérés par le secteur privé. Au cours de cette période, qui a vu le lancement des premiers fonds d'investissement passifs suivant des indices financiers, les investisseur-euses se sont moins concentrés sur la réalisation d'objectifs moraux que sur la gestion des risques financiers ESG. Troisièmement, depuis 2015, l'accent a été mis davantage sur la réalisation d'un impact dans le monde réel et sur l'implication croissante des autorités publiques et des régulateurs. Cette période a également été marquée par une augmentation de la gestion passive des actifs, où « les indices de référence et les principaux fournisseurs d'indices façonnent de plus en plus l'allocation du capital de nombreux investisseurs-euses ». Voir Fichtner et al. (2023) pour plus de détails. La réglementation des services de notation ESG est abordée à la section 4.2.2.

⁴⁴ Eric Usher, responsable de l'initiative financière du Programme des Nations unies pour l'environnement (PNUE FI), explique ce changement comme suit : « Dans les premiers temps du mouvement environnemental, la relation entre les acteur-trices publics et privés était plus simple, quelque peu idéaliste, les externalités environnementales étant censées être simplement tarifées par le gouvernement. Bien sûr, nous avons appris (...) qu'il n'est pas facile de fixer un prix correct et même d'avoir l'ambition politique de le faire (...) Il est clair que le modèle selon lequel le secteur privé devrait attendre d'être réglementé pour agir est quelque peu défectueux. Et, bien sûr, s'attendre à ce que l'action volontaire suffise à elle seule est aussi souvent un vœu pieux. (...) Ainsi, la communauté financière privée peut [...] aider à catalyser les gouvernements pour qu'ils entrent dans la danse et créer les conditions dans lesquelles les retardataires n'auront d'autre choix que de se joindre à la mêlée. Une action publique et privée, à la fois crédible et ambitieuse, voilà ce dont le monde a besoin aujourd'hui, tant à Glasgow qu'au-delà ». Voir : Usher (2021).

⁴⁵ ING (sans date).

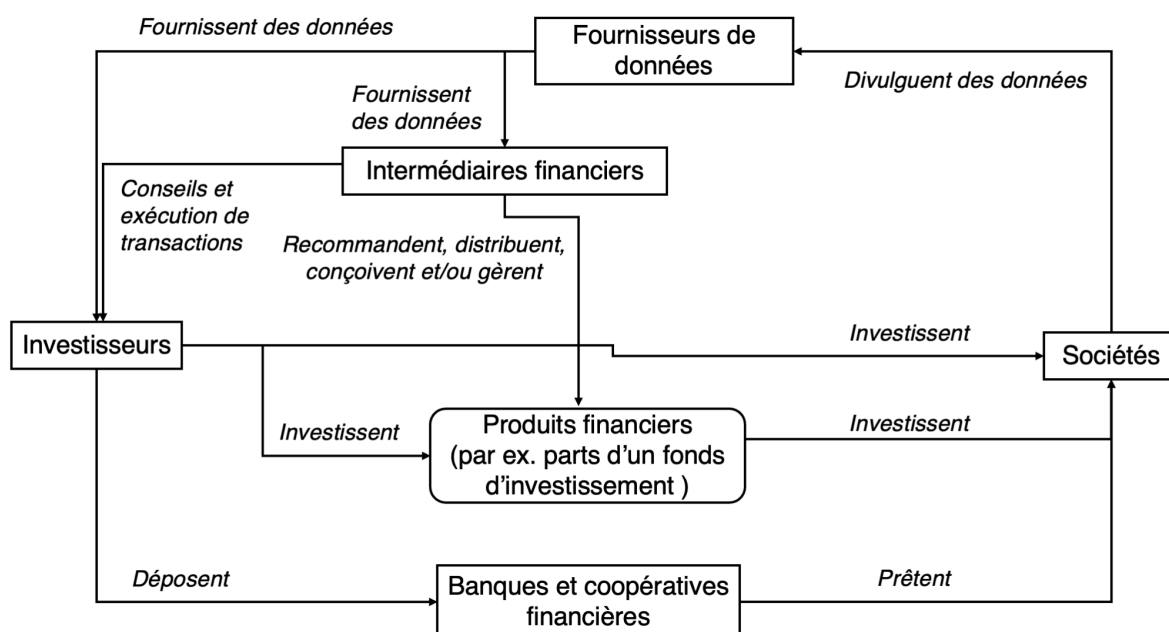
⁴⁶ Principes pour l'investissement responsable (sans date).



- Lors de la COP21 à Glasgow, plus de 160 entreprises du secteur financier représentant plus de 70 000 milliards de dollars d'actifs se sont engagées à atteindre la carboneutralité d'ici 2050 dans le cadre de l'Alliance financière de Glasgow pour le net zéro (**GFANZ**), y compris les six plus grandes banques du Canada.⁴⁷

Le rôle du secteur financier dans la lutte contre la crise environnementale a également été reconnu dans les accords internationaux sur l'environnement. Par exemple, en 2015, l'Accord de Paris a appelé à rendre « les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de GES et résilient aux changements climatiques ».⁴⁸ De même, à l'automne 2023, l'accord de Kunming-Montréal a fixé l'objectif d'aligner tous les flux financiers sur les objectifs de l'accord, qui comprennent la protection d'au moins 30 % des écosystèmes de la planète.⁴⁹

Schéma 1 – Relations entre les principaux acteurs privés du secteur financier



Le secteur financier joue un rôle important dans l'allocation des ressources à travers l'économie, ce qui peut avoir des implications environnementales significatives.⁵⁰ En prêtant, en investissant et en fournissant une couverture d'assurance aux entreprises, les acteurs

⁴⁷ BMO Groupe financier (2021).

⁴⁸ Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques (2015). Ces engagements visent à combler les déficits de financement pour les changements climatiques et la biodiversité au niveau mondial, qui sont respectivement estimés à 2 400 milliards de dollars et 700 milliards de dollars américains par an. Voir : Programme des Nations unies pour l'environnement (2023) ; Kaplan (2023).

⁴⁹ Convention sur la diversité biologique (2022).

⁵⁰ Sans services financiers, les entreprises ne peuvent pas obtenir de couverture d'assurance pour leurs usines, payer leurs travailleurs-euses et leurs fournisseurs, emprunter des fonds et lever des capitaux pour développer leurs activités.



financier-es peuvent contribuer à limiter l'expansion des activités nuisibles à l'environnement et soutenir le développement d'une société bas carbone, résiliente et inclusive.

Les initiatives environnementales volontaires peuvent également être alignées avec les intérêts des acteur-trices financier-es, qui peuvent s'appuyer sur elles pour :

- **Atténuer leur exposition aux risques financiers.** Les acteur-trices financier-es peuvent vouloir atténuer leur exposition aux risques environnementaux et assurer la viabilité à long terme de leurs actifs financiers. Par exemple, une augmentation de la fréquence et de l'ampleur des inondations et des feux de forêt peut entraîner une hausse des indemnités versées par les assureurs; une réglementation environnementale plus stricte peut entraîner une baisse de la valeur des actifs des fonds de pension et des gestionnaires d'actifs; et l'évolution des préférences des consommateur-trices en faveur de produits plus durables peut entraîner des problèmes de liquidité pour les entreprises et leurs prêteurs.
- **Profiter des opportunités financières.** Les acteur-trices financier-es peuvent vouloir saisir les opportunités financières découlant de la transition environnementale. Par exemple, les investisseur-euses peuvent vouloir investir dans des actifs liés aux énergies renouvelables en espérant que leur valeur augmentera au fur et à mesure que le monde se décarbonise. De même, les émetteurs de produits financiers « verts » peuvent chercher à bénéficier de la prime de taux d'intérêt potentielle, ou « greenium », à laquelle ces produits peuvent parfois être émis.
- **Signaler leur bilan environnemental positif aux parties prenantes.** Les acteur-trices financier-es peuvent vouloir signaler leurs bonnes performances environnementales à leurs parties prenantes, telles que les employé-es, les régulateurs et la société civile. Par exemple, une banque peut s'attendre à ce que des employé-es soucieux-ses de l'environnement soient plus enclins à travailler s'ils et elles pensent que leur employeur contribue à résoudre les problèmes environnementaux.⁵¹ De même, un gestionnaire d'investissement peut se fixer de manière proactive des objectifs climatiques volontaires afin de prévenir l'imposition de politiques environnementales obligatoires par les régulateurs.
- **Différencier leur offre.** Les acteur-trices financier-es peuvent vouloir proposer des produits financiers différenciés, adaptés aux besoins des investisseur-euses soucieux-ses de l'environnement. Par exemple, un gestionnaire de fonds d'investissement peut créer un fonds d'investissement consacré aux technologies propres pour attirer les investisseur-euses qui souhaitent avoir un impact sur les changements climatiques par le biais de leurs choix d'investissement.

La mobilisation des acteur-trices financier-es en faveur de la réalisation d'objectifs environnementaux et le développement de produits FDISR ont entraîné une prolifération des déclarations environnementales dans le secteur financier.

⁵¹ Sur ce sujet, voir : Robertson et al. (2023).



Certaines de ces allégations portent sur les performances environnementales d'**entités**, telles que l'engagement d'un émetteur assujéti à atteindre la carboneutralité ou le rapport de développement durable d'une banque qui décrit ses activités de financement durable. D'autres allégations portent sur la performance environnementale de **produits**, comme le contenu du prospectus d'un fonds d'investissement « vert » ou « ESG ». Enfin, certaines allégations sont faites dans le contexte de **services d'investissement**, comme la fourniture de conseils sur les produits FDISR par un-e conseiller-e financier-e, ou l'agrégation de données FDISR dans des notations par des fournisseurs d'informations financières.

Si plusieurs de ces déclarations sont faites volontairement, certaines relèvent de régimes de divulgation obligatoire (voir encadré 4 et encadré 8) et doivent respecter des exigences particulières en matière de contenu et de format. Par exemple, depuis le budget 2021, les sociétés d'État fédérales sont censées publier des informations relatives au climat qui répondent aux exigences du groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (**GIFCC**).⁵²

La section suivante examine comment les lois fédérales et provinciales s'appliquent à chacune de ces trois catégories de déclarations environnementales.

Encadré 2 - L'ABC de l'ESG

L'acronyme ESG fait référence aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance qui peuvent être utilisés pour mesurer la performance environnementale, sociale et de gouvernance d'une organisation ou d'un actif. À titre d'exemple, les ACVM fournissent la liste non exhaustive suivante de critères ESG dans leur *Avis du personnel (révisé) 81-334 - Information sur les fonds d'investissement ESG*⁵³ (**AP 81-334**).

Tableau 1 : Liste non exhaustive des facteurs ESG des ACVM

Facteurs environnementaux	Facteurs sociaux	Facteurs de gouvernance
Pollution de l'air et de l'eau	Relations avec les collectivités	Structure du comité d'audit
Biodiversité	Protection des données et de la vie privée	Diversité au sein du conseil d'administration
Changement climatique et émissions de carbone	Diversité	Corruption
Déforestation	Mobilisation du personnel	Rémunération de la haute direction
Efficacité énergétique	Droits humains	Lobbyisme
Gestion des déchets	Inclusion des peuples autochtones et réconciliation	Contributions politiques

⁵² Gouvernement du Canada (2021a).

⁵³ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a).



Rareté de l'eau	Normes du travail	Programmes de dénonciation
-----------------	-------------------	----------------------------

Il n'existe pas de liste définitive ou officielle des facteurs ESG pertinents au Canada, car les investisseur-euses sont libres de décider des critères importants pour leurs besoins et de la manière de les mesurer. Par exemple, un investisseur peut considérer que l'empreinte carbone d'une entreprise est une mesure financière pertinente et importante pour évaluer son exposition aux risques ESG, mais ne considérer comme financièrement importantes que les émissions de portée 1 de l'entreprise, même si elles ne représentent qu'une petite partie de l'empreinte carbone totale de l'entreprise.⁵⁴

L'absence de définition commune de l'ESG a semé la confusion chez les investisseur-euses et suscité plusieurs controverses autour de son utilisation.⁵⁵ Par exemple, l'une des idées fausses les plus répandues concernant l'intégration des facteurs ESG dans le processus d'investissement est qu'il s'agit d'un indicateur de « durabilité ». En fait, l'étiquetage d'un actif comme « ESG » peut simplement signifier que les facteurs ESG ont été utilisés pour évaluer son profil de risque, sans fournir d'indication sur les impacts environnementaux et sociaux de l'actif.⁵⁶ Par exemple, un actif considéré « ESG » peut causer des dommages environnementaux importants, comme la construction d'une usine de batteries pour véhicules électriques dans un écosystème fragile, ou le développement d'un projet d'énergie renouvelable qui contrevient aux droits des peuples autochtones concernés. De même, un actif associé à un impact environnemental positif peut tout de même être exposé à des risques ESG significatifs, comme une ferme solaire exposée à un risque d'inondation. Les données ESG sont abordées plus en détail dans la sous-section 4.2.2.

Tableau 2 : Quand les parties prenantes qualifient-elles un actif d' « ESG » ?

	Faible exposition aux risques environnementaux	Forte exposition aux risques environnementaux
Impact positif sur l'environnement	Pourrait être qualifiée d' « ESG » en fonction de son impact	Pourrait être qualifiée d'« ESG » sur la base de son impact et de son profil de risque.
Impact négatif sur l'environnement	Pourrait être qualifié d' « ESG » en fonction de son profil de risque	Peu susceptible d'être qualifié « ESG »

En 2023, un mouvement politique « anti-ESG » est apparu aux États-Unis, donnant lieu à des menaces de poursuites en droit de la concurrence, à des législations anti-boycott et à des législations anti-ESG.⁵⁷ Les partisan-es de ce mouvement soutiennent, entre autres, que les institutions financières collaborent illégalement entre elles pour fixer des normes de durabilité (ce

⁵⁴ Pour une définition des émissions de portée 1, 2 et 3, voir le rapport 2022 du CQDE sur l'écoblanchiment climatique. Voir Beaulieu et Bishai (2022).

⁵⁵ Fichtner et al. (2023). Voir également l'Autorité des marchés financiers (2022) à la page 13.

⁵⁶ Kishan (2020), cité par Fichtner et al. (2023).

⁵⁷ Goodlett et al. (2023). Sur les menaces anti-ESG à l'encontre des conseiller-es en procuration, voir Hallez (2023).



qui peut conduire à l'exclusion de certains actifs de leurs portefeuilles) et qu'elles manquent à leurs obligations fiduciaires de maximiser les rendements financiers ajustés au risque.⁵⁸ Parmi les mesures introduites dans le cadre de ce mouvement figurent des lois empêchant les investisseurs publics, tels que les fonds de pension des États, de faire des affaires avec des fonds d'investissement ESG qui boycottent certaines industries, comme les producteurs de combustibles fossiles.⁵⁹ Jusqu'à présent, le mouvement anti-ESG s'est limité aux États-Unis.

Par ailleurs, certaines parties prenantes ont proposé d'étendre l'acronyme ESG en ESGA, la lettre « A » signifiant « Autochtone ». Par exemple, dans une lettre adressée aux ACVM en 2021, un groupe d'organisations autochtones canadiennes a critiqué le fait que certains des principaux projets de normes ESG élaborés à l'échelle internationale n'incluent pas les principes de réconciliation avec les peuples autochtones. Dans leur lettre, ils ont demandé que les futures normes canadiennes ESG soient élaborées en consultation avec les peuples autochtones.⁶⁰ Depuis lors, certains cadres internationaux d'information sur le développement durable, comme le groupe de travail sur la divulgation financière liée à la nature, ont commencé à intégrer des réflexions sur les enjeux autochtones dans leurs lignes directrices sur la divulgation.⁶¹

Encadré 3 – Taille du segment FDISR au Canada

Étant donné l'absence de définitions universelles de catégories telles que « finance durable » ou « investissement responsable », les estimations sur la taille du segment FDISR varient. Selon les estimations de l'Association pour l'investissement responsable, les actifs canadiens sous gestion en matière d'investissement responsable ont connu une forte croissance entre 2006 (460 milliards de dollars) et 2019 (3 166 milliards de dollars), mais ont connu une légère baisse entre 2020 et 2022 (2 931 milliards de dollars).⁶² En 2022, la part de marché de ces actifs en pourcentage de l'ensemble des actifs canadiens gérés par des professionnels était estimée à 49 %, selon la méthodologie de l'Association pour l'investissement responsable.⁶³

⁵⁸ Idem.

⁵⁹ Idem.

⁶⁰ Conseil de gestion financière des Premières Nations et al. (2021).

⁶¹ Groupe de travail sur la divulgation financière liée à la nature (2023).

⁶² Association pour l'investissement responsable (2023). Ellmen (2023) explique ce déclin par le durcissement global des définitions des cadres d'investissement ESG et un changement dans les pratiques de reporting de certains gestionnaires d'actifs.

⁶³ Idem.



4. Les déclarations environnementales dans le secteur financier

4.1. Déclarations au niveau de l'entité

Les déclarations au niveau de l'entité sont des déclarations environnementales faites par les institutions financières et les entreprises cotées en bourse sur leur propre performance environnementale. Il peut s'agir de déclarations sur les thèmes de durabilité suivants : ⁶⁴

- **Mesures, actions, résultats et risques** : Les entités peuvent rendre compte de leurs performances environnementales en utilisant des indicateurs environnementaux, tels que les émissions de gaz à effet de serre (**GES**), l'utilisation des ressources, l'impact sur la biodiversité, etc. Les organisations peuvent également décrire leurs actions et projets en cours en matière d'environnement. En outre, elles peuvent rendre compte de leur exposition aux risques et opportunités environnementaux à l'aide d'indicateurs qualitatifs et quantitatifs.
- **Stratégie, objectifs et gouvernance** : Les entités peuvent communiquer sur leur stratégie d'amélioration de leur performance environnementale et faire des déclarations prospectives sur leurs objectifs, comme la publication d'un plan de transition climatique et la fixation d'objectifs de consommation carboneutre. Elles peuvent également expliquer comment elles prévoient s'engager auprès de leurs parties prenantes pour encourager l'adoption de pratiques plus durables, discuter de leurs politiques d'investissement et indiquer leur participation à des initiatives sectorielles, telles que les PRI de l'ONU. En outre, les organisations peuvent expliquer les mécanismes de gouvernance mis en place pour mettre en œuvre leur stratégie environnementale, tels que l'attribution de responsabilités spécifiques aux membres du conseil d'administration ou à la direction générale.
- **Ressources et expertise** : Les entités peuvent communiquer sur leur capacité à offrir certains services ayant une composante environnementale, tels que leur expertise en matière de conseils en investissement ESG.

Les déclarations au niveau de l'entité peuvent être trouvées dans :

- **Les communications obligatoires**, telles que le rapport annuel d'une banque ou la notice annuelle (**NA**) d'un émetteur assujéti. Comme nous le verrons plus loin, certaines de ces communications obligatoires sont légalement tenues d'inclure des informations environnementales spécifiques. Toutefois, les entités peuvent également y inclure des déclarations environnementales supplémentaires et volontaires.
- **Les communications volontaires**, telles qu'une page web consacrée à la durabilité, un rapport annuel sur l'investissement responsable ou le développement durable, une

⁶⁴ Autorité européenne des marchés financiers (2023).



présentation aux investisseur-euses ou du matériel promotionnel tel que des publicités et des brochures marketing.

Les sous-sections suivantes examinent les cadres juridiques applicables aux plaintes environnementales déposées par des acteur-trices spécifiques du secteur financier.



4.1.1. Émetteurs assujettis

a) Description du segment

Selon la définition de la LVM, un émetteur assujetti est une entité qui a « fait appel publiquement à l'épargne », par exemple en émettant des titres pour négociation en bourse (LVM, art. 68). Les valeurs mobilières sont des actifs financiers qui peuvent être échangés sur les marchés financiers, tels que les actions, les obligations, les parts sociales des entités constituées en personne morale ainsi que les droits et les bons de souscription (LVM, art. 1). Le Québec compte environ 1 200 émetteurs assujettis (à l'exclusion des fonds d'investissement), dont un grand nombre sont actifs dans le secteur des ressources naturelles.⁶⁵ La plupart des émetteurs assujettis canadiens sont des entités émergentes relativement petites, et plusieurs d'entre eux font l'objet d'une cotation croisée sur les marchés boursiers américains.

b) Le cadre juridique

i. Informations à fournir dans le prospectus avant l'émission

En vertu de la LVM, les émetteurs qui souhaitent distribuer des titres au public doivent, à moins qu'une dispense ne s'applique, préparer un prospectus qui fournit des informations détaillées sur leur situation financière, leurs activités et leur gouvernance afin de permettre aux investisseur-euses potentiel-les de prendre des décisions d'investissement éclairées (LVM, art. 11).⁶⁶ Les prospectus sont soumis à l'examen et à l'approbation de l'AMF, qui peut délivrer un « visa » à l'émetteur (LVM, art. 11, art. 14). La LVM exige que les émetteurs fournissent dans leur prospectus « de façon complète, véridique et claire, tout fait important relatif à un titre émis ou qui fait l'objet du placement » (LVM, art. 13). Comme indiqué dans l'annexe 41-101A1 - *Information à fournir dans le prospectus*, la matérialité est une question de jugement dans chaque cas particulier et il convient de l'apprécier par rapport à la significativité d'un élément d'information pour les investisseurs, les analystes et les autres utilisateurs de l'information.⁶⁷

Le R 41-101 et l'annexe correspondante⁶⁸ identifient explicitement les informations importantes qu'un prospectus doit contenir au minimum, telles qu'une description de l'activité de

⁶⁵ Autorité des marchés financiers (2024b).

⁶⁶ Sauf si une dérogation s'applique. Pour plus d'informations sur les dispenses de prospectus, voir Kravitz et Roy (2010).

⁶⁷ Comme indiqué dans le règlement, « un élément ou un ensemble d'éléments d'information est important s'il est vraisemblable que son omission ou son inexactitude aurait comme conséquence d'influencer ou de modifier une décision d'investissement dans les titres de l'émetteur ». Pour déterminer si une information est importante, « il faut tenir compte de facteurs tant quantitatifs que qualitatifs. L'importance relative possible d'un élément doit s'apprécier individuellement plutôt que sur le solde net, si l'élément a un effet compensateur ».

⁶⁸ Voir l'annexe 41-101A1 - *Obligations générales relatives au prospectus*.



l'émetteur, une description de l'utilisation prévue par l'émetteur du produit (c'est-à-dire les recettes) généré par le placement de titres, un rapport de gestion⁶⁹ (**RG**) et les facteurs de risque auxquels l'émetteur est confronté, y compris les risques environnementaux et les contraintes réglementaires.

Ces exigences peuvent amener les émetteurs à publier des informations financières importantes liées à leurs performances environnementales. Par exemple, l'annexe 41-101A1 - *Obligations générales relatives au prospectus* adoptée dans le cadre du R 41-101 indique expressément qu'un émetteur doit divulguer les « politiques sociales ou environnementales qu'il a mises en œuvre et qui sont fondamentales pour ses activités » et les mesures prises pour les mettre en œuvre.

ii. Informations réglementaires postérieures à l'émission

Une fois qu'ils ont commencé à distribuer leurs titres au public, les émetteurs assujettis sont tenus de communiquer périodiquement à l'AMF des informations sur leurs activités et leurs affaires internes (LVM, articles 68 et 73). Comme le prévoit le règlement 51-102, ces documents d'information continue (**Documents IC**) comprennent les états financiers annuels et intermédiaires de l'émetteur assujetti, la NA⁷⁰, le RG et les Déclarations de changement important⁷¹ (**DCI**).⁷² Comme pour le prospectus, l'objectif de ces documents est de fournir aux investisseurs des informations importantes susceptibles d'influencer leur décision d'investir dans un actif, par exemple sur l'activité de l'entreprise, ses produits et son exposition à certains risques. Les informations qui ne sont pas des informations importantes peuvent toutefois être divulguées par les émetteurs assujettis sur une base volontaire.

⁶⁹ Comme décrit dans l'annexe 51-102A1 - *Rapport de gestion*, le RG « explique du point de vue de la direction les résultats que la société a obtenus au cours de la période visée par les états financiers ainsi que sa situation financière et ses perspectives d'avenir ».

⁷⁰ Comme indiqué dans l'annexe 51-102A2 - *Notice annuelle*, la notice annuelle est un « document qui donne de l'information importante sur la société et ses activités à un moment donné, dans le contexte de son développement passé et de ses possibilités de développement futur (...) Elle décrit la société, ses activités, ses perspectives d'avenir, les risques auxquels elle s'expose et les autres facteurs externes qui ont une incidence particulière sur elle. Cette information est complétée au fil de l'exercice par le dépôt d'autres documents d'information, notamment des communiqués, des déclarations de changement important, des déclarations d'acquisition d'entreprise, des états financiers et des rapports de gestion. ». La notice annuelle n'est requise que pour les entreprises qui souhaitent utiliser un prospectus simplifié.

⁷¹ Comme l'indique le R 51-102 à l'article 7.1(1), « Lorsque survient un changement important dans ses affaires, l'émetteur assujetti: a) publie et dépose sans délai un communiqué autorisé par un membre de la haute direction et exposant la nature et la substance du changement; et b) dépose une déclaration établie selon l'annexe 51-102A3 - *Déclaration de changement important*, le plus tôt possible, mais au plus tard 10 jours après la date à laquelle survient le changement. » L'article 1.1 du R 51-102 définit le changement important comme « a) soit un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur assujetti, dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet significatif sur le cours ou la valeur de l'un ou l'autre des titres de l'émetteur assujetti; b) soit une décision du conseil d'administration de mettre en œuvre un changement visé au paragraphe a, ou une décision à cet effet de la haute direction de l'émetteur assujetti s'il est probable que cette décision soit confirmée par le conseil d'administration ».

⁷² Outre ces documents, le R 51-102 mentionne également les déclarations d'acquisition d'entreprise, qui doivent être déposées dans le cadre d'acquisitions importantes réalisées par des émetteurs assujettis, ainsi que la déclaration de la rémunération des membres de la haute direction. Les articles 11.1 et 12.1-12.2 du règlement 51-102 prévoient également des obligations d'information supplémentaires, telles que le dépôt des contrats importants.



Pour déterminer si une information est importante, l'annexe 51-102A2 - *Notice annuelle* indique, à la partie 1, paragraphe (f), que les émetteurs assujettis peuvent se poser les questions suivantes : « La décision d'un investisseur raisonnable d'acheter, de vendre ou de conserver des titres de la société serait-elle différente si l'information en question était passée sous silence ou formulée de façon incorrecte? Dans l'affirmative, l'information est sûrement importante »

Comme le R 41-101, le R 51-102 mentionne expressément l'obligation pour les émetteurs assujettis de fournir des informations sur certaines questions environnementales.⁷³ Par exemple, la notice annuelle d'un émetteur doit inclure une description de « l'incidence financière et opérationnelle des exigences en matière de protection de l'environnement sur les dépenses en immobilisations, le résultat net et la position concurrentielle de la société pendant l'exercice en cours ainsi que leur incidence prévue sur les exercices futurs ». ⁷⁴ Des exigences similaires s'appliquent au RG. ⁷⁵

Comme dans le prospectus, les Documents IC peuvent devoir inclure des informations environnementales importantes, même si elles ne sont pas spécifiquement identifiées comme telles dans le règlement.⁷⁶ Par exemple, l'annexe 41-102A2 exige des émetteurs assujettis qu'ils indiquent, dans leur notice annuelle, les facteurs de risque importants auxquels l'émetteur et son activité sont confrontés. Il peut s'agir, par exemple, d'informations importantes sur l'exposition de l'émetteur aux changements climatiques ou sur l'impact d'une réglementation plus stricte en matière de tarification du carbone sur ses activités.⁷⁷ De même, l'annexe 51-102A1 exige des émetteurs assujettis qu'ils incluent dans leur RG des informations sur leurs performances globales, telles que des informations sur les « changements d'habitudes d'achat chez les clients » ou sur les « les progrès accomplis relativement aux jalons précédemment annoncés ». Il peut s'agir, par exemple, d'informations

⁷³ Toutefois, la LVM n'exige pas de l'émetteur assujetti qu'il indique l'impact de ses activités sur l'environnement - une approche communément appelée « matérialité unique », par opposition à l'approche de « double matérialité », qui consiste à indiquer à la fois l'impact de l'environnement sur les activités de l'entreprise et l'impact des activités de l'entreprise sur l'environnement.

⁷⁴ Voir l'annexe 51-102A2 - *Notice annuelle*. En outre, l'émetteur doit, le cas échéant « décrire les politiques sociales ou environnementales que la société a mises en œuvre et qui sont fondamentales pour ses activités, comme les politiques régissant ses relations avec l'environnement ou les collectivités où elle est présente, ou les politiques en matière de droits de la personne, ainsi que les mesures prises pour les mettre en œuvre. » .. De même, l'émetteur doit identifier dans la notice annuelle les risques environnementaux, les contraintes réglementaires, les conditions économiques ou politiques susceptibles d'« influencer sur la décision d'un investisseur d'acquérir des titres de la société ». Les procédures judiciaires et les mesures réglementaires importantes - qui peuvent être liées à des questions environnementales - doivent également être indiquées. Voir la rubrique 12 de l'annexe t 51-102A2 - *Notice annuelle*. En outre, les sociétés ayant des projets miniers sont soumises à des obligations d'information supplémentaires en ce qui concerne les responsabilités environnementales et les autorisations, ainsi que les informations raisonnablement disponibles sur les facteurs environnementaux et sociaux liés au projet. Voir l'annexe 51-102A2 - *Notice annuelle*, point 5.4.

⁷⁵ Par exemple, « pour les émetteurs ayant des projets significatifs qui n'ont pas encore généré de produits », le RG doit aborder « tout facteur ayant influé sur la valeur du ou des projets, comme un changement du cours des marchandises, l'utilisation des terrains ou des problèmes d'ordre politique ou environnemental ». Voir le point 1.4 de l'annexe 51-102A1 - *Rapport de gestion*.

⁷⁶ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2018), page 5-6.

⁷⁷ Idem.



sur l'augmentation de la demande des consommateur-trices pour des produits bas carbone ou sur les progrès réalisés par l'émetteur en ce qui concerne ses objectifs climatiques.⁷⁸

Les ACVM ont publié deux avis du personnel (**AP**) sur l'obligation des émetteurs assujettis de fournir des informations importantes sur les questions environnementales dans leurs documents IC. Ces avis complètent l'*Instruction générale 51-201 relative aux lignes directrices en matière de communication de l'information*, qui fournit des orientations générales sur les meilleures pratiques en matière d'information pour les émetteurs assujettis. Ils complètent également l'*Instruction générale 51-330 - Indications sur l'application des obligations relatives à l'information prospective prévues par le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, qui fournit des orientations spécifiques sur la divulgation d'informations prospectives.⁷⁹ Bien que ces avis ne créent pas de nouvelles obligations légales, ils donnent un aperçu utile des attentes des ACVM concernant la divulgation d'information environnementale par les émetteurs assujettis.

- **Avis 51-333 du personnel des ACVM - Indications en matière d'information environnementale (AP 51-333)**⁸⁰ : Publié en 2010, cet avis fournit des orientations sur l'application des obligations d'information continue existantes de la LVM aux questions environnementales, telles que la qualité de l'air, l'utilisation des sols, la gestion de l'eau et l'élimination des déchets. L'AP 51-333 identifie cinq catégories d'enjeux environnementaux pouvant faire l'objet d'une information : (i) les risques environnementaux⁸¹, (ii) les tendances et incertitudes, (iii) les obligations environnementales, (iv) les obligations liées à la mise hors service d'immobilisations, et (v) les incidences financières et opérationnelles des exigences en matière de protection de l'environnement. Les orientations donnent des exemples de questions susceptibles d'aider les émetteurs à déterminer ce qu'il convient d'inclure dans leurs Documents IC⁸². Elles contiennent également des orientations sur les informations relatives à la surveillance et à la gestion des risques, ainsi que des exemples de divulgation d'informations sur l'environnement.
- **Avis 51-358 du personnel des ACVM - Informations sur les risques liés au changement climatique (AP 51-358)**⁸³ : Publié en 2019, cet avis fait suite à une étude de 2018 dans laquelle les ACVM ont constaté que l'information relative aux changements climatiques communiquée par les émetteurs manquait d'exhaustivité, de cohérence et de

⁷⁸ Voir le point 1.5 du *règlement 51-102F1 - Rapport de gestion*.

⁷⁹ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2002 ; 2009).

⁸⁰ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2010).

⁸¹ Les risques comprennent les risques de litiges, les risques physiques, les risques réglementaires, les risques réputationnels et les risques liés au modèle d'entreprise. Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2010).

⁸² Par exemple, en ce qui concerne les risques physiques, un émetteur assujetti peut se poser les questions suivantes : « De quelle manière l'émetteur est-il susceptible de subir les risques physiques découlant d'aspects environnementaux tels que les répercussions de la contamination industrielle, des modifications des cycles météorologiques et la disponibilité de l'eau? » et « Quelles stratégies de gestion, d'adaptation et d'atténuation des risques l'émetteur a-t-il adoptées ou prévoit-il adopter prochainement? Quels en sont les coûts prévus? ». Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2010), pages 9-12.

⁸³ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2019).



comparabilité.⁸⁴ S'appuyant sur l'avis AP 51-333, l'avis AP 51-358 décrit (i) les responsabilités du conseil d'administration et de la direction de l'émetteur en ce qui concerne la planification stratégique, l'examen et l'approbation de l'information relative aux changements climatiques ; (ii) les meilleures pratiques en matière de communication relative aux changements climatiques, comme éviter les déclarations vagues ou passe-partout ; (iii) comment déterminer si un risque particulier lié aux changements climatiques est important et doit être communiqué ; (iv) où communiquer ces risques (c.-à-d dans la NA et le RG) ; et v) les principales catégories de risques physiques⁸⁵ et de transition⁸⁶ liés aux changements climatiques, ainsi que les questions permettant d'évaluer leur importance relative.⁸⁷ Les orientations précisent également que les informations volontaires incluses dans les Documents IC ou d'autres publications volontaires (comme un rapport sur le développement durable publié sur le site web de l'émetteur) ne doivent pas « omettre ou présenter de façon inexacte de l'information importante ».

iii. Sanctions en cas de divulgation insuffisante⁸⁸

La communication par un émetteur assujetti d'informations fausses, trompeuses ou sans preuve suffisante dans un prospectus ou des Documents IC peut avoir de graves conséquences pour l'émetteur, ses dirigeant-es, ses administrateur-trices et ses salarié-es.⁸⁹

⁸⁴ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2018). L'étude a également révélé que les émetteurs publiaient peu d'informations quantitatives sur les risques liés aux changements climatiques et qu'ils étaient libres de faire des déclarations sélectives dans le cadre des déclarations volontaires. L'étude comprenait un examen des Documents IC et des déclarations volontaires de 78 émetteurs, un sondage auprès de tous les émetteurs cotés à la Bourse de Toronto et 50 consultations avec des parties prenantes. L'étude n'a pas conduit les ACVM à demander aux émetteurs de déposer à nouveau leurs documents, de les corriger et de les re-déposer ou de prendre des mesures correctives. Cependant, les ACVM ont « constaté des variations dans les pratiques de divulgation et des possibilités d'amélioration dans la divulgation de plusieurs émetteurs ». Par exemple, les ACVM ont constaté que 44 % des émetteurs examinés fournissaient une « information [relative aux changements climatiques] passe-partout ou pas d'information du tout » dans leurs Documents IC. Lorsque les ACVM ont demandé aux émetteurs d'expliquer pourquoi ils avaient omis ces informations, « leur principale explication a été qu'ils ne communiquaient ces informations que dans la mesure où elles avaient été jugées importantes, et que d'autres informations avaient été omises parce qu'ils avaient conclu qu'elles n'étaient pas importantes ». De nombreux répondants à l'enquête des ACVM ont également indiqué que l'incertitude associée au calendrier et à la mesure des risques liés aux changements climatiques rendait leurs évaluations de la matérialité difficiles. La grande majorité des utilisateur-trices de l'information sur les changements climatiques consultés par les ACVM ont indiqué que la qualité de cette information fournie par les émetteurs devait être améliorée.

⁸⁵ Par exemple, l'exposition à des événements météorologiques extrêmes.

⁸⁶ Comme indiqué dans l'AP 51-358, il s'agit des risques réputationnels, de marché, réglementaires, politiques, juridiques et technologiques. Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2019).

⁸⁷ Par exemple : « Quelle est l'exposition de l'émetteur à la limitation réglementaire des émissions? De quelle manière la géographie des activités d'exploitation de l'émetteur entre en ligne de compte dans cette analyse? » Voir Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2019), page 15.

⁸⁸ Une description complète de ces sanctions dépasse le cadre du présent rapport. Pour un examen approfondi des obligations de divulgation d'informations de la LVM et des sanctions potentielles en cas de non-conformité dans le cadre des divulgations liées aux changements climatiques, voir Coiteux et al. (2023).

⁸⁹ L'article 208 de la LVM établit également un régime de responsabilité pour les personnes qui aident une personne à commettre une infraction ou qui, par incitation, conseillent, ordonnent ou incitent une personne à commettre une infraction.



Par exemple, cela peut conduire à :

- **Un rejet du prospectus** : L'AMF refuse de délivrer un visa si elle estime que le prospectus contient « une déclaration, une promesse, une estimation ou de l'information prospective de nature à induire en erreur, y compris par omission pure et simple, ou contient de l'information fausse ou trompeuse » (*LVM*, art. 15).⁹⁰
- **Des demandes de reformulation et de nouveau dépôt** : En 2002, l'AMF a mis en place un programme d'examen de l'information continue (**PEIC**) pour contrôler la conformité des émetteurs assujettis aux exigences de la *LVM* en matière d'information continue.⁹¹ Dans le cadre de ce programme, l'AMF peut communiquer aux émetteurs des recommandations et des observations sur les lacunes en matière d'information, et assurer un suivi pour veiller à ce que les émetteurs les corrigent de manière appropriée et en temps voulu.⁹² Si l'AMF détecte des lacunes ou des erreurs importantes, elle peut exiger des émetteurs (i) qu'ils reformulent et déposent à nouveau leurs documents d'information continue et (ii) qu'ils publient un communiqué de presse expliquant la correction apportée.⁹³
- **Une ordonnance de cessation d'activité, injonction et autres mesures d'intérêt public** : L'article 265 de la *LVM* permet à l'AMF, lorsqu'un émetteur assujetti ne respecte pas ses obligations d'information réglementaire, d'« ordonner à une personne de cesser toute activité à l'égard d'une opération sur titres ». L'AMF peut également demander une injonction à la Cour supérieure pour toute question relative à la *LVM* (art. 268). De plus, l'AMF peut demander au Tribunal administratif des marchés financiers (**TAMF**) de rendre une ordonnance à l'encontre d'une personne qui n'a pas respecté les exigences de la *LVM* (art. 262.1). L'ordonnance peut obliger la personne à se conformer à la loi ou aux décisions de l'AMF, à annuler toute transaction relativement à des opérations sur valeurs mobilières et à rembourser au détenteur de valeurs mobilières les sommes qu'il a payées pour ces dernières.
- **Des sanctions administratives** : La *LVM* permet à l'AMF d'imposer une sanction administrative pécuniaire (**SAP**) d'un montant maximal de 2 millions de dollars pour chaque contravention (directe ou par aide, pour un acte ou pour une omission) à la *LVM* ou aux règlements connexes (*LVM*, art. 273.1), en plus du paiement des frais d'inspection ou liés à l'enquête de l'AMF (*LVM*, art. 273.2).
- **Des sanctions pénales** : La *LVM* contient plusieurs dispositions pénales qui interdisent les pratiques de communication trompeuses des émetteurs. Par exemple, en vertu de la *LVM*, constitue une infraction le fait de :
 - o Ne pas fournir les renseignements ou documents obligatoires dans les délais prescrits (*LVM* art.195(3)).

⁹⁰ Dans le cadre d'un placement de valeurs mobilières, les émetteurs peuvent utiliser, en plus de leur prospectus, certains documents publicitaires. Toutefois, ils doivent présenter l'information contenue dans le prospectus « sans la déformer par sélection ou par addition de déclarations susceptibles d'induire en erreur » (*LVM* art.16(3)).

⁹¹ Autorité des marchés financiers (sans date a).

⁹² Idem.

⁹³ Idem.



- o Fournir de faux documents ou de faux renseignements à l'AMF (*LVM* art.195(6)).
- o Influencer ou tenter d'influencer « le cours ou la valeur des titres par des pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses » (*LVM* art.195.2).
- o Faire une présentation inexacte des faits dans un prospectus ou des documents IC (*LVM* art.196 et par.196(5)).⁹⁴ La *LVM* définit le terme « information fausse ou trompeuse » comme « toute information de nature à induire en erreur sur un fait important, de même que l'omission pure et simple d'un fait important » (art.5), c'est-à-dire un fait avec « un effet appréciable sur le cours ou la valeur de l'un des titres de l'émetteur » (art.5).
- o Fait une fausse déclaration, d'une manière autre que celle décrite à l'article 196, dans le cadre d'une transaction sur un titre.⁹⁵

Une violation de l'article 195 par une personne morale peut entraîner une amende pouvant aller jusqu'à 200 000 \$ ou quatre fois le profit réalisé grâce à la contravention, selon le montant le plus élevé (*LVM*, art.202). De même, une violation des articles 195.2 et 196 par une personne morale peut entraîner une amende pouvant aller jusqu'à 5 millions de dollars, quatre fois le profit réalisé ou un cinquième des fonds investis, selon le montant le plus élevé (*LVM*, art. 204.1).⁹⁶

Les violations de la *LVM* peuvent être identifiées à la suite d'une enquête de l'AMF, qui peut résulter d'observations faites dans le cadre du PEIC de l'agence. Les enquêtes peuvent également être déclenchées par des plaintes privées d'investisseur-euses ou d'autres parties prenantes. La *LVM* confère à l'AMF des pouvoirs d'enquête étendus pour assurer le respect de la loi (*LVM*, articles 239 à 248). De plus, l'AMF a le pouvoir d'intenter directement des poursuites pénales pour des infractions à une disposition de la *LVM* (*LVM*, art. 210) et peut même demander des dommages-intérêts compensatoires et punitifs au nom d'autres personnes (*LVM*, art. 269.2).

- **Des actions civiles - marché primaire⁹⁷** : Les investisseur-euses qui ont « souscrit ou acquis des titres dans le cadre d'un placement effectué au moyen d'un prospectus contenant une information fausse ou trompeuse peuvent demander la résolution du

⁹⁴ Une définition similaire figure à l'article 197.

⁹⁵ L'article 197 s'applique également aux fausses informations fournies « à l'occasion de la sollicitation de procurations ou de l'expédition d'une circulaire à des porteurs de valeurs » (paragraphe 197(2)) et « dans un document transmis ou un registre tenu en application de la présente loi » (paragraphe 197(5)). L'article 197 comprend une définition de « fausse information » qui est similaire à celle prévue à l'article 5 de la *LVM*. Voir également Coiteux et al. (2023).

⁹⁶ De plus, l'article 205 de la *LVM* stipule que « le dirigeant, l'administrateur ou le salarié de l'auteur principal d'une infraction, y compris celui qui est rémunéré à commission, s'il autorise ou permet une infraction prévue par la présente loi, est passible des mêmes peines que l'auteur principal. ». De même, l'article 208 étend la responsabilité pénale à toute personne « par son acte ou son omission, aide quelqu'un à commettre une infraction est coupable de cette infraction comme s'il l'avait commise lui-même. ». Ces dispositions sont soumises aux mêmes mécanismes d'application que celles énumérées ci-dessus. Comme l'indique la *LVM*, « dans la détermination de la peine, le tribunal tient compte notamment du préjudice causé aux épargnants et des avantages tirés de l'infraction. ».

⁹⁷ Des mesures correctives supplémentaires peuvent être demandées en cas d'informations fausses ou trompeuses dans des informations prospectives. Voir *LVM*, art.225.0.1.



contrat ou la révision du prix » (*LVM*, art.217). Les investisseur-euses peuvent également demander des dommages-intérêts compensatoires à l'émetteur s'ils ont subi un préjudice en raison des informations fausses ou trompeuses contenues dans le prospectus de l'émetteur assujetti (*LVM*, art. 217 et 218).⁹⁸

- **Des actions civiles – marché secondaire⁹⁹** : Les investisseur-euses qui ont acquis ou cédé une valeur mobilière sur le marché secondaire et qui ont subi un préjudice à la suite d'une présentation inexacte des faits dans un « document » ou une « déclaration orale publique » de l'émetteur ou d'une personne influente¹⁰⁰ peuvent demander des dommages-intérêts compensatoires en vertu de la *LVM* (*LVM*, art.225.2-225.33). Le demandeur n'est pas tenu de prouver qu'il s'est fié à la fausse déclaration pour obtenir un dédommagement (*LVM*, art.225.12). Le terme « document » est défini de façon large et comprend (i) tout écrit déposé auprès de l'AMF, d'un gouvernement, d'une agence gouvernementale ou d'une bourse, volontairement ou non, et (ii) tout document « dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet sur le cours ou la valeur d'un titre de l'émetteur », ce qui pourrait inclure un grand nombre de documents tels que des pages Web, des communiqués de presse et des documents de marketing (*LVM*, art. 225.3).¹⁰¹ Différents régimes de responsabilité s'appliqueront selon qu'une plainte est déposée contre l'émetteur, ses administrateur-trices, ses dirigeant-es, des personnes influentes ou des expert-es qui ont contribué à la présentation inexacte des faits ; selon que la présentation inexacte des faits a été incluse dans des Documents IC ou d'autres types de documents ; et selon que la présentation inexacte des faits est liée à l'omission de divulguer un changement important.

Bien que le régime de responsabilité du marché secondaire de la *LVM* puisse théoriquement s'appliquer à un large éventail de fausses déclarations, tenter une action sur le marché secondaire peut s'avérer être une tâche complexe. Comme pour les recours collectifs en vertu du *Code de procédure civile* du Québec, les actions ne peuvent être intentées que si elles sont autorisées par un tribunal. De plus, dans certaines situations, les demandeurs devront prouver que la partie défenderesse a commis une faute lourde. La partie défenderesse pourra faire échec à une action si elle peut prouver qu'elle a agi avec diligence (*LVM*, art. 225.17-225.18) ou, en ce qui concerne les déclarations prospectives, si elle peut prouver que ces déclarations comportaient une « mise en garde suffisante », que des « facteurs ou hypothèses significatifs ont été pris en compte » et que le défendeur s'appuyait sur des « conclusions, prévisions ou projections fondées » pour faire ces

⁹⁸ La *LVM* prévoit également des recours en indemnisation contre les dirigeant-es ou administrateur-trices de l'émetteur, le courtier ou la courtière en valeurs mobilières et l'expert-e dont un avis contenait une information fausse ou trompeuse incluse dans le prospectus. Voir *LVM*, art. 218 -219.

⁹⁹ Une autre source potentielle de responsabilité juridique est le manquement à l'obligation fiduciaire. Pour plus d'informations sur cette source de responsabilité, voir : Commonwealth Climate and Law Initiative et Climate Governance Initiative (2021).

¹⁰⁰ Défini à l'article 225.3 de la *LVM* comme faisant référence, dans le cas d'un émetteur assujetti, à une « une personne participant au contrôle, un promoteur, ou un initié autre que son administrateur ou dirigeant, de même qu'un gestionnaire de fonds d'investissement lorsque l'émetteur est un fonds d'investissement ».

¹⁰¹ Stikeman Elliot LLP (2012). Voir aussi : Rousseau (2010), point 3, paragraphe 40.



déclarations (LVM, art. 225.22). Pour les actions qui aboutissent, la LVM établit des méthodes pour évaluer les dommages et les répartir entre les défendeurs.

Encadré 4 – Exigences en matière d'information sur le climat pour les émetteurs assujettis¹⁰²

En octobre 2021, les ACVM ont publié le PR 51-107, un projet de règlement visant à normaliser la communication par les émetteurs d'informations liées aux changements climatiques. Le projet vise à fournir aux investisseur-euses des informations cohérentes, comparables et utiles à la prise de décision et d'assurer l'alignement des exigences canadiennes sur les normes internationales.¹⁰³ En vertu de ce projet de règlement, les émetteurs assujettis seraient tenus de communiquer leurs émissions de GES de portée 1, 2 et 3¹⁰⁴, en utilisant la méthodologie du Protocole des GES ou une méthodologie équivalente.¹⁰⁵ Les émetteurs assujettis seraient également tenus de fournir des informations importantes sur les risques et les opportunités liés aux changements climatiques, y compris les processus de gestion de ces risques et les objectifs utilisés pour cette gestion. Ces obligations viendraient compléter les obligations d'information sur l'environnement imposées aux émetteurs assujettis en vertu du R 51-102. Le PR 51-107 est étroitement aligné sur les recommandations de la GIFCC en matière d'information sur les changements climatiques.¹⁰⁶

Les membres des ACVM ont été parmi les premières agences de valeurs mobilières au monde à proposer de réglementer spécifiquement les informations relatives aux changements climatiques. Toutefois, au 15 septembre 2024, les nouvelles exigences n'ont pas encore été adoptées, ce qui a mené plusieurs parties prenantes à exercer une pression croissante sur les ACVM pour accélérer leur mise en œuvre.¹⁰⁷

¹⁰² Sur l'efficacité de la déclaration obligatoire des émissions de carbone pour limiter les déclarations environnementales non représentatives, voir Grewal et al. (2022).

¹⁰³ Les obligations d'information liées aux changements climatiques visent à remédier à deux défaillances du marché : l'absence de pratiques d'information normalisées entre les émetteurs, qui réduit la comparabilité et la cohérence des informations mises à la disposition des investisseur-euses, et l'asymétrie d'information qui existe entre les investisseur-euses et les émetteurs assujettis, qui empêche les investisseur-euses d'évaluer correctement le profil de risque des entreprises dans lesquelles ils et elles investissent.

¹⁰⁴ Lors de la consultation sur le contenu du PR 51-107, les ACVM ont sollicité l'avis du public sur deux approches possibles en matière de divulgation. Dans le cadre de la première approche, les émetteurs auraient la possibilité de choisir de déclarer leurs émissions pour chaque portée ou d'expliquer pourquoi ils ne déclarent pas toutes les portées de leurs émissions (c'est-à-dire de se conformer ou d'expliquer pourquoi ils ne se conforment pas). Dans le cadre de la seconde approche, les émetteurs seraient tenus de déclarer leurs émissions de portée 1 et d'éviter de déclarer leurs émissions de portée 2 et 3 en expliquant pourquoi ils ne se conforment pas. Si la plupart des répondants ont indiqué être favorables à la divulgation des émissions de portée 1 et 2, les avis étaient partagés en ce qui concerne la divulgation des émissions de portée 3. Voir Sarra et al. (2022). Voir également les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2018), page 23-24, pour un tableau récapitulatif des opinions des utilisateur-trices sur les avantages et les inconvénients de la divulgation des émissions de GES.

¹⁰⁵ De plus amples informations sont fournies sur le Protocole des GES dans le rapport du CQDE sur l'écoblanchiment climatique aux pages 18 et suivantes. Voir Beaulieu et Bishai (2022).

¹⁰⁶ À l'exception de l'obligation d'utiliser des scénarios liés aux changements climatiques et de l'obligation de divulguer les émissions de portée 1 et 2 et, le cas échéant, les émissions de portée 3.

¹⁰⁷ Sarra, J. (2024).



Ce délai pourrait avoir été partiellement influencé par deux développements internationaux importants.¹⁰⁸

Tout d'abord, en mars 2022, la SEC a publié un projet de proposition visant à exiger des émetteurs nationaux et étrangers qu'ils intègrent des informations spécifiques liées aux changements climatiques dans leurs divulgations réglementaires.¹⁰⁹ Une version finale de ces règles de divulgation liées aux changements climatiques (**les règles de la SEC**) a été adoptée le 6 mars 2024.¹¹⁰ En vertu de ces règles, les émetteurs inscrits seraient tenus de divulguer leur exposition aux risques liés aux changements climatiques et les processus de gouvernance et de gestion pour faire face à ces risques.¹¹¹ En outre, à l'exception de certains déclarants exemptés, les émetteurs seraient tenus de divulguer leurs émissions de GES de portée 1 et 2 si elles sont significatives.¹¹² Ils seraient également tenus de fournir des informations sur leurs objectifs liés aux changements climatiques s'ils sont importants pour leur activité, leurs résultats d'exploitation ou leur situation financière.¹¹³ Peu après l'adoption de la version finale des règles de la SEC, plusieurs entreprises et groupes d'intérêts de l'industrie ont intenté des actions en justice pour contester leur validité, et la SEC a décidé de suspendre leur mise en œuvre pendant la durée des procédures judiciaires.¹¹⁴ L'avenir des règles de la SEC est donc incertain en date du 15 septembre 2024.

Deuxièmement, en juin 2023, après deux ans de consultations publiques, le Conseil international des normes de durabilité (**ISSB**), une organisation mondiale chargée d'établir des normes pour les informations financières liées à la durabilité, a publié ses deux premières normes, dont la norme *IFRS S2 - Informations à fournir en lien avec les changements climatiques (IFRS S2)*.¹¹⁵ Cette norme établit les exigences relatives à la divulgation des risques et opportunités liés au climat dans le cadre des divulgations de l'information financière. Les informations conformes à la norme IFRS S2 doivent inclure, entre autres, les émissions de GES de portée 1, 2 et 3 de l'entité déclarante et ses objectifs liés aux changements climatiques. Les institutions financières engagées dans des activités de gestion d'actifs, de prêts commerciaux et d'assurance sont soumises à des obligations de divulgation spécifiques.

Suite à la publication de ces normes, le Conseil canadien des normes d'information sur la durabilité (**CCNID**) a été créé avec pour mission d'adapter les normes de l'ISSB au contexte canadien. Le 13 mars 2024, le CCNID a publié pour consultation son projet de *Normes canadiennes d'information sur la durabilité 2 : Informations relatives au climat (NCID 2)*.¹¹⁶ Le

¹⁰⁸ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2022c).

¹⁰⁹ Securities and Exchange Commission (2022c ; 2024).

¹¹⁰ Securities and Exchange Commission (2024). En avril 2024, la mise en œuvre des règles a été volontairement suspendue par la SEC après le dépôt de plusieurs actions en justice contestant leur validité. En date du 15 septembre 2024, ces contestations étaient toujours en cours. Pour un aperçu de ces contestations, voir Balsanek et al. (2024).

¹¹¹ Idem.

¹¹² Idem.

¹¹³ Idem.

¹¹⁴ U.S. Securities and Exchange Commission (2024b). Pour une vue d'ensemble de ces défis, voir Balsanek et al. (2024).

¹¹⁵ Conseil international des normes de durabilité (2023).

¹¹⁶ Office canadien des normes de durabilité (2024).



CCNID a demandé des avis sur trois écarts principaux par rapport à la norme IFRS S2 : une extension des délais de divulgation, l'obligation de mener une analyse de scénario liée aux changements climatiques et la divulgation des émissions de GES de portée 3.¹¹⁷ Le CCNID a clôturé la consultation sur la NCID 2 le 10 juin 2024 et prévoit d'adopter sa norme d'ici le quatrième trimestre de 2024.¹¹⁸

La conformité aux normes de l'ISSB est actuellement volontaire¹¹⁹ et la conformité aux règles de la SEC ne sera exigée que pour les émetteurs publics aux États-Unis (en supposant qu'elles soient confirmées par les tribunaux). Toutefois, la publication et la mise en œuvre de ces normes sont susceptibles d'accélérer la finalisation du PR 51-107. Suite à la publication de la NCID 2, les ACVM ont déclaré que les agences « prendront en compte les normes définitives du CCNID et pourront y apporter des modifications adaptées aux marchés financiers canadiens ». ¹²⁰ Le groupe a également indiqué qu'il continuerait à évaluer les développements internationaux concernant les informations sur le climat, y compris les règles de la SEC.¹²¹

Les coûts de conformité et les risques d'arbitrage réglementaire sont des contraintes qui seront probablement soulevées lors de la finalisation des nouvelles règles par les ACVM :

- **Coûts de conformité** : Au cours des dernières années, le nombre d'entreprises choisissant de distribuer des titres au public au Canada a considérablement diminué. Ces entreprises ont préféré chercher du financement sur les marchés de capitaux privés, une tendance que certains attribuent à la charge administrative qui pèserait sur les émetteurs assujettis.
- **Arbitrage** : Les marchés nord-américains des valeurs mobilières sont fortement intégrés et, dans le cadre actuel, les entreprises canadiennes peuvent choisir de ne s'inscrire qu'aux États-Unis, en contournant complètement les marchés canadiens si elles jugent les exigences canadiennes trop onéreuses. Des risques d'arbitrage similaires existent au niveau interprovincial : les entreprises peuvent éviter le marché des valeurs mobilières d'une province si sa réglementation diverge considérablement de celle des autres provinces.

Ces préoccupations doivent cependant être mises en balance avec les avantages de règles ambitieuses en matière d'information sur la durabilité, notamment la possibilité pour les émetteurs assujettis d'attirer des investisseurs axés sur la durabilité et la prévention d'affirmations trompeuses concernant les risques et les impacts liés à la durabilité.

¹¹⁷ Idem.

¹¹⁸ Idem.

¹¹⁹ Comme l'ont indiqué les ACVM, « pour être exécutoires en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, les normes du CCNID doivent d'abord être intégrées dans un règlement des ACVM. Lorsque le CCNID aura mis fin à sa consultation et parachevé ses normes, les ACVM entendent solliciter des commentaires sur un projet de règlement révisé qui établirait des obligations d'information liées aux changements climatiques. » Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2023a; 2024b).

¹²⁰ Idem.

¹²¹ Idem.



En outre, une solution potentielle à ces préoccupations consiste à établir des règles d'information sur la durabilité qui s'appliquent à toutes les entreprises d'une certaine taille, et pas seulement aux émetteurs assujettis. Comme le décrit l'encadré 5, cette approche a été adoptée par l'Union européenne (**UE**) dans le cadre de la *Directive sur les rapports de durabilité des entreprises (CSRD)*. Le gouvernement canadien pourrait également envisager cette approche en ce qui concerne les informations relatives aux changements climatiques (voir l'encadré 8).

Encadré 5 - Exigences européennes en matière de divulgation d'informations sur la durabilité

Les informations relatives aux changements climatiques peuvent contribuer à garantir l'accès des investisseurs à des données normalisées et de qualité sur la durabilité des entreprises. Lorsque combinées à des normes, des taxonomies et des systèmes d'étiquetage visant à établir des définitions communes sur le marché, ces obligations d'information peuvent contribuer à atténuer les risques d'écoblanchiment en améliorant la disponibilité, la cohérence et la qualité des données relatives aux changements climatiques publiées par les entreprises.

Toutefois, ces mesures ne sont pas une panacée : elles sont généralement axées sur le risque (c'est-à-dire qu'elles excluent l'impact) et limitées aux indicateurs liés au climat (par opposition à la biodiversité, à l'eau et à d'autres indicateurs environnementaux). En outre, certaines règles peuvent être trop générales (ce qui peut nuire à la comparabilité), avoir une portée limitée (par exemple, en permettant aux émetteurs de ne divulguer que certaines de leurs émissions de GES) ou ne rien dire sur l'utilisation d'indicateurs de performance environnementale importants. Enfin, ces règles ne garantissent pas la publication d'informations exactes, étayées et vérifiées, à moins que des mécanismes de contrôle et d'application adéquats ne soient mis en place. Le régime européen de divulgation d'informations sur la durabilité, décrit ci-dessous, remédie à certaines de ces lacunes.

En avril 2021, la Commission européenne a adopté la CSRD, qui établit de nouvelles exigences en matière de rapports de durabilité pour les grandes entreprises européennes privées et publiques, les entreprises non européennes ayant des activités significatives dans l'UE et certaines PME publiques.¹²² Les obligations de reporting de la CSRD ont commencé à s'appliquer à certaines catégories d'entités le 1er janvier 2024 et seront progressivement introduites jusqu'en 2028 pour s'appliquer à près de 50 000 entreprises.¹²³

La CSRD exige des organisations qu'elles établissent des rapports conformément aux normes européennes de divulgation sur la durabilité (**ESRS**).¹²⁴ Ces normes sont conçues pour couvrir l'ensemble de la chaîne de valeur d'une organisation, y compris ses fournisseurs et ses clients.

¹²² Pour être considérées comme grandes, les entreprises de l'UE doivent remplir au moins deux des trois critères suivants : employer plus de 250 personnes, réaliser un chiffre d'affaires d'au moins 50 millions d'euros et disposer d'un actif total d'au moins 25 millions d'euros. Les entreprises non européennes sont soumises à la directive si elles réalisent un chiffre d'affaires total de plus de 150 millions d'euros dans l'UE, à condition qu'elles aient au moins une succursale dans l'UE générant plus de 40 millions d'euros de chiffre d'affaires ou une grande filiale dans l'UE. Voir : KMPG (2024).

¹²³ Idem.

¹²⁴ KMPG (2023a).



En outre, ces normes suivent une approche de double matérialité, ce qui signifie que les entités couvertes sont tenues de divulguer des informations sur :

- les risques et les opportunités en matière de durabilité auxquels leur organisation est confrontée¹²⁵ ; et
- les impacts importants sur la durabilité résultant de leurs activités.¹²⁶

En date du 15 septembre 2024, l'ESRS comprend deux normes transversales, qui fixent les obligations de divulgation pour toutes les organisations couvertes, et 10 normes thématiques, pour lesquelles la divulgation n'est requise que lorsque les informations sont importantes du point de vue de l'impact ou du point de vue financier.¹²⁷ Les normes thématiques couvrent trois aspects de la performance en matière de durabilité : les questions environnementales (telles que les changements climatiques, la pollution, les ressources aquatiques et marines, la biodiversité, les écosystèmes et l'utilisation des ressources), les questions sociales (la main-d'œuvre, les travailleur-euses de la chaîne de valeur, les communautés concernées, les consommateur-trices et les utilisateur-trices finaux-ales) et les questions de gouvernance.

Chaque norme ESRS thématique fixe des exigences de divulgation dans quatre domaines : (i) la gouvernance (par exemple, les rôles et responsabilités du conseil d'administration) ; (ii) la stratégie (par exemple, les aspects de la stratégie de l'organisation liés à la durabilité) ; (iii) la gestion des impacts, des risques et des opportunités (par exemple, quel processus est mis en place pour identifier les risques liés à la durabilité), et (iv) les mesures et objectifs.¹²⁸

Par exemple, dans le cadre de la norme ESRS E1, qui porte sur le changements climatiques, les organisations confrontées à des risques climatiques importants et/ou générant des impacts climatiques importants doivent rendre compte des risques physiques auxquels l'organisation est confrontée, des émissions de GES de portée 1, 2 et 3 de l'organisation, du plan de transition de l'organisation, etc. Les organisations sont également tenues de rendre compte des paramètres qui reflètent leur alignement sur la taxonomie de l'UE, tels que la proportion des dépenses d'investissement alignées sur la taxonomie et le chiffre d'affaires provenant d'activités alignées sur la taxonomie.¹²⁹

Les exigences de déclaration de la CSRD seront complétées par celles de la *Directive sur le devoir de diligence en matière de durabilité des entreprises*, adoptée en avril 2024.¹³⁰ Une fois incorporée dans le droit national par les États membres de l'UE, cette directive exigera de certaines grandes entités de l'UE qu'elles mettent en place des politiques et des mécanismes pour traiter des impacts de leurs opérations et de leurs chaînes d'approvisionnement sur l'environnement et les droits humains.

¹²⁵ En fonction de la gravité et de la probabilité de l'impact. Voir : KPMG (2023b).

¹²⁶ Sur la base de la probabilité et de l'ampleur potentielle de l'effet financier. Voir : KPMG (2023b).

¹²⁷ Carbone 4 (2023).

¹²⁸ KPMG (2023).

¹²⁹ EFRAG (2022).

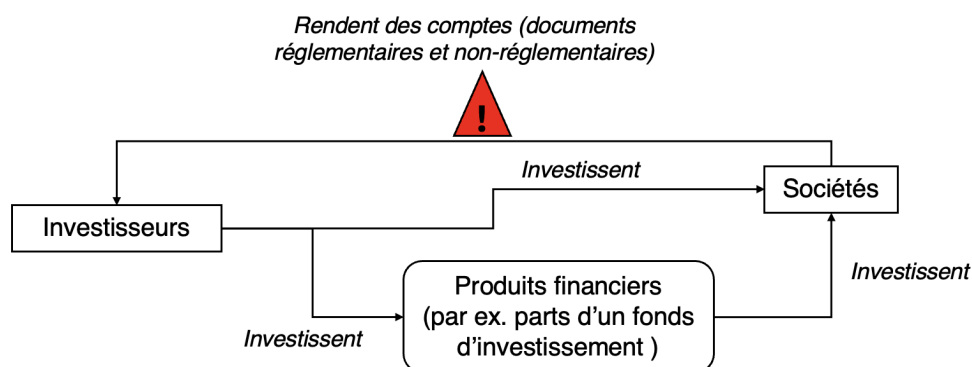
¹³⁰ Tréfois (2024).



c) Risques d'écoblanchiment

Comme indiqué ci-dessus, les émetteurs assujettis qui communiquent des informations fausses, trompeuses ou sans preuve suffisante dans un prospectus, des Documents IC ou d'autres documents peuvent enfreindre les règles d'information de la LVM, ce qui peut conduire à un large éventail de sanctions, y compris des sanctions pénales et administratives et des demandes d'indemnisation de la part d'investisseur-euses. Il en va de même pour la communication d'informations trompeuses (ou l'absence d'informations) sur les performances environnementales des émetteurs assujettis.

Schéma 2 - Risques d'écoblanchiment dans le segment des émetteurs assujettis



En 2022, les ACVM ont publié l'*Avis 51-364 du personnel - Activités du programme d'examen de l'information continue (AP 51-364)* pour résumer les résultats de leur programme d'examen de l'information continue pour les exercices 2022 et 2021.¹³¹ Dans l'AP 51-364, les ACVM ont indiqué avoir « observé une multiplication des émetteurs formulant des affirmations potentiellement trompeuses, infondées ou incomplètes à propos d'activités commerciales ou encore de la durabilité d'un produit ou d'un service offert (...) ». ¹³² Les cas potentiels d'écoblanchiment ont été identifiés à la fois dans les Documents IC et dans des documents volontaires, y compris les « rapports sur la durabilité ou les facteurs ESG, ou bien des sondages publics ». ¹³³ Les ACVM ont relevé les exemples suivants d'informations environnementales problématiques : ¹³⁴

- Prétendre atteindre la carboneutralité à court terme sans disposer de faits ou d'activités à l'appui de cette affirmation.

¹³¹ ACVM (2022b). Les examens portent sur les exercices clos le 31 mars 2022 et le 31 mars 2021.

¹³² Idem, page 17.

¹³³ Idem.

¹³⁴ Les ACVM notent également qu'une déclaration sur la réalisation d'un objectif particulier à l'avenir constitue généralement une information prospective. Comme l'indiquent les ACVM, l'émetteur qui communique de l'information prospective « doit avoir un fondement valable pour l'établir, préciser les facteurs de risque importants qui pourraient entraîner un écart important entre cette information et les résultats réels, indiquer les hypothèses ou les facteurs importants utilisés dans l'établissement de l'information prospective et décrire sa politique en matière de mise à jour de cette information ». Voir ACVM (2022), p. 17-18.



- Promouvoir les avantages en matière de durabilité des partenaires de l'émetteur sans fournir d'informations à l'appui de ces déclarations.
- Décrire l'émetteur comme un leader en matière de durabilité sans preuves suffisantes à l'appui.
- Faire des déclarations génériques et vagues sur la durabilité sans fournir de détails sur les aspects poursuivis par l'émetteur ni sur leur mesure et leur évaluation.
- Mentionner les relations de l'émetteur avec des organisations tierces en matière de durabilité sans fournir d'informations suffisantes sur ces organisations et leurs activités.
- Promouvoir des notations et des classements en matière de durabilité sans divulguer leur méthodologie (critères, pondération des critères, certification par une tierce partie).

Comme indiqué ci-dessus, lorsque l'AMF identifie des lacunes en matière d'information dans le cadre de son PEIC, elle peut communiquer des recommandations et des observations aux émetteurs assujettis et assurer un suivi afin de garantir une résolution appropriée et en temps voulu.¹³⁵ Ce n'est qu'en cas de lacunes ou d'erreurs importantes que l'Agence peut exiger d'un émetteur qu'il reformule et dépose à nouveau des Documents IC et publie des communiqués de presse correctifs.¹³⁶ Les insuffisances en matière d'information ne donneront donc pas systématiquement lieu à des sanctions pénales ou administratives en vertu de la LVM. Cela peut expliquer pourquoi, en date du 15 septembre 2024, aucun cas d'application de la loi n'avait été signalé publiquement concernant les déclarations de performance environnementale des émetteurs assujettis en vertu de la LVM (voir l'encadré 6 pour des exemples de cas dans d'autres juridictions).¹³⁷ Comme l'AMF ne publie pas d'informations spécifiques sur ses interactions privées avec les émetteurs assujettis concernant les informations sur la durabilité, il est difficile d'évaluer l'intensité des efforts de l'agence dans ce domaine.

L'absence de cas publics d'application de la loi pourrait également s'expliquer par le fait que les obligations de divulgation de la LVM sont basées sur le principe de la matérialité financière : les émetteurs ne sont tenus de divulguer de l'information aux investisseurs que lorsqu'il existe une attente raisonnable que cette information aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre (LVM art.5).¹³⁸ Cependant, comme le note Lee (2023), les facteurs de durabilité peuvent ne pas être « bien pris en compte par les mécanismes actuels du marché », et leur nature peut rendre « difficile l'application d'un test plus quantitatif comme le test d'impact sur le marché pour étayer une conclusion de matérialité ». ¹³⁹ Toutefois,

¹³⁵ Autorité des marchés financiers (sans date a).

¹³⁶ Idem.

¹³⁷ Coiteux et al. (2023).

¹³⁸ Lee (2023).

¹³⁹ Pour une discussion détaillée de cette question, voir Coiteux et al. (2023), pp. 24-25. Comme le notent les auteurs, « il s'agit d'examiner dans quelle mesure il existe une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable aurait jugé importante l'information relative à un facteur ESG au moment de prendre sa décision, c'est-à-dire qu'il en aurait tenu compte. Dans le cadre de l'analyse, il faut prendre en compte l'ensemble des renseignements mis à la disposition des investisseurs (*total mix of information*) qui peuvent provenir tant de l'émetteur que de sources externes. Enfin,



l'évaluation de matérialité est actuellement un exercice subjectif et contextuel qui relève de la responsabilité de l'émetteur. En tant que tiers externe, l'AMF peut estimer qu'elle n'est pas bien placée pour juger si les émetteurs n'ont pas effectué correctement leur évaluation du caractère significatif.¹⁴⁰ En outre, même si l'AMF décide d'engager des poursuites contre les émetteurs, il pourrait lui être difficile de prouver que les informations relatives aux considérations FDISR constituaient des informations importantes pour l'« investisseur raisonnable » en vertu de la norme de matérialité actuelle.¹⁴¹

En outre, contrairement aux plaignant-es dans les actions en indemnisation sur le marché secondaire, les pouvoirs d'application de la loi de l'AMF se limitent aux informations qui doivent être incluses dans un prospectus et dans les Documents IC. De nombreux émetteurs assujettis fournissent l'essentiel de leurs divulgations environnementales en dehors de leurs documents réglementaires, par exemple dans des rapports distincts sur la durabilité ou sur leur site web. En supposant qu'ils ne soient pas financièrement importants, et à moins qu'ils ne contredisent le contenu des documents réglementaires de l'émetteur, ces documents ne relèvent pas de la compétence de l'AMF.

La finalisation du PR 51-107 pourrait augmenter la probabilité de plaintes liées aux changements climatiques. Tout d'abord, elle pourrait clarifier le seuil de matérialité associé aux informations environnementales, ce qui pourrait faciliter la preuve d'une violation dans les cas d'application de la loi et les demandes d'indemnisation privés. Deuxièmement, elle obligerait explicitement les émetteurs assujettis à inclure certaines informations relatives au climat dans leurs Documents IC (telles que les émissions de GES), garantissant ainsi que leur contenu est soumis à la surveillance de l'AMF.

L'autorité oeuvre également à renforcer sa capacité à faire appliquer la loi en ce qui concerne les déclarations liées aux changements climatiques. Comme annoncé dans sa déclaration annuelle des priorités pour 2023-2024, l'AMF a récemment créé une unité spécialisée de contrôle et de surveillance chargée des activités liées à la finance durable, ce qui pourrait conduire à un examen plus approfondi des déclarations environnementales à court terme.¹⁴²

Encadré 6 – Exemples de controverses liées à l'écoblanchiment impliquant des émetteurs assujettis

Une récente plainte privée en Alberta, des cas d'application en Australie et des actions collectives aux États-Unis peuvent donner un aperçu des développements à venir en vertu du droit des valeurs mobilières provincial.

Kinder Morgan (Alberta) : En 2018, Greenpeace Canada a déposé une plainte contre l'exploitant de pipelines Kinder Morgan, alléguant que l'entreprise n'avait pas suffisamment divulgué son

comme le note la Cour suprême, il incombe à l'AMF d'établir par des éléments de preuve l'importance des informations ESG par rapport au reste de l'information ».

¹⁴⁰ Idem.

¹⁴¹ Idem.

¹⁴² Autorité des marchés financiers (2023a).



exposition aux risques liés aux changements climatiques.¹⁴³ La plainte faisait suite à une lettre envoyée en 2017 par Greenpeace à l'ASC pour demander l'arrêt de l'introduction en bourse de Kinder Morgan, alléguant que le prospectus de l'introduction en bourse contenait des informations obsolètes sur les projections pétrolières.¹⁴⁴ En date du 15 septembre, l'ASC n'a pas pris de mesures d'application publiques contre Kinder Morgan et n'a pas fait de commentaires publics sur la plainte. Cependant, Greenpeace Canada a indiqué que Kinder Morgan avait publiquement modifié son prospectus pour divulguer des risques climatiques supplémentaires.¹⁴⁵

Black Mountain Energy Limited (Australie) : En 2023, Black Mountain Energy, une compagnie d'énergie cotée en bourse, a dû payer 40 000 dollars australiens pour se conformer à trois avis d'infraction de l'ASIC concernant des déclarations environnementales potentiellement fausses ou trompeuses à la bourse australienne.¹⁴⁶ Selon l'ASIC, la société prétendait développer un projet de gaz naturel « zéro émissions nettes ». Toutefois, l'ASIC a affirmé que l'entreprise ne disposait pas de preuves suffisantes pour faire ces déclarations ou qu'elles étaient « factuellement incorrectes ».

Dans des affaires distinctes, l'ASIC a également demandé à des sociétés cotées en bourse actives dans les secteurs des produits chimiques, des métaux, des mines et de l'énergie de corriger, clarifier ou rétracter des déclarations environnementales problématiques, y compris l'utilisation inappropriée des expressions « zéro carbone », « carbonégatif » et « carboneutre », et des affirmations environnementales effectuées sans preuves suffisantes.¹⁴⁷ L'ASIC a également émis un avis d'infraction à une société cotée en bourse concernant des déclarations trompeuses sur l'état d'avancement d'un projet de reforestation.¹⁴⁸

Jochims c. Oatly Group AB (États-Unis) : En 2021, une action collective a été lancée contre le fabricant de boissons Oatly et ses administrateur-trices et dirigeant-es à la suite d'allégations selon lesquelles l'entreprise aurait fait des déclarations trompeuses aux investisseur-euses sur les caractéristiques environnementales de ses produits.¹⁴⁹ Selon la plainte du plaignant, Oatly avait fait plusieurs déclarations sur ses qualités environnementales et ses perspectives financières dans des documents réglementaires, des communiqués de presse et d'autres annonces avant son introduction en bourse.¹⁵⁰ Deux mois après que les actions d'Oatly aient commencé à être négociées publiquement, un vendeur à découvert a publié un rapport qui mettait en doute la véracité des déclarations environnementales d'Oatly et critiquait ses pratiques comptables. Le rapport a été repris dans des articles de presse et le prix des actions d'Oatly a chuté de 8,8 % en

¹⁴³ Greenpeace Canada (2018).

¹⁴⁴ Vamburkar (2017).

¹⁴⁵ Greenpeace Canada (2021), p.16.

¹⁴⁶ Australian Securities & Investments Commission (2023f).

¹⁴⁷ Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (2024a); voir également : Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (2023g).

¹⁴⁸ Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (2024a).

¹⁴⁹ Le plaignant a également allégué que la société avait des pratiques comptables incorrectes. Voir : Climate Case Chart (2021a).

¹⁵⁰ Une introduction en bourse a lieu lorsqu'une société privée distribue pour la première fois des actions au public et devient une société cotée en bourse.



deux jours, ce qui a conduit le plaignant et d'autres membres du groupe à demander une compensation pour les pertes économiques qui en ont résulté. Le procès a été réglé pour un montant de 9,3 millions de dollars américains en février 2024.

Parmi les recours collectifs similaires déposés aux États-Unis, citons *Fagen v. Enviva Inc.*¹⁵¹ (2022 - déclarations sur la durabilité d'une usine de production de granulés de bois), *Rosencrants v. Danimer Scientific Inc.*¹⁵² (2021 - déclarations sur la biodégradabilité d'un produit), *Barnes v. Edison International*¹⁵³ (2018 - omission de divulgation de l'exposition de l'organisation au risque de feux de forêt) et *Ramirez v. Exxon Mobil Corp.*¹⁵⁴ (2016 - omission de divulgation de l'exposition de l'organisation aux risques liés aux changements climatiques)

Encadré 7 - Réglementer la divulgation d'impacts sur la durabilité

La mission de l'AMF

La mission de l'AMF, telle que décrite dans la *Loi sur l'encadrement du secteur financier (Loi sur l'AMF, art. 4 et art. 7)*, comprend les responsabilités suivantes :

Aider les consommateur-trices de produits et de services financiers ;

- Veiller à ce que les institutions financières et les autres entités réglementées du secteur financier respectent les normes de solvabilité et leurs autres obligations légales;
- Superviser les activités liées à la distribution de produits et services financiers ;
- Superviser les marchés des valeurs mobilières et des produits dérivés;
- Mettre en œuvre et administrer des programmes de protection et d'indemnisation pour les consommateur-trices de produits et services financiers; et
- Servir de centre d'information et de référence dans tous les domaines du secteur financier.

Bien que ces responsabilités ne mentionnent pas explicitement la durabilité, comme indiqué précédemment, les questions environnementales peuvent indirectement relever du mandat actuel de l'AMF en raison de leur pertinence pour la protection des investisseur-euses et l'intégrité du marché. Les exigences actuelles de la *LVM* en matière d'information sur la durabilité sont alignées sur cette approche, garantissant que les investisseur-euses ont accès à des informations adéquates pour prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause.

Défis liés à l'obligation de divulguer les impacts sur la durabilité

Cela soulève des questions sur la capacité de l'AMF, dans le cadre actuel, à réglementer la divulgation d'informations sur la durabilité au-delà des risques et opportunités financiers. Par exemple, l'AMF pourrait-elle exiger des émetteurs assujettis qu'ils divulguent de l'information sur

¹⁵¹ Climate Case Chart (2022).

¹⁵² Climate Case Chart (2021b).

¹⁵³ Climate Case Chart (2018).

¹⁵⁴ Climate Case Chart (2016).



les impacts environnementaux négatifs significatifs de leurs activités, même lorsque ces impacts ne sont pas susceptibles de se traduire par des risques ou des opportunités financières ?

L'article 13 de la *LVM* impose uniquement la divulgation de « faits importants », définis comme « tout fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre émis ou d'un titre dont l'émission est projetée ». ¹⁵⁵

Si l'on ne peut raisonnablement s'attendre à ce qu'une information ait un effet significatif sur le cours ou la valeur d'un titre émis, les émetteurs assujettis ne sont pas tenus de la divulguer. Le R 51-102, qui détaille les attentes de l'autorité en matière de divulgation, indique qu'une information est probablement importante si « la décision d'un investisseur raisonnable d'acheter, de vendre ou de conserver des titres de la société serait-elle différente si l'information en question était passée sous silence ou formulée de façon incorrecte ». ¹⁵⁶ Ce règlement ne précise toutefois pas qui est l'« investisseur raisonnable ».

D'une part, les investisseurs soucieux·ses de la durabilité sont susceptibles de considérer les informations relatives à l'impact sur la durabilité comme importantes. Pour ces investisseurs, qui donnent la priorité à la durabilité dans leurs décisions d'investissement, l'impact sur la durabilité est susceptible d'être un facteur déterminant pour leur décision d'acheter, de vendre ou de conserver des titres. L'AMF a pour mission de protéger toutes les catégories d'investisseurs, y compris celles et ceux qui sont attentifs à l'impact sur la durabilité.

D'autre part, les préférences des investisseurs soucieux·ses du développement durable peuvent différer de celles de la majorité, ce qui limite l'impact de la durabilité sur la valeur marchande ou le prix d'un titre, en particulier lorsque cet impact n'est pas clairement lié à la performance financière. Selon cette approche, les normes de durabilité fondées sur le principe de la double matérialité pourraient entrer en conflit avec le cadre réglementaire actuel.

Un débat similaire a vu le jour aux États-Unis concernant les règles de la SEC. Les plaignant·es ont fait valoir que ces règles dépassent le mandat de la SEC, qui consiste à « exiger la divulgation d'informations importantes pour les décisions d'investissement et de vote des investisseurs ». ¹⁵⁷ La SEC, quant à elle, maintient que ces règles sont conformes à sa mission,

¹⁵⁵ Dans une décision de 2013, la Cour supérieure de l'Ontario a estimé que les notions de prix et de valeur étaient distinctes, suggérant qu'un changement de valeur peut être significatif même si les effets sur les prix ne peuvent pas être observés. Voir la décision *Cornish v Ontario Securities Commission*, 2013 ONSC 1310. Il faut également se demander si l'on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'une information particulière ait un effet significatif sur la « valeur » de titres, même si, pour une raison ou une autre, on ne s'attend pas à ce que cette divulgation affecte le prix du marché des titres.

¹⁵⁶ Bien que le concept d'« investisseur raisonnable » n'apparaisse pas dans la *LVM*, les décisions des tribunaux d'autres provinces ont reconnu l'utilisation de ce concept pour la détermination de matérialité. Comme le note Lee (2023), le fait de mettre l'accent sur la perception de l'investisseur raisonnable plutôt que sur l'impact sur le prix ou la valeur d'un titre peut donner lieu à une norme de matérialité légèrement différente, car le « le test de l'impact sur le marché (...) peut mener à considérer une information comme non importante alors que des investisseurs raisonnables la jugeraient importante » [traduction libre]. Pour une discussion sur les différences entre les concepts d'« investisseur raisonnable » et d'« impact sur le marché », voir : Lee (2023).

¹⁵⁷ Segal (2024).



étant donné qu'elles visent à protéger les investisseur·euses en encourageant « des informations plus détaillées, plus cohérentes et plus comparables ».¹⁵⁸

Le rôle potentiel de l'AMF dans la divulgation de l'impact sur la durabilité

Malgré ces défis, la frontière entre l'impact environnemental, les risques et les opportunités n'est pas toujours très nette, et l'AMF dispose d'une certaine marge de manœuvre pour réglementer la divulgation d'information sur l'impact, même en faisant une interprétation étroite de son mandat. Les données empiriques suggèrent que les investisseur·euses accordent de plus en plus d'importance aux facteurs de durabilité, ce qui les rend vraisemblablement importants.¹⁵⁹ En outre, plusieurs indicateurs de risques liés à la durabilité sont également des indicateurs d'impact, comme les émissions de GES. De même, la divulgation d'information concernant l'implication d'un émetteur dans une catastrophe environnementale - entraînant des impacts négatifs - pourraient se traduire par des risques financiers. Par conséquent, un large éventail de sujets liés à la durabilité relève clairement du mandat de l'AMF, même dans le cadre d'une interprétation étroite.

En outre, le mandat de l'AMF n'est pas statique et le cadre actuel pourrait être modifié pour permettre explicitement à l'agence d'exiger la divulgation d'informations importantes pour les investisseur·euses à impact, notamment en veillant à ce que le concept de matérialité reflète les préférences de toutes les catégories d'investisseur·euses.

Une autre voie d'intervention potentielle pour l'AMF consisterait à établir des normes pour la publication d'informations sur l'impact, sans les rendre obligatoires. Par exemple, les entreprises désirant divulguer des informations sur l'impact seraient tenues de suivre des lignes directrices sur la manière de divulguer, mais celles désirant ne divulguer aucune information à ce sujet ne seraient assujetties à aucune obligation. Cela permettrait aux entreprises qui cherchent à attirer les investisseur·euses d'impact de publier des informations dans un format cohérent tout en permettant aux autres d'éviter une charge réglementaire supplémentaire. Cette approche serait conforme au rôle de l'AMF en tant que centre d'information et pourrait améliorer la cohérence des informations sur l'impact dans le secteur financier.



4.1.2. Banques

a) Description du segment

Les banques opérant au Canada sont réglementées au niveau fédéral en vertu de la *LB*, tandis que les établissements de crédit non bancaires, tels que les coopératives de crédit ou les sociétés de fiducie et de prêt, sont régis par des lois provinciales distinctes.¹⁶⁰ En date du 15 septembre 2024, 80 banques exercent leurs activités au Canada, dont 35 banques

¹⁵⁸ Idem.

¹⁵⁹ Lee (2023).

¹⁶⁰ En tant qu'émetteurs assujettis, les banques fédérales sont également soumises aux exigences décrites à la sous-section 4.2.1. Ces exigences s'appliquent aux banques canadiennes en plus des exigences de la *LB*.



canadiennes, 15 filiales de banques étrangères et 30 banques étrangères autorisées à exercer leurs activités au Canada.¹⁶¹ Le marché bancaire canadien est dominé par les six plus grandes banques du pays, soit RBC, TD, BMO, Banque Scotia, CIBC et la Banque Nationale (les **Big Six** – ou, si l'on exclut la Banque Nationale, les **Big Five**), qui détiennent collectivement près de 95 % de l'ensemble des actifs bancaires canadiens.¹⁶²

b) Le cadre juridique

D'une manière générale, les deux principales catégories de dispositions de la *LB* qui régissent les informations que les banques communiquent à des tiers sont (i) les dispositions relatives à la protection des consommateur-trices et (ii) les dispositions relatives à la divulgation d'informations dans le cadre des activités de surveillance. Ces catégories sont examinées séparément dans les paragraphes ci-dessous. Nous décrivons ensuite les sanctions pénales qui peuvent être imposées par les tribunaux en cas de violation des dispositions de la *LB*.

i. Dispositions relatives à la protection des consommateur-trices

La *LB* fixe des exigences minimales que les banques doivent respecter dans leurs interactions avec les consommateur-trices et le grand public. Certaines de ces exigences sont les suivantes :

- **Interdiction de communiquer des informations et des publicités fausses ou trompeuses** : Les banques ne doivent pas fournir « des renseignements faux ou trompeurs aux clients, au public ou au commissaire [de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada] » (**ACFC**) (*LB*, art. 627.03). En outre, leur publicité au Canada doit être « exacte, claire et ne pas induire en erreur » (*LB*, art. 627.14).
- **Fourniture de produits ou de services appropriés** : Les banques sont tenues d'établir et de mettre en œuvre des politiques et des procédures visant à garantir que les produits ou les services qu'elles proposent aux consommateur-trices canadien-nes sont adaptés à leurs besoins (*LB* art.627.06).
- **Formation obligatoire** : Les banques doivent veiller à ce que leurs dirigeant-es, leurs employé-es et toute personne commercialisant leurs produits ou services au Canada soient formé-es conformément aux politiques et procédures de l'institution en matière de protection des consommateur-trices, y compris en ce qui concerne les produits ou services appropriés (*LB* art.627.02).
- **Gouvernance** : Les banques¹⁶³ doivent mettre en place un comité du conseil d'administration chargé de veiller au respect des dispositions de la *LB* sur la protection

¹⁶¹ Bureau du surintendant des institutions financières (2024a).

¹⁶² Bickis (2023).

¹⁶³ Cette exigence ne s'applique pas aux autres catégories d'IFF.



des consommateur-trices (art. 157(2) (e)). Le comité est responsable de l'établissement et de l'examen des procédures de protection des consommateur-trices de l'institution (article 195.1 (3) de la *LB*). Le comité soumet chaque année au commissaire de l'ACFC un rapport sur l'exercice de ses fonctions (art. 195.1 (5)).

- **Processus de plaintes** : Les banques doivent établir des procédures pour traiter les plaintes des client-es concernant leurs produits, leurs services et la manière dont ils sont proposés par les institutions (*LB* art.627.43). Les banques sont également tenues de publier un rapport annuel sur les plaintes reçues au cours de l'année, y compris le nombre et la nature des plaintes (*LB* art.627.47). Les consommateur-trices qui ne sont pas satisfait-es du traitement d'une plainte par une banque ou qui n'ont pas reçu de proposition de résolution dans le délai prescrit peuvent s'adresser à un organisme externe indépendant de traitement des plaintes pour obtenir une résolution.
- **Reddition de compte publique (RCP)** : Si les fonds propres d'une banque¹⁶⁴ dépassent 1 milliard de dollars, elle doit publier une RCP (*LB* art.627.996).¹⁶⁵ Celle-ci doit être déposée auprès du commissaire de l'ACFC et comprendre, entre autres, « des exemples détaillés [...] des objectifs [de la banque et de ses filiales] en matière de développement communautaire, ainsi que leur participation, pendant l'exercice, à des activités de développement communautaire », ce qui inclut « l'enrichissement environnemental d'une communauté ».¹⁶⁶ Cette exigence a conduit certaines banques à inclure des informations sur leurs initiatives environnementales dans leur RCP – mais ces informations sont généralement limitées et ne fournissent pas une vue d'ensemble complète et standardisée des impacts environnementaux des activités de la banque.¹⁶⁷

Les dispositions du règlement sur le régime de protection des consommateur-trices en matière financière sont appliquées par l'ACFC, qui est dirigée par la commissaire de l'ACFC. Comme l'indique la *Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière du Canada (Loi sur l'ACFC)*, l'Agence a pour mission de protéger les droits et les intérêts des consommateur-trices de produits financiers et de veiller à ce que les banques et les organismes externes de traitement des plaintes se conforment aux dispositions du règlement, notamment aux articles 627.02 à 627.998 de la *LB (Loi sur l'ACFC, art. 3)*. L'ACFC est également chargée de suivre et d'évaluer les tendances du marché et les questions

¹⁶⁴ Cette exigence ne s'applique pas aux autres catégories d'IFF.

¹⁶⁵ L'Association des banquiers canadiens (2022) donne des exemples de reddition de compte des banques canadiennes.

¹⁶⁶ *Règlement sur le régime de protection des consommateurs en matière financière*, article 95.

¹⁶⁷ Par exemple, dans sa RCP de 2022, RBC a fait la promotion de son engagement à fournir « 100 millions de dollars d'ici 2025 pour soutenir les organisations qui développent des solutions innovantes pour un avenir plus vert ». La banque a également mentionné ses partenariats et son soutien aux associations et aux organismes de recherche, comme l'Ocean Wise Conservation Association et le Queen's University Institute of Sustainable Finance, et a noté le nombre d'« actions en faveur de l'environnement » réalisées par ses employé-es lors du Jour de la Terre. Cependant, la RCP n'incluait d'informations détaillées sur l'impact environnemental global des activités de financement de RBC, telles que le financement de projets de combustibles fossiles, ce qui soulève des questions de divulgation sélective. Voir : Banque Royale du Canada (2022).



émergentes susceptibles d'avoir une incidence sur les consommateur-trices de produits financiers, et de sensibiliser les consommateur-trices aux obligations légales des IFF (*Loi sur l'ACFC*, article 3). Les activités de surveillance de l'ACFC englobent des initiatives de promotion, de suivi et d'application.¹⁶⁸

Dans le cadre de ses activités de promotion, l'ACFC peut publier des orientations sur ses attentes et ses interprétations à l'égard du secteur (y compris des lignes directrices, des bulletins et des décisions), dialoguer avec les parties prenantes (par exemple, en menant des enquêtes) et les entités réglementées, et publier les décisions de mise en application de la loi du commissaire de l'ACFC et les résumés des procédures.¹⁶⁹

Dans le cadre de ses activités de surveillance, l'ACFC peut procéder à des examens¹⁷⁰ et à des analyses sectorielles¹⁷¹ et demander à des tiers de réaliser des audits spéciaux¹⁷² pour s'assurer que les entités réglementées se conforment à leurs obligations légales.

En outre, dans le cadre de ses mesures d'exécution, l'ACFC peut enquêter sur les pratiques d'une entité réglementée afin d'évaluer les violations potentielles de ses obligations en matière de comportement sur le marché.¹⁷³ La commissaire de l'ACFC dispose de larges pouvoirs de collecte d'informations en vertu de la *LB*.¹⁷⁴ À l'issue d'une enquête, l'ACFC peut, si elle estime qu'il existe des motifs raisonnables de croire qu'une infraction a été commise, entreprendre l'une des actions suivantes ou une combinaison de celles-ci :

- **Avis de manquement** : L'ACFC peut définir ses attentes à l'égard d'une entité en publiant un avis de manquement. Ces avis peuvent être de niveau 1 (faible gravité), 2 (gravité élevée) ou 3 (gravité très élevée). Un avis de violation peut être combiné à d'autres

¹⁶⁸ Agence de la consommation en matière financière du Canada (2020).

¹⁶⁹ *Idem*.

¹⁷⁰ Les examens peuvent comprendre l'examen de documents et l'interrogation d'employés afin d'évaluer la conformité. Ils peuvent être menés sur place ou hors site. À l'issue d'un examen, l'ACFC rend compte de ses constatations dans un rapport d'examen, qui peut contenir des recommandations à l'intention de l'entité réglementée sur la manière d'améliorer sa conformité juridique. Comme l'indique le Cadre de surveillance de l'ACFC, « dans le cas où les mesures correctives prises sont inadéquates, l'ACFC peut prendre des mesures de mise en application ». Agence de la consommation en matière financière du Canada (2020).

¹⁷¹ Comme l'indique le Cadre de surveillance de l'ACFC, ces examens « visent à recueillir de l'information auprès de multiples entités réglementées ou intervenants sur certaines questions liées aux pratiques commerciales ou au secteur des services financiers en général. ». Voir : Agence de la consommation en matière financière du Canada (2020). À l'issue d'un examen du secteur, l'ACFC peut publier un résumé ou des conclusions détaillées. Les manquements à la conformité constatés lors d'un examen du secteur peuvent donner lieu à des mesures d'exécution de la part de l'ACFC.

¹⁷² Pour plus d'informations sur les vérifications spéciales, voir : Agence de la consommation en matière financière du Canada (2020).

¹⁷³ L'ACFC a confirmé par courriel qu'elle pouvait ouvrir des enquêtes sur la base d'informations provenant de plaintes, d'activités de surveillance, des médias et d'autres organismes de réglementation.

¹⁷⁴ L'article 657 de la *LB* stipule que « la banque, la banque étrangère autorisée ou l'organisme externe de traitement des plaintes fournit au commissaire, aux dates et en la forme précisées, les renseignements qu'il exige pour l'application de la *Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière du Canada* et des dispositions visant les consommateurs ». Voir également l'article 660 de la *Loi sur l'ACFC*.



mesures d'application de la loi. Un avis de manquement de niveau 3 est généralement accompagné d'un accord de conformité, comme décrit ci-dessous.¹⁷⁵

- **Plan d'action** : L'ACFC peut demander à une entité de conclure un plan d'action, qui décrit les « mesures correctives nécessaires pour remédier à un manquement à une obligation de comportement sur le marché, pour éviter qu'il ne se reproduise et/ou pour mettre en œuvre toute mesure destinée à garantir le respect des obligations de comportement sur le marché».
- **Accord de conformité** : L'ACFC peut exiger d'une entité qu'elle conclut un accord de conformité, qui peut détailler « les mesures à prendre pour corriger un manquement à une obligation en matière de pratiques commerciales, prévenir la récidive et/ou assurer la conformité aux obligations en matière de pratiques commerciales ». L'entité doit fournir des mises à jour régulières à l'ACFC pendant toute la durée de l'accord et un rapport complet une fois que toutes les actions ont été menées à bien de manière satisfaisante.
- **Procès-verbal de violation** : L'ACFC peut exiger qu'une entité paie une SAP en émettant un procès-verbal de violation.¹⁷⁶ Cet avis doit indiquer la nature de la violation et toute SAP qui devra être payée par l'entité. En vertu de la *Loi sur l'ACFC*, les SAP imposées aux entités ne peuvent excéder 10 millions de dollars.
- **Avis de décision du commissaire ou ordonnance du tribunal** : L'ACFC peut ordonner à une entité de se conformer aux obligations légales qui lui incombent en vertu des dispositions de la *LB* en émettant une décision du commissaire (article 661.1 de la *LB*) ou en demandant une ordonnance du tribunal (article 989 (3) de la *LB*).¹⁷⁷

L'ACFC peut également signaler une situation au Service des poursuites pénales du Canada si elle estime qu'une infraction peut avoir été commise en vertu de la *LB*. Des informations supplémentaires sur les sanctions pénales sont fournies dans la sous-section iii.

Les consommateurs de services bancaires peuvent invoquer les dispositions de la *LB* pour intenter des actions privées devant les tribunaux. En outre, au Québec, ces dispositions peuvent être invoquées en conjonction avec la *Loi sur la protection du consommateur* du Québec et les dispositions générales du *Code civil du Québec* relatives à la responsabilité

¹⁷⁵ Comme l'indique l'Agence de la consommation en matière financière du Canada (2020), « un rapport de conformité présente les faits relatifs au manquement, évalue la gravité de celui-ci et formule des recommandations quant aux mesures de mise en application. L'entité réglementée peut se voir accorder la possibilité de vérifier les faits relatifs au manquement. Tous les commentaires formulés par l'entité réglementée dans un tel contexte sont inclus au dossier aux fins d'examen par le commissaire adjoint, qui doit déterminer s'il y a lieu ou non de dresser un procès-verbal de violation. »

¹⁷⁶ L'article 20 de la *Loi sur l'ACFC* établit les critères utilisés par le commissaire pour déterminer le montant de la SAP.

¹⁷⁷ En vertu de l'article 989(3) de la *LB*, « le commissaire ou un plaignant peut, en plus de tous ses autres droits, demander au tribunal une ordonnance enjoignant à la banque ou à la banque étrangère autorisée ou à ceux de ses administrateurs, dirigeants, employés ou mandataires qui ne respectent pas les dispositions visant les consommateurs applicables de s'y conformer, ou leur interdisant d'y contrevenir; le tribunal peut acquiescer à la demande et rendre toute autre ordonnance qu'il juge indiquée.»



civile afin d'initier des demandes en justice, y compris des demandes de dommages-intérêts compensatoires.¹⁷⁸

ii. Dispositions relatives aux activités de supervision

En vertu de la *Loi sur le bureau du surintendant des institutions financières (Loi sur le BSIF)* Le BSIF supervise les IFF pour s'assurer qu'elles soient en bonne santé financière et qu'elles respectent les statuts qui les régissent et les exigences découlant de l'application des lois (*Loi sur le BSIF*, article 4). Le BSIF est également chargé de promouvoir l'adoption, par les conseils d'administration et la direction des IFF, de politiques et de procédures de gestion des risques. En outre, le BSIF surveille et évalue « les événements ou les questions qui risquent d'avoir des répercussions négatives sur la situation financière des institutions. » (*Loi sur le BSIF*, art. 4 (2)(d)).

Le BSIF est chargé de l'administration de la *LB*, à l'exception des dispositions relatives aux consommateur-trices, qui relèvent de la responsabilité exclusive de l'ACFC (*Loi sur le BSIF*, article 6). En vertu de la *LB*, le BSIF est habilité à formuler des lignes directrices concernant « le maintien par les banques d'un capital suffisant ainsi que de formes de liquidité suffisantes et appropriées et le maintien par les banques d'importance systémique nationale de la capacité minimale à absorber des pertes. » (*LB*, art. 485 (2)). En outre, en vertu de l'article 628 (1), le BSIF peut exiger d'une banque qu'elle lui fournisse toute information sous la forme et dans les délais prescrits par le BSIF (*LB*, art. 628 (1) ; *LB*, art. 600).

En 2023, le BSIF a adopté la Ligne directrice B-15, qui définit les attentes de l'organisme de réglementation en ce qui concerne la gestion des risques climatiques par les IFF. Le BSIF a révisé la Ligne directrice B-15 en mars 2024 pour l'aligner sur l'IFRS S2 et continuera de la mettre à jour pour intégrer l'évolution des normes dans ce domaine.¹⁷⁹ Alors que le premier chapitre du document se concentre sur les pratiques de gouvernance et de gestion des risques des IFF, le deuxième chapitre établit les informations financières annuelles obligatoires en lien avec les changements climatiques pour les IFF. Ces informations sont mises à la disposition du public et doivent comprendre des informations sur la gouvernance, la stratégie et les pratiques de gestion des risques d'une IFF en ce qui concerne les risques et les opportunités en lien avec les changements climatiques, y compris son plan de transition climatique. Les informations doivent également porter sur les émissions de GES de portée 1, 2 et 3 de l'IFF (y compris les émissions financées), la norme de déclaration utilisée pour les calculer, les objectifs de l'IFF en matière climatique, ses performances par rapport à ces objectifs et tout engagement public pris par l'IFF lié aux changements climatiques. Les exigences de divulgation de la Ligne directrice B-15 entreront progressivement en vigueur en 2024 et 2025.¹⁸⁰

¹⁷⁸ Voir Moore (2023). Voir aussi les articles 1457 et suivants du *Code civil du Québec*.

¹⁷⁹ Bureau du surintendant des institutions financières (2024b).

¹⁸⁰ La Ligne directrice B-15 entrera en vigueur à la fin de l'exercice 2024 pour les banques nationales d'importance systémique et les groupes d'assurance actifs à l'échelle internationale ayant leur siège au Canada, et à la fin de



Le non-respect par un établissement des obligations d'information prévues par la Ligne directrice B-15 constitue une infraction mineure et peut entraîner une pénalité journalière comprise entre 100 et 500 dollars en fonction de la valeur totale des actifs de la banque.¹⁸¹

iii. Sanctions

Outre les mesures d'application prises par l'ACFC et le BSIF, une violation des exigences de la *LB* - y compris les dispositions relatives à la protection des consommateur-trices et à la divulgation d'informations en matière de surveillance - peut donner lieu à des poursuites et à des sanctions pénales. En vertu de l'article 980, « commet une infraction quiconque contrevient sans motif valable à la présente loi ou à ses règlements ». (*LB*, art.980). En outre, l'article 980.1 de la loi établit une infraction spécifique relative à la fourniture d'informations trompeuses en stipulant que « commet une infraction toute personne qui, relativement à toute question visée par la présente loi ou ses règlements, communique sciemment des renseignements faux ou trompeurs ». (*LB*, art.980.1).

Les entités qui se rendent coupables d'une infraction au titre des articles 980 et 980.1 de la loi sont passibles d'une amende pénale pouvant atteindre 5 millions de dollars (*LB*, article 985 (1))¹⁸². De même, tout « administrateurs, dirigeants ou mandataires ou le dirigeant principal qui l'ont ordonnée ou autorisée, ou qui y ont consenti ou participé » » d'une amende pouvant atteindre 1 million de dollars et/ou d'une peine d'emprisonnement pouvant aller jusqu'à cinq ans (*LB*, art.986). Les poursuites pénales sont engagées par le Service des poursuites pénales du Canada.¹⁸³

c) Risques d'écoblanchiment

Malgré leurs nombreux engagements en faveur de l'environnement, les banques canadiennes ont fait l'objet de vives critiques de la part d'organisations non gouvernementales, d'élu·es et du grand public au cours des dernières années.¹⁸⁴

l'exercice 2025 pour les autres IFF du champ de l'enquête. Voir : Bureau du surintendant des institutions financières (2024b).

¹⁸¹ *Règlement sur les sanctions administratives pécuniaires (BSIF)*. En cas d'infractions commises sur plusieurs jours, la sanction ne peut excéder « le montant de la sanction fixée en vertu de ce paragraphe ou, s'il est moins élevé, le montant obtenu en divisant 25 000 dollars par le nombre total de ces infractions distinctes ».

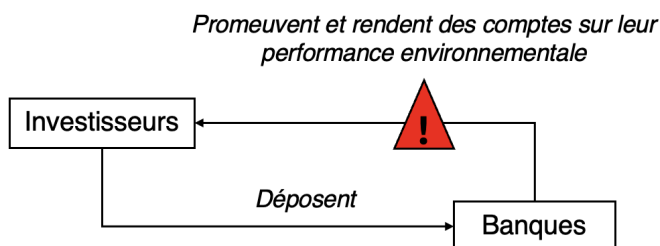
¹⁸² Le tribunal peut également imposer des ordonnances de conformité aux délinquants condamnés (*LB* art.985 (2)).

¹⁸³ Au cours d'une enquête, si l'ACFC trouve des preuves d'une violation potentielle des articles 980 et 980.1 de la *LB*, elle peut renvoyer le dossier au Service des poursuites pénales du Canada pour qu'il détermine s'il y a lieu d'engager des poursuites pénales.

¹⁸⁴ Voir par exemple : Greenpeace Canada (2023) ; McCarthy (2022).



Schéma 3 – Risques d'écoblanchiment dans le secteur bancaire



D'une part, ces institutions se sont volontairement fixé des objectifs de réduction des émissions, ont formulé des engagements environnementaux, établi des cadres d'obligations « vertes » ou « liées à la durabilité » et rejoint des initiatives sectorielles telles que le GFANZ. D'autre part, les banques canadiennes ont été critiquées pour leur manque de transparence concernant leurs performances environnementales, leur incapacité à tenir leurs engagements en matière de changements climatiques et leur exposition accrue aux secteurs à forte intensité de carbone. Le tableau 3 présente certains des engagements et actions volontaires des Big Five en matière d'environnement, ainsi que les lacunes alléguées de ces engagements.

Tableau 3 : Performances environnementales des Big Five¹⁸⁵

Critères	Actions et engagements	Lacunes alléguées
Engagements	<ul style="list-style-type: none"> Engagement à atteindre des objectifs de « financement durable »¹⁸⁶ compris entre 300 et 500 milliards de dollars.¹⁸⁷ Adoption de cadres volontaires pour l'émission d'obligations « vertes » ou « liées à la durabilité » 	<ul style="list-style-type: none"> Les engagements FDISR peuvent ne pas se traduire par un impact net positif sur l'environnement (par exemple, aucune garantie de réduction absolue des émissions de GES) et peuvent même entraîner des dommages environnementaux supplémentaires.¹⁸⁸ Les investissements peuvent être utilisés pour atteindre des cibles de réduction d'intensité qui excluent les émissions de portée 3.¹⁸⁹

¹⁸⁵ Le contenu de ce tableau est basé sur InfluenceMap (2024) et Investors for Paris Compliance (2023).

¹⁸⁶ Comme l'a noté I4PC, les Big Five utilisent différents termes pour désigner leurs engagements FDISR, tels que « finance durable », « financement durable et de la décarbonation » et « financement climatique ». Voir Investors for Paris Compliance (2023).

¹⁸⁷ Comme l'a noté I4PC, ces engagements concernent l'émission de produits FDISR basés sur les effets et la performance, tels que les obligations et les prêts verts et liés à la durabilité. Des informations supplémentaires sur ces instruments et leurs faiblesses sont fournies à la sous-section 4.3.2.

¹⁸⁸ Par exemple, certains des engagements des banques dans le cadre FDISR reposent sur l'émission d'OLD. Toutefois, ces instruments ont été critiqués parce qu'ils ne déclenchent pas de réductions d'émissions supplémentaires ou parce qu'ils financent l'expansion d'activités à forte intensité de carbone. Voir : Berkow, J. (2023). Des informations supplémentaires sur ces instruments sont fournies à la sous-section 4.3.2.



	pour régir leurs activités de financement durable.	
Objectifs de réduction des émissions	<ul style="list-style-type: none"> Engagement à ce que les émissions de GES financées soient nettes zéro d'ici à 2050. Fixation d'objectifs intermédiaires pour 2030 pour certains secteurs à forte intensité de carbone, tels que les secteurs du pétrole et du gaz, et de l'électricité. 	<ul style="list-style-type: none"> La plupart des objectifs intermédiaires sont basés sur l'intensité, ce qui permet une augmentation des émissions absolues. Certains objectifs se limitent aux activités de prêt des banques et ne prennent pas en compte d'autres activités de financement telles que les marchés de capitaux. Certaines banques n'ont pas divulgué les hypothèses importantes qui sous-tendent leurs objectifs. Les objectifs de certaines banques en matière de pétrole et de gaz excluent les émissions en aval. Aucune des Big Five n'a limité le financement de l'expansion des combustibles fossiles, et certaines d'entre elles financent des projets d'expansion des combustibles fossiles, malgré la conclusion de l'Agence internationale de l'énergie selon laquelle de tels projets sont incompatibles avec les objectifs climatiques mondiaux.¹⁹⁰
Rapports et transparence	<ul style="list-style-type: none"> Divulcation des émissions financées pour certains secteurs et/ou la proportion de leur portefeuille de prêts. Utilisation de l'analyse de scénarios pour évaluer l'impact des risques liés au climat. Intégration des facteurs ESG et climatiques dans les politiques de compensation. Évaluation de la 	<ul style="list-style-type: none"> La plupart des banques n'indiquent pas la proportion de leur portefeuille de prêts incluse dans la divulgation des émissions financées. Certaines banques ne divulguent que les émissions financées par les prêts utilisés (c'est-à-dire qu'elles excluent les prêts engagés non utilisés). Les Big Five ne divulguent leurs émissions financées que pour un sous-ensemble de secteurs et/ou ne divulguent pas tous les types d'émissions, ce qui donne lieu à des données incohérentes sur les émissions. Certaines banques ne divulguent pas les détails des résultats de leurs analyses de scénarios.

¹⁸⁹ L'intensité des émissions de GES correspond à la quantité de GES par unité produite. Une entreprise qui augmente sa production, même si elle réduit l'intensité de ses émissions, peut se retrouver avec des émissions absolues plus élevées qu'auparavant. Selon l'IPCC, les banques pourraient remédier à ces lacunes en établissant un référentiel quantitatif d'émissions par rapport auquel l'impact de leurs engagements FDISR pourrait être mesuré. De plus, l'IPCC recommande aux banques de renforcer leurs taxonomies internes pour éviter l'écoblanchiment. Une taxonomy interne est un système de classification développé en interne par une organisation pour classer les différentes activités et actifs en fonction de leur durabilité. Voir : Investors for Paris Compliance (2023).

¹⁹⁰ Agence internationale de l'énergie (2023).



	vulnérabilité de leurs actifs et/ou de leurs activités commerciales aux risques climatiques.	<ul style="list-style-type: none"> Certaines banques n'indiquent pas comment les facteurs ESG et climatiques sont intégrés dans leurs politiques de rémunération.
Participation à des initiatives sectorielles	<ul style="list-style-type: none"> Adhésion à l'alliance bancaire Net-Zero.¹⁹¹ 	<ul style="list-style-type: none"> Certaines banques sont membres d'associations industrielles qui prônent la hausse de la production de pétrole et de gaz.¹⁹²

La mise en œuvre de la Ligne directrice B-15, qui se fera progressivement au cours des deux prochaines années, permettra de résoudre certains des problèmes identifiés dans le tableau 3. Par exemple, elle normalisera les informations relatives au climat communiquées par les banques, notamment en exigeant que toutes les banques publient un plan de transition climatique ainsi que leurs émissions de GES de portée 1, 2 et 3 (y compris les émissions financées). Toutefois, le cadre de divulgation de la Ligne directrice B-15 est flexible, général et axé sur les risques climatiques. Par exemple, la ligne directrice ne **prévoit rien sur les éléments suivants**:

- **Règles globales sur la fixation de cibles et d'objectifs.** En tant que document « fondé sur des principes »¹⁹³, comme d'autres lignes directrices du BSIF, la Ligne directrice B-15 offre une grande souplesse aux banques quant à la manière dont elles doivent fixer leurs objectifs climatiques. Par exemple, la ligne directrice exige que les banques décrivent leurs objectifs « pour gérer les risques et les possibilités climatiques ainsi que les résultats de l'IFF par rapport à ces objectifs », sans imposer d'exigences minimales pour ces objectifs, comme un alignement sur les objectifs de l'Accord de Paris.
- **Orientations sur les plans de transition.** La ligne directrice exige des banques qu'elles préparent un plan de transition climatique, mais elle n'impose pas d'exigences minimales quant au contenu d'un tel plan.¹⁹⁴

¹⁹¹ Pour devenir signataires, les banques devaient s'engager à « ramener toutes les émissions de GES opérationnelles et imputables à [leurs] portefeuilles de prêts et d'investissements à un niveau net zéro d'ici le milieu du siècle, ou plus tôt, y compris les émissions de CO2 atteignant un niveau net zéro au plus tard d'ici 2050, dans le respect d'une augmentation maximale de la température de 1,5°C par rapport aux niveaux préindustriels d'ici 2100 ». Voir : Net Zero Banking Alliance (sans date).

¹⁹² InfluenceMap (2024).

¹⁹³ Cette approche flexible a été critiquée par Weber (2023) : « Enfin, comme démontré ci-dessus, les risques climatiques ne sont toujours pas considérés comme des risques devant être réglementés par l'autorité de surveillance financière. La ligne directrice décrit ces risques comme étant uniques et ne se prêtant pas à une approche uniforme. Il s'agit simplement d'un refus d'accepter les risques liés à la durabilité comme étant réels pour le secteur financier. Aucun régulateur ou superviseur ne soutiendrait que, par exemple, les exigences en matière de capital sont uniques et que chaque banque devrait élaborer sa propre stratégie pour les gérer ».

¹⁹⁴ Au lieu de cela, la ligne directrice renvoie à la Task Force on Climate-Related Financial Disclosures Guidance on Metrics, Targets, and Transition Plans du Financial Stability Board, que les IFF peuvent choisir d'ignorer. Voir : Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (2021).



- **Orientations spécifiques en matière de divulgation.** La ligne directrice exige des banques qu'elles publient des « informations spécifiques et complètes » sur leur exposition au risque physique et au risque de transition, mais elle ne fournit pas de description détaillée des informations et des paramètres qui devraient être publiés et utilisés par les institutions. Par exemple, des informations spécifiques pourraient inclure la localisation géographique et les catégories d'actifs les plus susceptibles d'être affectées par les changements climatiques, etc.
- **Informations sur l'impact environnemental.** La ligne directrice se concentre sur la divulgation de l'exposition des banques aux risques et opportunités climatiques. Toutefois, elle n'exige pas des banques qu'elles divulguent d'informations sur l'impact de leurs activités de financement sur l'environnement.
- **Informations sur d'autres aspects de la performance environnementale que le climat, comme la biodiversité.** La ligne directrice se concentre sur la gestion et la divulgation des risques climatiques. En tant que telle, elle ne normalise pas la communication des banques sur d'autres aspects environnementaux tels que la biodiversité.
- **Définition des actifs et des activités pouvant bénéficier d'un label de durabilité.** La plupart des banques ont adopté des cadres volontaires pour l'émission d'instruments de dette FDISR, tels que les obligations vertes et les OLD. Toutefois, en l'absence d'une taxonomie qui fournirait des définitions officielles ou juridiquement contraignantes des activités pouvant être qualifiées de « durables » ou « vertes », les banques ont eu la liberté d'établir leurs propres systèmes de classification. Le cadre réglementaire applicable aux instruments de dette FDISR est examiné dans les sous-sections 4.3.1 et 4.3.2.

Cela dit, les banques canadiennes sont et resteront soumises aux dispositions générales de la *LB* concernant les déclarations trompeuses.¹⁹⁵ Par exemple, une banque qui fournit au public des informations « fausses ou trompeuses » sur ses performances environnementales ou qui diffuse des publicités vantant de manière trompeuse les qualités environnementales de l'institution pourrait être visée par une enquête de l'ACFC, qui pourrait prendre des mesures d'exécution à l'encontre de la banque.

De même, une banque qui ne met pas en place des politiques et des procédures suffisantes pour s'assurer que les produits FDISR qu'elle propose sont adaptés aux besoins des client-es canadien-nes et que ses employé-es reçoivent une formation adéquate concernant ces produits, pourrait être considérée comme violant les dispositions de la *LB*.

Comme indiqué ci-dessus, en vertu de la *Loi sur l'ACFC*, l'ACFC peut exiger d'une banque qu'elle verse une SAP qui ne doit pas dépasser 10 millions de dollars à la suite d'une violation des dispositions de la *LB* sur la protection des consommateur-trices. La violation de ces

¹⁹⁵ En outre, en tant qu'émetteurs assujettis, les banques sont également soumises aux dispositions de la *LVM* relatives aux déclarations trompeuses.



dispositions par une banque peut également entraîner, dans les cas les plus graves, l'imposition par les tribunaux d'une amende pouvant aller jusqu'à 5 millions de dollars.

Alors que le BCC et l'AMF ont chacune reçu au moins une plainte concernant les déclarations environnementales des banques, l'ACFC n'a été saisie d'aucune plainte pour écoblanchiment et n'a pris aucune mesure d'application pour ce type d'affaires jusqu'à présent. En outre, ni le plan d'affaires de l'ACFC pour les années 2022-2023 à 2024-2025 ni le plan stratégique 2021-2026 de l'ACFC ne mentionnent la prévention de l'écoblanchiment comme un objectif ou une priorité.¹⁹⁶ Contrairement à l'AMF et au BSIF, qui ont tous deux publié des lignes directrices sur le climat et créé des équipes chargées des questions environnementales, l'ACFC n'a pas indiqué clairement comment elle prévoit d'intégrer les questions environnementales dans ses activités d'éducation et d'application de la loi.¹⁹⁷

Par exemple, l'ACFC n'a pas publié d'orientations sur ses attentes et ses interprétations en ce qui concerne les déclarations environnementales des IFF. De même, la Stratégie nationale pour la littératie financière 2021-2026 de l'ACFC ne fait pas référence aux produits et services FDISR – bien qu'elle mentionne comme priorités transversales la nécessité de « communiquer de façon à ce que les gens comprennent » et le « renforcement des mesures de protection des consommateurs ».¹⁹⁸

Toutefois, l'agence a reconnu que les questions environnementales étaient dans sa ligne de mire. Bien que l'ACFC ne fasse pas de commentaires publics sur ses mesures de surveillance et d'application, elle a confirmé par courriel qu'elle « continue d'examiner les questions environnementales et liées au climat dans le paysage financier et leurs répercussions sur les consommateurs en ce qui a trait aux domaines potentiels de participation de l'ACFC. ».¹⁹⁹ L'agence a également confirmé que les allégations environnementales trompeuses à l'égard des consommateurs seraient traitées en vertu de sa structure de surveillance actuelle. En outre, dans sa Stratégie ministérielle de développement durable 2023-2027, l'ACFC a reconnu que le « changement climatique et la menace que celui-ci pose pourraient compromettre sérieusement la sécurité et la solidité du système financier du Canada » et que l'Agence continuera de mettre « au point en temps opportun des analyses fondées sur des données probantes à propos de ce nouvel enjeu en matière de protection financière ».²⁰⁰

Comme pour les émetteurs assujettis, les tendances observées dans d'autres juridictions fournissent des indications précieuses sur ce à quoi on peut s'attendre pour le secteur bancaire canadien en matière de judiciarisation des cas d'écoblanchiment. Par exemple, une

¹⁹⁶ Agence de la consommation en matière financière du Canada (2021a) ; Agence de la consommation en matière financière du Canada (2023a).

¹⁹⁷ La stratégie ministérielle de développement durable 2023-2027 de l'ACFC est particulièrement peu détaillée à cet égard. Voir : Office de protection du consommateur (2023b).

¹⁹⁸ Agence de la consommation en matière financière du Canada (2021b).

¹⁹⁹ Traduit du français. D'après un courriel de l'ACFC daté du 5 avril 2024.

²⁰⁰ Agence de la consommation en matière financière du Canada (2023b). Comme indiqué dans la stratégie, l'ACFC a également contribué à la révision des principes de haut niveau de l'OCDE sur la protection des consommateurs de produits financiers, qui font de la finance durable un thème transversal.



analyse réalisée en 2024 par Sustainalytics a révélé que le nombre de litiges liés à l'impact des produits bancaires sur l'environnement et les émissions de GES avait été multiplié par douze entre 2020 et 2023 à l'échelle mondiale.²⁰¹

Encadré 8 - Exigences fédérales en matière de divulgation d'informations sur le climat

Outre les annonces relatives à la Ligne directrice B-15, le gouvernement fédéral a fait plusieurs annonces concernant les obligations d'information relatives au climat au cours des dernières années.

- **Dans le budget 2021**, le gouvernement du Canada a annoncé qu'il échangerait avec les provinces et les territoires de manière à intégrer les informations relatives au climat dans les « pratiques habituelles de divulgation pour un large éventail de l'économie canadienne ». ²⁰² Le gouvernement a également demandé à certaines sociétés d'État fédérales de commencer à divulguer des informations financières liées au climat conformément aux exigences de la GIFCC. ²⁰³
- **Pendant la pandémie de COVID-19**, le gouvernement du Canada a exigé que les grandes entreprises recevant un financement du Crédit d'urgence pour les grands employeurs divulguent chaque année des informations financières liées au climat et alignées sur le GIFCC. ²⁰⁴ Cette exigence a été introduite sous la forme d'une clause restrictive dans les accords de prêt du programme.

²⁰¹ Batoudaki (2024). La plupart de ces affaires n'ont pas encore atteint le stade du contentieux.

²⁰² Gouvernement du Canada (2021a).

²⁰³ Gouvernement du Canada (2021a). La divulgation était obligatoire pour les sociétés d'État ayant plus d'un milliard de dollars d'actifs à partir de l'année civile 2022. Les sociétés d'État dont les actifs sont inférieurs à un milliard de dollars sont censées rendre compte de leurs risques financiers liés au climat à partir de l'année civile 2024, à moins qu'elles ne choisissent d'expliquer pourquoi ces risques ne sont pas importants pour leurs activités. Avant cette annonce, le Commissaire à l'environnement et au développement durable avait relevé des pratiques irrégulières en matière de divulgation d'informations relatives aux changements climatiques parmi les sociétés d'État fédérales : « Dans le cadre de notre recherche, nous avons passé en revue les rapports annuels de 2019-2020 et l'information accessible au public de 14 des plus grandes sociétés d'État fédérales. La qualité et l'exhaustivité des informations financières liées au climat variaient énormément d'une société d'État à l'autre. Certaines avaient présenté les informations conformément aux lignes directrices du Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques ou d'un autre cadre mondial, alors que d'autres semblaient n'avoir adopté aucun cadre mondialement reconnu. Dans certains cas, des sociétés d'État ne disposaient pas d'un ensemble uniforme d'informations financières à fournir liées au climat, mais s'étaient dotées d'un plan stratégique pour la publication de telles informations. Les plans stratégiques n'étaient pas tous assortis d'un calendrier précis de mise en œuvre. Plus préoccupant encore, il a été constaté que certaines entités n'avaient vraisemblablement pas publié d'informations financières liées au climat ou n'avaient aucun plan en ce sens. L'obligation de présenter des informations financières liées au climat devrait aider à remédier aux incohérences dans les méthodes d'établissement de rapports des sociétés d'État. » Voir : Commissaire à l'environnement et au développement durable (2022).

²⁰⁴ Commissaire à l'environnement et au développement durable (2022).



- **Dans le budget 2022**, le gouvernement fédéral a annoncé qu'il élaborerait des exigences en matière d'informations ESG, y compris les risques climatiques, pour les régimes de retraite réglementés par le gouvernement fédéral.²⁰⁵
- **Dans l'Énoncé économique de l'automne 2023**, le gouvernement fédéral a annoncé qu'il examinerait la possibilité d'introduire une obligation d'information relative au climat pour les entreprises.²⁰⁶ Le gouvernement n'a pas encore fourni de détails sur cette exigence potentielle. Cependant, les divulgations pourraient être mises en œuvre d'une manière similaire aux exigences de divulgation de la diversité introduites par le gouvernement fédéral en 2019 pour les sociétés cotées en bourse régies par la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*.²⁰⁷

Combinée à la Ligne directrice B-15 et à la finalisation du PR 51-107, la mise en œuvre des règles fédérales de divulgation relative au climat pour les sociétés privées et les fonds de pension réglementés par le gouvernement fédéral garantirait que presque toutes les entités au Canada soient couvertes par une exigence de divulgation climatique – et que celles qui ne le sont pas soient indirectement visées par les règles par le biais de la divulgation des émissions de portée 3 et des émissions financées.

Cela dit, ces obligations d'information se concentrent sur les risques et les opportunités d'une entité liés aux changements climatiques, une approche communément appelée « simple matérialité ».²⁰⁸ En tant que telles, elles ne réglementent pas directement les informations relatives à l'impact environnemental des activités d'un émetteur, une approche généralement appelée « double matérialité ». Par exemple, le PR 51-107 n'exigerait pas des émetteurs assujettis qu'ils indiquent comment leurs processus de production peuvent avoir un impact négatif sur la biodiversité ou les changements climatiques. De même, la Ligne directrice B-15 n'exige pas des banques qu'elles indiquent l'impact de leurs activités de financement sur l'environnement.

²⁰⁵ Gouvernement du Canada (2022a). Des exigences similaires existent déjà au niveau provincial en Ontario et au Manitoba. Voir : Wolfe (2022).

²⁰⁶ L'annonce de l'Énoncé économique de l'automne 2023 fait suite à l'engagement pris par le gouvernement fédéral dans le budget 2021 de « collaborer avec les provinces et les territoires dans le but d'intégrer les informations sur les changements climatiques, conformément au Groupe de travail sur les informations financières relatives aux changements climatiques, dans les pratiques habituelles de divulgation d'un large éventail de l'économie canadienne ». Gouvernement du Canada (2023).

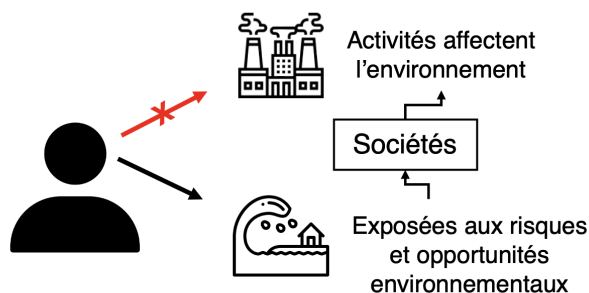
²⁰⁷ Pour plus d'informations sur les exigences en matière de divulgation de la diversité, voir : Jeffery et al. (2019). Le gouvernement fédéral pourrait également s'inspirer de la Californie, qui a récemment présenté un projet de loi obligeant toutes les entreprises atteignant certains seuils de chiffre d'affaires à divulguer leurs émissions de GES et les risques financiers climatiques. Pour plus d'informations sur ces exigences, voir : Roberts et al. (2023).

²⁰⁸ Comme l'a noté le commissaire à l'environnement et au développement durable, les informations financières relatives au climat doivent être complétées par d'autres instruments politiques afin de réaliser la transition climatique, tels que les taxonomies vertes, les mesures prudentielles visant à détourner les flux financiers des actifs liés aux combustibles fossiles, et les mesures de tarification du carbone. Voir : Commissaire à l'environnement et au développement durable (2022).



En outre, ces règles ne régissent que les informations qui doivent être communiquées aux investisseur-euses, sans exiger des organisations déclarantes qu'elles atteignent des objectifs de performance environnementale spécifiques, comme l'alignement de leurs activités sur les objectifs de l'Accord de Paris ou sur les objectifs climatiques du Canada.

Schéma 4 - Divuligation basée sur la simple matérialité



Ces limites pourraient être comblées par des mesures réglementaires. Par exemple, la *Loi sur la finance alignée sur le climat (PL S-243)*, un projet de loi proposé en 2022 par la sénatrice indépendante Rosa Galvez, introduirait des exigences en lien avec le climat supplémentaires pour les IFF et les sociétés constituées en vertu d'une loi fédérale au Canada.²⁰⁹ S'il est adopté, ce nouveau texte législatif obligerait plus de 400 000 organisations, dont 83 banques, 219 compagnies d'assurance et des milliers de sociétés constituées en vertu d'une loi fédérale, à démontrer chaque année qu'elles s'alignent sur les objectifs de réduction des émissions du gouvernement du Canada. Le PL S-243 obligerait les entités déclarantes à divulguer leurs objectifs climatiques, leurs plans de transition pour atteindre ces objectifs et les progrès réalisés par les entités chaque année. Le PL S-243 établirait également des exigences en matière de comptabilité carbone et des normes minimales pour l'utilisation des compensations carbone et des technologies de capture et de stockage du carbone. En outre, la législation proposée modifierait les mandats de plusieurs institutions fédérales, dont la Banque du Canada et le BSIF, afin de garantir que leurs actions s'alignent sur les engagements du Canada en matière de climat. En date du 15 septembre 2024, le projet de loi avait atteint l'étape du comité au Sénat.



Encadré 9 - Coopératives financières

Les coopératives financières sont des acteur-trices important-es de l'écosystème financier québécois. Par exemple, en 2023, environ le tiers de tous les prêts émis au Québec (en valeur)

²⁰⁹ Un résumé des exigences de divulgation et de déclaration du PL S-243 figure à l'annexe D du rapport 2022 du CQDE sur l'écoblanchiment climatique. Voir Beaulieu et Bishai (2022).



l'ont été par des coopératives financières affiliées au Mouvement Desjardins.²¹⁰

Les coopératives financières sont réglementées au niveau provincial par la *Loi relative aux coopératives de services financiers (Loi FinCoop)*. Cette loi exige des coopératives financières qu'elles publient un rapport annuel contenant des informations spécifiques établies par la législation, mais aucune de ces exigences ne fait expressément référence aux questions environnementales (*Loi FinCoop*, art.162). En vertu de la loi, il est illégal de communiquer intentionnellement à quiconque des renseignements qui sont à la fois (i) exigés en application de la loi et (ii) qui sont faux ou trompeurs (*Loi FinCoop*, art. 605). En outre, les communications publiques des coopératives financières sont soumises aux dispositions générales de la *Loi sur la concurrence* et de la *Loi sur la protection du consommateur* relatives aux pratiques commerciales trompeuses.²¹¹

Malgré l'absence d'exigences spécifiques en matière de divulgation environnementale dans la *Loi FinCoop*, plusieurs coopératives financières ont volontairement divulgué des informations sur leurs performances environnementales dans leurs rapports annuels ou dans des rapports autonomes consacrés à la durabilité, tel que le rapport annuel sur l'investissement responsable de Desjardins.²¹²

En juillet 2024, à la suite d'une consultation qui s'est déroulée de novembre 2023 à février 2024, l'AMF a publié la version finale de sa Ligne directrice sur la gestion des risques liés aux changements climatiques.²¹³ Cette ligne directrice non contraignante, publiée par l'AMF en sa qualité d'organisme provincial de réglementation prudentielle du Québec, établit les attentes de l'agence en la matière. Elle s'applique aux assureurs, aux coopératives de services financiers, aux coopératives d'épargne et de crédit, aux sociétés de fiducie et aux institutions de dépôt du Québec sous réglementation provinciale. Bien qu'elle ne s'applique pas aux intermédiaires financiers, l'AMF indique que les institutions financières devraient établir des relations d'affaires avec les intermédiaires qui leur permettent de répondre aux attentes énoncées dans la ligne directrice.

Le contenu de la Ligne directrice sur la gestion des risques liés aux changements climatiques est similaire à celui de la Ligne directrice B-15.²¹⁴

En outre, cette ligne directrice comprend des attentes spécifiques concernant le traitement équitable des client-es par les institutions financières dans le contexte de la conception des produits, de la souscription, de la commercialisation des produits, de la publicité sur les produits et de la divulgation d'informations. Par exemple, la ligne directrice recommande que chaque institution financière fournisse « aux membres du personnel, aux intermédiaires et aux

²¹⁰ Autorité des marchés financiers (2023b), p.36.

²¹¹ L'article 3 de la *Loi sur la protection du consommateur* spécifie expressément que les coopératives sont soumises à ses exigences.

²¹² Desjardins (2023).

²¹³ Autorité des marchés financiers (2024a).

²¹⁴ Initiative canadienne de droit climatique (2024).



autres personnes qui agissent pour le compte de l'institution et qui interviennent dans l'offre de ses produits une information pertinente sur ces aspects, les outils appropriés pour accompagner les clients et les formations appropriées » afin qu'ils comprennent les caractéristiques des produits relatives aux changements climatiques, aux phénomènes météorologiques extrêmes et aux groupes de client-es cibles.²¹⁵ De même, la ligne directrice indique que l'institution financière devrait « s'assurer que les produits offerts procurent les avantages et caractéristiques raisonnablement attendus des groupes de clients ciblés. Ceci peut signifier, sans toutefois s'y limiter, que les protections contre les événements climatiques extrêmes (par exemple : inondations, feux de forêt, etc.) soient adaptées et reflètent les besoins et intérêts communs des groupes de clients ciblés».²¹⁶

Bien que cette ligne directrice puisse améliorer considérablement la transparence et la qualité des informations environnementales divulguées par les coopératives financières et les autres institutions financières réglementées au niveau provincial, elle présente certaines lacunes. Par exemple, elle est uniquement axée sur les risques liés aux changements climatiques, excluant les communications relatives à d'autres aspects de la performance environnementale, tels que l'impact sur les changements climatiques ou les risques liés à la nature et la biodiversité. En outre, compte tenu de sa nature prudentielle, la ligne directrice ne crée pas d'obligations contraignantes pour les institutions, et une violation de ses dispositions ne peut pas se traduire par des sanctions légales.



4.2. Services d'investissement et de données

4.2.1. Services d'investissement

a) Description du segment

Les produits financiers sont souvent complexes et les intermédiaires financiers²¹⁷ jouent un rôle clé en aidant les investisseur-euses à prendre des décisions conformes à leurs besoins et à leurs préférences.²¹⁸ Cela est particulièrement vrai pour les produits FDISR, qui sont relativement nouveaux et ne sont pas bien compris par tous les investisseur-euses, en particulier les investisseur-euses individuel·les. Par exemple, une enquête menée en 2024 auprès d'investisseur-euses de détail canadien·es a révélé que 70 % des répondants

²¹⁵ Idem, p.13.

²¹⁶ Idem, p.11.

²¹⁷ Duclos et al. (2024) utilisent cette expression pour désigner les personnes physiques et morales qui fournissent des services de conseil en investissement, de gestion de portefeuille et de négociation de titres dans les secteurs des valeurs mobilières, de l'assurance de personnes et de la planification financière. Pour plus d'informations, voir l'introduction du chapitre 3 de leur ouvrage.

²¹⁸ Pour une description de la nature de la relation entre les professionnel·es des services d'investissement et les investisseur-euses individuel·es, voir Duclos et al. (2024), chapitre 3, section 1.



connaissaient « peu ou pas du tout » l'investissement responsable, et que 21 % n'en avaient « jamais entendu parler ».²¹⁹

Au Canada, les intermédiaires financiers sont réglementés et doivent être enregistrés auprès des autorités pour pouvoir fournir des services financiers. Comme le montre le schéma 5, les principales catégories d'intermédiaires financiers sont les suivantes :²²⁰

- **Les courtiers en placement (CP)** sont des entreprises qui conseillent et assistent les investisseur·euses dans l'achat et la vente de tout type de valeurs mobilières.²²¹
- **Les courtiers en épargne collective (CEP)** offrent des services similaires à ceux proposés par les CP, mais leur offre est limitée aux organismes de placement collectif, un type de fonds d'investissement qui regroupe un portefeuille diversifié de titres.²²² Comme décrit plus en détail dans la sous-section 4.3.3, les organismes de placement collectif sont généralement gérés par des gestionnaires de fonds d'investissement et des gestionnaires de portefeuille professionnels.²²³
- **Les gestionnaires de portefeuille (GP)** sont des entreprises qui fournissent des conseils sur l'achat et la vente de titres et sur la gestion d'un portefeuille de titres. Les GP peuvent fournir des conseils sur des transactions spécifiques ou se voir confier un mandat général de gestion du portefeuille de leurs client·es.²²⁴
- **Les planificateur·trices financier·ères** sont des professionnel·les qui aident les individus à évaluer leur situation financière personnelle, à identifier leurs objectifs financiers et à élaborer des stratégies financières pour les atteindre.²²⁵ Ils·elles ne sont pas autorisé·es à fournir des conseils sur des produits d'investissement spécifiques et

²¹⁹ Association pour l'investissement responsable (2024).

²²⁰ Les autres catégories comprennent les conseiller·ères en sécurité financière, les représentants en plans de bourses d'études, les conseiller·ères en assurances collectives et les conseiller·ères en assurance et rentes collectives.

²²¹ Les CP fournissent leurs services par l'intermédiaire de leurs représentants, qui ne peuvent exercer que dans le cadre d'un CP enregistré. Voir : Duclos et al, (2024), chapitre 4.

²²² Les CEP fournissent leurs services par l'intermédiaire de représentant·es de CEP, qui ne peuvent exercer que dans le cadre d'un CEP enregistré. À moins qu'ils ne soient également enregistrés en tant que représentant·es d'une autre catégorie de courtiers. Les services de conseil des représentant·es de CEP sont considérés comme complémentaires à leurs services de négociation. Voir Duclos et al. (2024).

²²³ Les gestionnaires de fonds d'investissement sont chargés de gérer les opérations quotidiennes d'un fonds d'investissement, tandis que les gestionnaires de portefeuille sont chargés de définir la stratégie d'investissement du fonds. Voir Duclos et al. (2024).

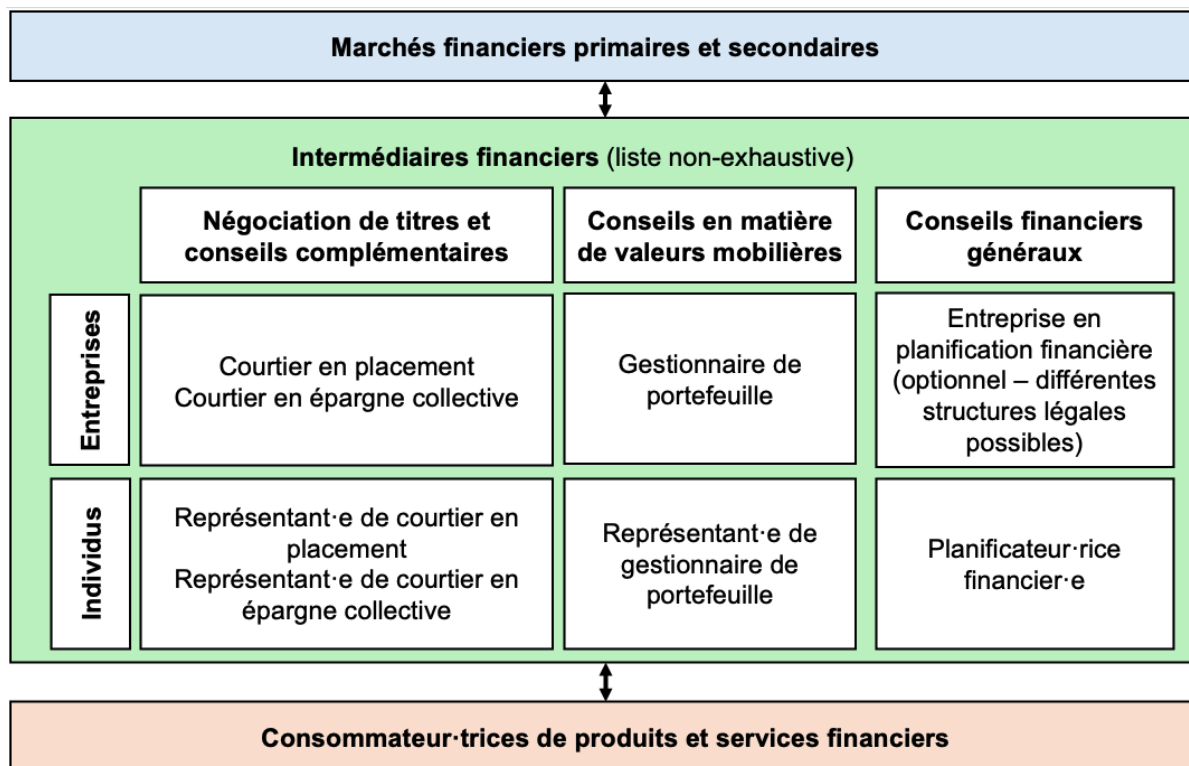
²²⁴ Les GP fournissent leurs services par l'intermédiaire de représentant·es-conseils des GP, qui ne peuvent exercer que dans le cadre d'une gestion de portefeuille enregistrée. Il existe différentes catégories de représentant·es, telles que représentant·e-conseiller·e d'un GP et représentant·e-conseiller·e adjoint d'un GP. Pour plus d'informations, voir Duclos et al. (2024). Comme le notent les auteur·trices, les GP peuvent proposer leurs services en collaboration avec des CP pour exécuter des transactions et disposer d'une offre plus complète.

²²⁵ Institut de planification financière (2023). Les planificateur·trices financier·es peuvent exercer à titre individuel ou au sein d'un cabinet de planification financière.



à exécuter des transactions pour leurs client-es, à moins qu'ils-elles n'exercent également en tant que représentant-es de CP ou CEP.²²⁶

Schéma 5 - Catégories sélectionnées d'intermédiaires financiers²²⁷



Les CP, CEP, GP et leurs représentant-es respectif-ves sont des spécialistes de produits, autorisé-es à fournir des services relatifs à des produits d'investissement spécifiques. Les planificateur-trices financier-es sont des généralistes qui fournissent des conseils couvrant un large éventail de services financiers, y compris l'assurance, la planification fiscale et la planification de la retraite.²²⁸

b) Le cadre juridique

Compte tenu de l'importance de leur rôle de conseil et de l'asymétrie d'information entre eux-elles et leurs client-es, les intermédiaires financiers sont soumis à plusieurs obligations légales prévues par les lois, les règlements et les règles adoptées par les organismes d'autoréglementation. Ces obligations se retrouvent dans la *LVM*, la *Loi sur la distribution de produits et services financiers (Loi sur la distribution)*, le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites (R 31-103)*, le

²²⁶ Idem.

²²⁷ Ce schéma est adapté de Crête et Duclos (2011). Une catégorie de produits d'investissement qui n'est pas représentée dans ce schéma est celle des produits d'investissement liés à une forme de couverture d'assurance. Ces produits sont distribués par des intermédiaires financiers qui ne sont pas représentés dans le schéma 5. Pour plus d'informations, voir le chapitre 1 de Duclos et al. (2024).

²²⁸ Duclos et al, (2024).



Code de déontologie de la Chambre de la sécurité financière (Code DCSF), le Règlement sur la déontologie dans les disciplines de valeurs mobilières (Règlement DSVM) et les règles établies par le prédécesseur de l'Organisme canadien de réglementation de l'investissement (OCRI), c'est-à-dire les règles de l'Organisme canadien de réglementation des placements (Règles de l'OCRCVM) ²²⁹

Dans cette sous-section, nous donnons un aperçu général de certaines obligations imposées aux entreprises et aux représentant-es qui peuvent s'appliquer aux pratiques d'écoblanchiment. ²³⁰

Les CP, les CEP, les GP et leurs représentant-es sont régis par la LVM, tandis que les sociétés de planification financière et leurs représentant-es sont régies par la *Loi sur la distribution*. ²³¹ Toutefois, l'AMF a délégué certains de ses pouvoirs à l'OCRI, un organisme d'autoréglementation (OAR) nouvellement créé. ²³² La Chambre de la sécurité financière (CSF), un autre OAR, s'est vu accorder un pouvoir de surveillance sur certaines catégories de professionnel·les financier·es en vertu de la *Loi sur la distribution*, mais pas sur les cabinets qu'ils représentent. ²³³ L'AMF assure la supervision et le contrôle de l'OCRI et de la CSF afin de s'assurer qu'ils respectent leurs mandats respectifs. ²³⁴

Les intermédiaires financiers qui sont à la fois (i) réglementés en vertu de la LVM et (ii) non supervisés par un OAR sont soumis aux exigences du R 31-103. Cela inclut les GP ²³⁵, les représentant-es des GP et, jusqu'à ce que l'OCRI devienne pleinement opérationnel, les CEP.

²²⁹ Pour une discussion sur la nature de la relation entre les intermédiaires financiers et leurs client-es, voir Crête et al. (2014) aux paragraphes 22 et suivants.

²³⁰ Nous ne discutons pas des obligations imposées aux dirigeant-es des intermédiaires financiers. Par ailleurs, pour une exploration exhaustive des règles applicables aux intermédiaires financiers au Québec, incluant les sanctions et recours en cas de non-conformité, nous référons le lecteur à Duclos et al. (2024).

²³¹ Duclos et al. (2024), chapitre 4.

²³² Malgré cette délégation, l'AMF a conservé son autorité en matière disciplinaire. L'OCRI a été créé en 2023 à la suite de la fusion de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), un OAR national chargé d'adopter des règles déontologiques et de surveiller la conduite des courtiers en valeurs mobilières, de leurs représentant-es et de leurs dirigeant-es, et de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM), un autre OAR national ayant des responsabilités similaires à l'égard des CEP. Dans la plupart des provinces canadiennes, l'ACCFM était également chargée de superviser les représentant-es des CEP, mais pas au Québec, où les CEP et leurs représentant-es étaient respectivement supervisé-es par l'AMF et la CSF. Dans le cadre de la fusion de l'ACCFM et de l'OCRCVM au sein de l'OCRI, l'AMF a annoncé qu'elle déléguerait la supervision des CEP à l'OCRI et que la CSF conserverait ses pouvoirs à l'égard des représentant-es des CEP. En date du 15 septembre 2024, la délégation de pouvoirs par l'AMF à l'OCRI n'était pas encore entièrement complétée, de sorte que les règles de l'OCRI n'étaient pas encore applicables aux CEP. Voir : Organisme canadien de réglementation des investissements (2023).

²³³ Duclos et al., (2024), chapitre 3.

²³⁴ Idem.

²³⁵ Les GP et leurs représentant-es sont soumis-es à la surveillance de l'AMF. Il n'y a pas d'OAR qui réglemente les GP et leurs représentant-es.



Les CP et leurs représentant-es sont soumis aux règles de conduite professionnelle établies par l'OCRI.²³⁶ Toutefois, selon les circonstances, les Règles de l'OCRCVM peuvent s'appliquer en plus ou à la place du R 31-103.

Les normes de déontologie applicables aux représentant-es des CEP sont fixées dans le Règlement DSVM, qui est appliqué par la CSF, tandis que les obligations de déontologie des planificateur-trices financier-es sont établies dans le Code DCSF, adopté par la CSF. La CSF est chargée d'assurer le respect de ces règles par les planificateurs-trices financier-es, tandis que l'AMF est responsable de la surveillance des cabinets de planification financière.

Au-delà de leurs devoirs généraux de loyauté et de diligence envers leurs client-es, les intermédiaires financiers sont liés par des obligations légales spécifiques qui peuvent avoir un impact sur leur capacité et leur volonté de communiquer des informations sur la durabilité et d'offrir des services FDISR à leurs client-es. Par exemple :

- **La formation** : Pour être autorisé-es à offrir leurs services, les professionnel·les de l'investissement doivent être inscrit-es auprès de l'autorité compétente, ce qui n'est possible que s'ils-elles satisfont aux exigences de formation applicables à leur titre, telles qu'énoncées dans la législation et la réglementation.²³⁷ Par exemple, l'utilisation du titre de planificateur-trice financier-e est réservée aux professionnel·les titulaires d'un diplôme en planification financière délivré par l'Institut de planification financière (**IPF**) et du certificat correspondant délivré par l'AMF (*Loi sur la distribution*, art. 56-57). De même, les représentant-es de CEP, CP et GP doivent tous-tes avoir réussi des examens spécifiques pour pouvoir s'inscrire auprès de l'AMF et de l'OCRI.²³⁸ Ces professionnel·les sont également soumis-es à des exigences de formation continue, qui garantissent que ces personnes détiennent l'expertise pertinente et demeurent compétent-es dans leurs domaines respectifs.²³⁹

²³⁶ Une fois que l'OCRI sera pleinement opérationnel, il sera également responsable de l'enregistrement et de l'établissement de règles de conduite professionnelle pour les CEP et leurs dirigeant-es, tandis que la CSF restera chargée des questions disciplinaires et des règles déontologiques relatives aux représentant-es des CEP. En attendant, les CEP restent soumis à la réglementation établie par l'AMF. Voir : Duclos et al. (2024).

²³⁷ Duclos et al. (2024), chapitre 4, point 1.2.

²³⁸ Voir R 31-103. Le-la représentant-e doit avoir réussi l'un des examens suivants : l'examen du Cours sur les fonds d'investissement au Canada (IFSE), l'examen du Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada (CSI), ou l'examen du cours Fonds d'investissement au Canada (CSI). Le-la représentant-e peut également se qualifier s'il-elle satisfait aux exigences en matière de formation et d'expérience pour être un-e représentant-e-conseiller-e PM. Voir l'article 2600 des Règles de l'OCRCVM pour une liste complète des exigences de compétence applicables aux différentes catégories de professionnel·es. Comme l'indique le R 31-103, pour obtenir un certificat, le-la représentant-e-conseiller-e d'un GP doit : (i) avoir obtenu la charte CFA et posséder 12 mois d'expérience pertinente en gestion de placements au cours de la période de 36 mois précédant la demande d'inscription ; ou (ii) avoir reçu le titre de gestionnaire de placements canadien (Chartered Investment Manager) et posséder 48 mois d'expérience pertinente en gestion de placements, dont 12 mois au cours de la période de 36 mois précédant la demande d'inscription.

²³⁹ Par exemple, voir : Règles de l'OCRCVM, art. 2701(1) ; *Loi sur la distribution*, art. 200(5.1) et 202.1, cité par Duclos et al. (2024). Comme le notent Duclos et al. (2024) au chapitre 4, la LVM ne prévoit pas d'exigences en matière de formation continue. Toutefois, l'instruction générale publiée en relation avec le R 31-103 indique que les « personnes physiques inscrites devraient actualiser leurs connaissances et leur formation en permanence, à mesure



En date du 15 septembre 2024, la plupart des programmes de formation obligatoire pour les professionnel·les de la finance comprennent peu – voire pas du tout – de contenu sur les produits et services FDISR.²⁴⁰ En outre, les professionnel·les des services d'investissement ne sont pas tenus d'assister à des sessions de formation sur les produits FDISR dans le cadre de leurs obligations de formation continue, bien qu'ils-elles puissent volontairement décider de le faire.

- **Connaissance du client (CSC) :** Les intermédiaires financiers sont tenus de comprendre la situation et les besoins financiers de leurs client·es avant de leur proposer des solutions d'investissement. Par exemple, l'article 13.2 du R 31-103 exige des intermédiaires financiers qu'ils prennent « des mesures raisonnables » pour s'assurer qu'ils disposent d'informations suffisantes sur la situation personnelle et financière de leurs client·es, leurs besoins et objectifs de placement, leurs connaissances en matière de placement, leur profil de risque et leur horizon temporel de placement. Les Règles de l'OCRCVM réitèrent cette exigence (Règles de l'OCRCVM, article 3202).²⁴¹ De même, le Règlement DSVM exige des représentant·es de CEP qu'ils-elles s'efforcent « de façon diligente et professionnelle, de connaître la situation financière et personnelle ainsi que les objectifs de placement du client. » (Règlement DSVM, art. 3). En outre, les conseils du·de la représentant·e de CEP « doivent s'appuyer sur une analyse approfondie des renseignements obtenus du client et de l'information relative à l'opération. » (Règlement DSVM, art. 4). Le Code DCSF prévoit l'obligation générale d'avoir une compréhension complète des faits applicables avant de fournir des conseils (Code DCSF, art.15).

Aucune de ces exigences réglementaires en matière de CSC ne fait expressément référence aux préférences des client·es en matière de durabilité. Toutefois, selon une interprétation large de leurs obligations, les professionnel·les doivent s'informer sur les objectifs et les convictions environnementales ou sociales de leurs client·es avant de recommander un produit ou un service particulier. Les professionnel·les doivent également prendre en considération ces préférences si elles sont exprimées dans le cadre de leurs services de conseil.

En 2021, l'OCRI a précisé ses attentes dans ses lignes directrices sur la détermination de la convenance pour les client·es de détail.²⁴² Dans ce document, l'OCRI affirme que l'obligation d'acquiescer « suffisamment de renseignements » sur les « besoins et objectifs du client en matière de placement » des client·es exige de donner aux « clients l'occasion d'exprimer leurs besoins et leurs objectifs en matière de placement dans des termes qui leur sont familiers, comme (...) investir selon des critères environnementaux, sociaux ou de

qu'apparaissent de nouveaux titres et services et que son secteur d'activité évolue. Les sociétés doivent leur offrir de la formation sur la conformité à la législation en valeurs mobilières. »

²⁴⁰ Le programme du Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada (CSI) et du cours Fonds d'investissement au Canada (CSI) ne contient aucun contenu FDISR. Voir : Institut canadien des valeurs mobilières (2024). L'un des 40 résultats d'apprentissage du module de gestion de portefeuille du cours CFA Level I pour 2024 était de « décrire comment les considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) peuvent être intégrées dans la planification et la construction d'un portefeuille ». Voir : CFA Institute (2024a ; 2024b).

²⁴¹ Duclos et al. (2024), chapitre 5.

²⁴² Organisme canadien de réglementation des investissements (2021).



gouvernance ou en fonction d'autres préférences personnelles. »²⁴³ Toutefois, il n'est pas certain que cette clarification ait entraîné des changements concrets dans les pratiques des intermédiaires financiers en matière de CSC.

Lors d'une conférence publique tenue en février 2024, le directeur général de l'OCRI a reconnu la nécessité d'adopter des règles contre l'écoblanchiment afin de garantir que les consommateur-trices aient accès à des informations suffisantes pour prendre des décisions éclairées.²⁴⁴ Il a également indiqué que l'OCRI envisageait d'exiger des professionnel·les qu'ils-elles posent des questions spécifiques sur leurs préférences ESG.²⁴⁵ Toutefois, ces commentaires n'ont pas été pris en compte dans le plan stratégique 2025-2027 et les priorités annuelles 2025 de OCRI.²⁴⁶

- **Connaissance du produit (CSP) :** Les intermédiaires financiers²⁴⁷ sont tenus d'avoir une compréhension adéquate des solutions d'investissement qu'ils proposent. Par exemple, avant d'offrir des valeurs mobilières, l'alinéa 13.2.1 (1) du R 31-103 exige que les intermédiaires enregistrés prennent des mesures raisonnables pour évaluer les caractéristiques pertinentes de ces valeurs mobilières, notamment leur structure, leurs caractéristiques, leurs risques et leurs coûts. Cette exigence est réitérée dans les Règles de l'OCRCVM à l'article 3301. De même, l'article 13.2.1 (2) du R 31-103 exige des représentant-es inscrit-es qu'ils-elles ne négocient ou ne recommandent des titres que s'ils-elles ont pris des mesures pour en comprendre les caractéristiques, les risques et la structure. Cette exigence est réitérée dans les Règles de l'OCRCVM à l'article 3302.

Ainsi, les intermédiaires financiers qui achètent, vendent ou recommandent des produits financiers comportant une composante FDISR doivent comprendre leurs caractéristiques distinctives.

- **La convenance :** Les intermédiaires financiers sont tenus d'offrir des solutions d'investissement qui correspondent raisonnablement aux attentes, aux besoins et à la situation de leurs client-es. Par exemple, avant de effectuer un investissement pour un client-e ou de lui faire une recommandation, l'article 13.3 du R 31-103 exige des intermédiaires financiers qu'ils s'assurent que la mesure proposée « convient au client » et qu'elle donne « préséance à l'intérêt du client » (R 31-103, art. 13.3). Pour déterminer si une action est appropriée, l'intermédiaire doit prendre en compte les informations recueillies dans le cadre des processus CSC et CSP, les conséquences sur le compte du client-e et l'incidence réelle et potentielle des coûts sur les rendements de placements (R 31-103,

²⁴³ Idem. Toutefois, il n'est pas certain que les intermédiaires financiers aient intégré cette exigence dans leurs pratiques commerciales, car un expert interrogé dans le cadre de ce rapport a indiqué que certaines entreprises ne suivent pas les orientations de l'OCRI à ce sujet et ne documentent pas la conformité à cette exigence par les représentant-es.

²⁴⁴ Poulin-Goyer (2024).

²⁴⁵ Idem.

²⁴⁶ Organisme canadien de réglementation des investissements (2024a ; 2024b).

²⁴⁷ Les planificateur-trices financier-es n'étant pas autorisé-es à proposer des produits spécifiques à leurs client-es, cette obligation est moins pertinente pour cette catégorie de prestataires.



art.13.3).²⁴⁸ Des obligations similaires, bien qu'avec des spécifications plus détaillées, s'appliquent également aux intermédiaires sous le contrôle de l'OCRI.

Ces exigences ne sont pas spécifiques aux produits FDISR. Toutefois, un-e professionnel-le de l'investissement dont le client-e exprime un intérêt pour ces produits (ou signale des préférences correspondant aux caractéristiques de ces produits) au cours du processus CSC doit faire des recommandations qui répondent à ces besoins. En outre, les professionnel-les de l'investissement doivent avoir une connaissance suffisante des produits qu'ils-elles recommandent à leurs client-es pour s'assurer de répondre à leurs besoins, y compris en ce qui concerne les caractéristiques des produits FDISR.

- **L'information** : Les intermédiaires financiers sont tenus de fournir des informations spécifiques à leurs client-es pour leur permettre de prendre des décisions d'investissement adéquates.²⁴⁹ Cette obligation peut être générale, comme l'exige le Code DCSF, qui prévoit que tout représentant-e « doit exposer à son client ou à tout client éventuel, de façon complète et objective, la nature, les avantages et les inconvénients du produit ou du service qu'il lui propose et s'abstenir de donner des renseignements qui seraient inexacts ou incomplets » (Code CCSF, art.13). Cette obligation peut également être spécifique, comme en témoignent la partie 14 du R 31-103 et l'article 165 de la LVM.²⁵⁰
- **Déclarations trompeuses** : La réglementation applicable aux intermédiaires financiers contient plusieurs dispositions qui interdisent aux intermédiaires financiers de faire des déclarations fausses ou trompeuses à leurs client-es. Par exemple, il est interdit aux planificateur-trices financier-es de faire « des déclarations ou des représentations incomplètes, fausses, trompeuses ou susceptibles d'induire en erreur. » (Code DCSF, art. 16). De même, un-e représentant-e de CEP est tenu de « prendre les mesures raisonnables afin d'assurer l'exactitude et l'intégralité des renseignements transmis au client sur ses placements. » (Règlement DSVM, art. 7)²⁵¹ et de « s'abstenir de faire une fausse déclaration quant à son niveau de compétence ou quant à l'efficacité de ses services ou quant à ceux du cabinet pour le compte duquel il agit. » (Règlement DSVM, art. 18).²⁵² L'article 13.18 du R-31-103 formule des exigences similaires. De même, les CP ne peuvent pas émettre de publicité, de documentation commerciale ou de correspondance contenant une déclaration « fausse ou trompeuse », omettant un « fait important », contenant une « promesse non fondée de rendement précis », « omet de présenter objectivement les risques éventuels auxquels le client s'expose » ou portant « atteinte aux intérêts du public » (Règles de l'OCRCVM, art. 3603).

²⁴⁸ Voir également les Règles de l'OCRCVM, art. 3402-3403. Les Règles de l'OCRCVM établissent des exigences différentes pour déterminer la convenance pour des client-es de détail et des client-es institutionnel-les.

²⁴⁹ Duclos (2024) au chapitre V.

²⁵⁰ Idem.

²⁵¹ L'article 13 du Code DCSF établit une exigence similaire : « Le représentant doit exposer à son client ou à tout client éventuel, de façon complète et objective, la nature, les avantages et les inconvénients du produit ou du service qu'il lui propose et s'abstenir de donner des renseignements qui seraient inexacts ou incomplets. »

²⁵² L'article 10 du Code DCSF et le paragraphe 13.18(1)(a) du R 31-103 établissent une exigence similaire.



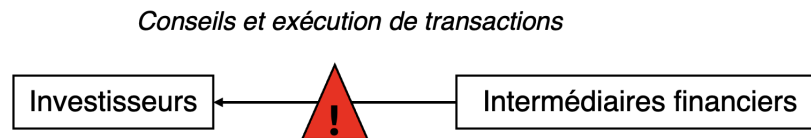
Ces règles peuvent s'appliquer aux déclarations des intermédiaires financiers concernant les caractéristiques environnementales des produits financiers. Par exemple, selon les circonstances, les fausses déclarations d'un-e représentant-e de CEP concernant son expertise en matière de fonds d'investissement ESG pourraient constituer une violation de l'article 18 du Règlement DSVM. De même, une affirmation trompeuse concernant l'utilisation d'une méthode de filtrage négatif par un GP pourrait constituer une violation de l'article 3603 des Règles de l'OCRCVM.

Une violation par les entreprises de services d'investissement et les professionnel·les qu'elles emploient de leurs obligations en matière de CSC, de CSP, de convenance et d'information peut entraîner un large éventail de sanctions pénales, disciplinaires et administratives.²⁵³

c) Risques d'écoblanchiment

Dans un sondage réalisé en 2022 par EducÉpargne auprès des travailleur·euses québécois·es, 53 % des répondant·es ont exprimé leur intérêt pour les stratégies et les produits d'investissement responsable.²⁵⁴ De plus, une majorité de ces personnes ont indiqué être intéressées à investir dans des fonds thématiques liés à la production et à la distribution d'énergies renouvelables et de technologies propres.

Schéma 6 – Risques d'écoblanchiment dans le secteur de l'intermédiation financière



Cependant, des sondages ont également suggéré que la demande de produits et de conseils FDISR n'est pas satisfaite par les prestataires de services d'investissement. Selon le sondage d'ÉducÉpargne, 65 % des répondant·es qui reçoivent des conseils d'un-e conseiller·e ou d'un-e planificateur·trice financier·e ont indiqué que leur conseiller·e n'a jamais abordé le sujet de l'investissement responsable avec eux·elles.²⁵⁵ De même, un sondage réalisé en 2024 par l'Association pour l'investissement responsable indique que 67 % des répondant·es aimeraient que leur fournisseur de services d'investissement partage des informations sur les options d'investissement responsable – cependant, seulement 32 % ont indiqué que leur fournisseur avait abordé le sujet avec eux·elles.²⁵⁶

Des conclusions similaires ont été tirées d'une enquête menée par le magazine Protégez-Vous, qui a envoyé des client·es mystères rencontrer 14 conseiller·es financier·es de sept grandes institutions financières afin d'obtenir des informations sur les produits FDISR.²⁵⁷

²⁵³ Un examen exhaustif de ces sanctions dépasse le cadre de ce rapport. Pour plus d'informations sur les pouvoirs de contrôle et d'application de l'AMF, de l'OCRI et de la CSF, voir Duclos et al. (2024).

²⁵⁴ EducÉpargne (2022).

²⁵⁵ Idem.

²⁵⁶ Association pour l'investissement responsable (2024).

²⁵⁷ Roy et Bergeron (2024).



Lors de ces rencontres, de nombreux·ses conseiller·es avaient une connaissance limitée des produits ESG, tandis que d'autres n'en connaissaient même pas l'existence. Certain·es conseiller·es n'étaient pas en mesure de fournir des conseils sur les fonds ESG, ne connaissaient pas leurs caractéristiques et ne fournissaient pas de détails sur la méthodologie d'investissement de ces fonds.

De nombreux facteurs peuvent expliquer pourquoi certains intermédiaires financiers peinent à répondre à la demande croissante de produits et de conseils FDISR. L'un d'entre eux est **l'absence de formation obligatoire concernant** ce segment de marché, qui peut conduire les professionnel·les à prioriser des produits d'investissement plus traditionnels. En raison des exigences CSP qui leur sont applicables, les professionnel·les n'ont pas le droit de proposer des produits qu'ils ne connaissent pas. Par conséquent, s'ils n'ont pas une bonne compréhension des produits FDISR, il est peu probable qu'ils·elles les mentionnent à leurs client·es.

En outre, **l'absence d'exigences spécifiques en matière de CSC** concernant les caractéristiques FDISR – telles que la volonté d'un·e client·e d'atteindre des objectifs environnementaux ou sociaux par le biais de ses investissements – peut conduire les professionnel·les à se concentrer sur d'autres aspects des préférences de leurs client·es en matière d'investissement. Souvent, les investisseur·euses ne sont pas conscient·es de l'existence d'options FDISR et, sans invitation à considérer ces produits, il est peu probable qu'ils·elles abordent le sujet. De même, sans information sur les préférences de leurs client·es en matière de durabilité, les intermédiaires sont peu susceptibles de proposer des options qui répondent aux besoins de leurs client·es. La mise à jour de 2021 de l'OCRI sur ses attentes en matière de CSC et de convenance a été une bonne première étape pour remédier à cette situation – mais elle pourrait être élargie par le biais de mesures réglementaires visant à garantir la conformité, comme cela a été fait dans l'UE (voir l'encadré 10).²⁵⁸

Néanmoins, les prestataires de services d'investissement ont des obligations légales envers leurs client·es. Ils doivent s'enquérir de leurs besoins et préférences, ce qui peut inclure des questions sur leurs objectifs environnementaux et sociaux. Si les client·es font part de leur désir d'investir dans des produits FDISR, il incombe aux professionnel·les de s'assurer qu'ils proposent des options d'investissement conformes à leurs besoins. S'ils ne disposent pas d'une expertise suffisante dans le segment FDISR, les professionnel·les doivent s'en remettre à des collègues plus expérimenté·es et/ou faire appel à des connaissances et à une expertise externes. Le non-respect de ces exigences peut entraîner un large éventail de sanctions pour les intermédiaires financiers.²⁵⁹ Les professionnel·les proactif·ves peuvent déjà choisir de s'inscrire volontairement à des sessions de formation dédiées aux produits FDISR pour remplir leurs obligations de formation continue, et les entreprises peuvent mettre en place des programmes de formation interne sur les considérations FDISR.

Cependant, même s'ils obtiennent une formation adéquate en matière de FDISR, questionnent leurs client·es sur leurs préférences en matière de durabilité et maîtrisent les

²⁵⁸ Langton (2022).

²⁵⁹ Voir Duclos et al. (2024) pour plus d'informations à ce sujet.



caractéristiques environnementales des produits qu'ils recommandent, la capacité des prestataires de services d'investissement à offrir des solutions conformes aux besoins de leurs client-es est limitée par la disponibilité restreinte d'actifs FDISR de haute qualité. Par exemple, un prestataire de services d'investissement ne sera pas en mesure de répondre à la demande de ses client-es pour des produits d'investissement d'impact alignés sur l'Accord de Paris si de tels actifs n'existent pas sur le marché. Ainsi, toute réforme des obligations des prestataires de services d'investissement n'aura qu'un impact limité si elle n'est pas accompagnée de mesures réglementaires et de politiques publiques qui encouragent le développement de produits d'investissement répondant aux préférences des investisseur-euses axés sur la durabilité et, surtout, qui contribuent efficacement à l'alignement du secteur financier sur les engagements mondiaux en matière de durabilité.

En outre, le potentiel de transformation d'une réforme des obligations des intermédiaires est limité par la volonté des investisseur-euses d'investir dans des actifs FDISR de haute qualité. Certain-es investisseur-euses ne sont pas intéressé-es par des solutions d'investissement qui leur permettent d'avoir un impact positif sur l'environnement ou d'éviter de causer des dommages environnementaux. L'inclusion de sujets liés à la durabilité dans le processus CSC ne modifiera pas les préférences de ces personnes. Comme indiqué précédemment, cela montre les limites des politiques basées sur l'information, qui visent à améliorer la qualité des informations communiquées aux parties prenantes, sans garantir que ces informations modifieront le comportement des parties prenantes.

Encadré 10 – Exigences de l'UE sur la collecte d'informations sur les préférences des client-es en matière de durabilité

En 2022, l'UE a modifié sa *Directive sur les marchés d'instruments financiers II* afin d'exiger explicitement des entreprises fournissant des conseils en investissement et des services de gestion de portefeuille qu'elles prennent en compte les préférences de leurs client-es en matière de durabilité dans le cadre du processus d'évaluation de la convenance des produits financiers.²⁶⁰ En vertu de la réglementation modifiée, ces prestataires sont tenu-es de recueillir suffisamment d'informations sur les préférences de leurs client-es en matière de durabilité et de recommander des produits financiers qui reflètent ces préférences.²⁶¹



4.2.2. Fournisseurs de données ESG

a) Description du segment

²⁶⁰ J.P. Morgan Asset Management (2022). Les préférences en matière de durabilité sont définies en référence aux objectifs environnementaux définis dans la taxonomie de l'UE (voir encadré 13), aux investissements qui contribuent à un objectif environnemental ou social tel que défini dans le Règlement de l'UE relatif à la divulgation d'informations sur la finance durable (voir encadré 16) ou aux investissements qui prennent en compte les effets négatifs touchant les facteurs de durabilité.

²⁶¹ Idem.



Les acteur-trices du secteur financier s'appuient généralement sur des données financières pour évaluer les titres, négocier des investissements, développer des produits financiers et gérer des actifs. Certaines de ces données sont obtenues auprès de fournisseurs de données financières, qui sont des entreprises spécialisées dans la collecte, l'analyse, l'agrégation et la distribution de données financières.²⁶² Le secteur des données financières est dominé par de grands fournisseurs mondiaux, tels que Bloomberg, Refinitiv, MSCI, Morningstar (et sa filiale axée sur les facteurs ESG, Sustainalytics), S&P, ISS et FactSet.²⁶³

Au cours des dernières années, la demande de données financières sur les performances ESG a connu une croissance exponentielle.²⁶⁴ Les produits proposés par les fournisseurs de données financières dans ce segment comprennent²⁶⁵ :

- **Données** : Fourniture de données sur les indicateurs ESG pertinents, tels que l'empreinte carbone d'une entreprise, ses politiques de rémunération des cadres, la qualité de ses programmes de diversité et d'équité ou le pourcentage de femmes au sein de son conseil d'administration. Ces données peuvent être utilisées par les client-es pour gérer leurs risques et leurs opportunités, se conformer aux exigences en matière de reddition de comptes et respecter leurs objectifs d'investissement ESG.²⁶⁶
- **Notations et scores**²⁶⁷ : Agrégation d'une sélection de données ESG en un indicateur numérique ou alphabétique qui mesure la performance relative d'une organisation par rapport à ses pairs. Par exemple, la notation des risques ESG de Sustainalytics classe les risques ESG des entreprises sur une échelle de 0 (risque négligeable) à 40+ (risque grave).²⁶⁸ Comme l'explique l'entreprise, cette notation mesure « le degré de risque auquel la valeur économique d'une entreprise est exposée en raison de facteurs ESG » et est destinée à être utilisée pour comparer les entreprises au sein d'un même secteur et d'un secteur à l'autre.²⁶⁹ Les investisseur-euses peuvent utiliser les notations et les scores pour évaluer et sélectionner des actifs ou dans le cadre d'initiatives d'engagement actionnarial.

²⁶² Organisation internationale des commissions de valeurs (2021).

²⁶³ Idem.

²⁶⁴ Idem.

²⁶⁵ Les autres services comprennent les services de conseil, la certification et la fourniture d'un second avis, l'assistance en matière de rapports réglementaires et les conseils sur les techniques d'amélioration des notations ESG. Voir : OICV (2021).

²⁶⁶ Voir Organisation internationale des commissions de valeurs (2021), tableau 16.

²⁶⁷ Dans l'AP 81-334, les ACVM définissent les évaluations et les notes ESG comme « une évaluation d'une organisation ou d'un produit eu égard à ses caractéristiques, à son efficacité et à sa performance sur le plan des facteurs ESG, notamment son exposition aux risques et/ou aux occasions en la matière ». Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a). L'OICV distingue les scores ESG des notations ESG en indiquant que les premiers reposent sur une analyse quantitative, tandis que les seconds reposent sur une analyse à la fois quantitative et qualitative accompagnée de rapports analytiques. Voir : Organisation internationale des commissions de valeurs (2021).

²⁶⁸ Sustainalytics (2023a).

²⁶⁹ Sustainalytics (2023b). Comme l'indique l'entreprise, « pour être considérée comme pertinente dans les notations des risques ESG, une question doit avoir un impact potentiellement important sur la valeur économique d'une entreprise et, par conséquent, sur son profil de risque et de rendement financier du point de vue de l'investissement ».



- **Indices** : Établissement d'une liste d'entreprises sur la base de leur performance par rapport à une sélection de données (par exemple, sur la base de leur score ESG ajusté à l'industrie), et pondération de ces entreprises sur la base de leur taille relative pour obtenir un indicateur numérique qui mesure la performance agrégée de l'échantillon.²⁷⁰ Par exemple, l'indice « MSCI World ESG Leaders » comprend une liste de 694 grandes et moyennes entreprises pondérées en fonction de leur capitalisation boursière.²⁷¹ Les entreprises qui composent cet indice sont sélectionnées à partir d'un indice MSCI plus large, et sur la base de leurs notations ESG et de leur exposition aux controverses ESG.²⁷² Cet indice exclut les entreprises impliquées dans des activités commerciales spécifiques, telles que le tabac, l'extraction de combustibles fossiles, l'énergie thermique du charbon et les armes controversées.²⁷³ Les indices ESG peuvent être utilisés pour développer des fonds d'investissement passifs qui visent à construire un portefeuille correspondant à la composition de l'indice. Ils peuvent également servir de référence pour mesurer la performance relative des gestionnaires d'actifs ayant recours à une stratégie de placement active.

Certains fournisseurs de données financières, comme S&P et Morningstar (via sa filiale DBRS), proposent également des services de notation de crédit.²⁷⁴ Ces notations mesurent la probabilité qu'un emprunteur, tel qu'une entreprise ou un gouvernement, manque à ses obligations financières.²⁷⁵ Les notations de crédit permettent aux investisseurs d'évaluer la capacité de paiement des emprunteurs et de négocier des conditions financières qui reflètent leur risque de crédit (par exemple, en appliquant des taux d'intérêt plus élevés).²⁷⁶

b) Le cadre juridique

Historiquement, la fourniture de notations de crédit et d'autres services de données financières, y compris la distribution de notations ESG, était largement non réglementée en Amérique du Nord et en Europe. Par exemple, certaines agences de notation de crédit (**ANC**) étaient autorisées à fournir des services de conseil aux émetteurs de dette avant de noter leurs produits, ce qui soulevait des enjeux de conflit d'intérêts, et certaines méthodes de notation étaient perçues comme opaques.²⁷⁷ Ces questions étaient susceptibles d'avoir d'importantes répercussions sur la stabilité financière, car les notations des ANC étaient

²⁷⁰ Comme l'expliquent Fichtner et al. (2023), « l'objectif des indices est d'afficher la performance d'une entité économique spécifique telle que le marché boursier d'un pays (par exemple, S&P 500) en un seul chiffre qui est relativement facile à comprendre et comparable dans le temps. Les fournisseurs d'indices – les sociétés qui construisent les indices – jouent un rôle particulièrement important sur les marchés de capitaux, car leurs décisions d'inclure ou d'exclure des actifs des indices ont une forte influence sur l'allocation des capitaux ».

²⁷¹ MSCI (2024).

²⁷² Idem.

²⁷³ Les entreprises qui tirent moins de 5 % de leurs revenus de l'extraction de combustibles fossiles et de la production d'électricité à partir de charbon thermique peuvent encore être incluses.

²⁷⁴ Fitch et Moody's sont deux autres agences de notation de crédit dignes d'intérêt.

²⁷⁵ Voir l'article 5 de la LVM pour une définition juridique formelle.

²⁷⁶ Malaver-Vojvodic (2020).

²⁷⁷ Idem.



parfois intégrées dans des mécanismes réglementaires, tels que le calcul des exigences de fonds propres des banques.²⁷⁸

À la suite de la crise financière de 2008, les autorités financières ont commencé à examiner la possibilité d'interdire certaines pratiques commerciales des principales ANC.²⁷⁹ À la suite de ces discussions, les lois provinciales sur les valeurs mobilières du Canada ont été modifiées en 2009 pour permettre aux agences provinciales de réglementer les agences de notation (par exemple, l'article 186.2 de la *LVM*). Ces modifications ont conduit à l'adoption du *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées (R 25-101)*. Seules les agences de notation désignées (**AND**) par les autorités sont soumises à ce règlement (*LVM* art.186.1), qui exige que les AND établissent, maintiennent et respectent un code de conduite (*R 25-101* art.9), et nomment un responsable de la conformité chargé de surveiller le respect par l'AND de son code de conduite et de la législation en matière de valeurs mobilières (*R 25-101* art.12).²⁸⁰ Les agences de notation sont également tenues de tenir des livres et des registres et de déposer des documents réglementaires décrivant, entre autres, leurs procédures et méthodes de détermination des notations de crédit, leurs politiques et procédures en matière de conflits d'intérêts et leurs politiques et procédures en matière de contrôles internes (*R 25-101*, art. 14).²⁸¹

La *LVM* accorde également à l'AMF le pouvoir d'inspecter les agences de notation afin de vérifier leur conformité à la loi (*LVM*, art. 186.3). Bien qu'elle ne puisse pas réglementer le contenu ou la méthodologie sous-jacente à une notation de crédit, l'AMF peut « imposer des modifications aux pratiques et procédures » de l'agence de notation si elle le juge nécessaire pour protéger le public (*LVM*, art. 186.5 et 186.6).

En 2021, la *LVM* a été à nouveau modifiée pour permettre à l'AMF de réglementer les indices de référence financiers.²⁸² Ces modifications ont fait suite à des cas de manipulation du LIBOR²⁸³, un indice de référence du Royaume-Uni, qui ont conduit l'UE à réglementer l'utilisation, l'administration et la contribution à certains indices de référence financiers.²⁸⁴ Les modifications apportées en 2021 à la *LVM* autorisent l'AMF à désigner des indices de référence

²⁷⁸ Idem.

²⁷⁹ Idem.

²⁸⁰ Ce règlement reflète l'instrument national correspondant adopté par les ACVM. Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2012).

²⁸¹ Pour une description des informations à fournir, voir l'annexe 25-101A1 *Formulaire de demande et de dépôt annuel de l'agence de notation désignée* figurant à la fin du R 25-101.

²⁸² Les indices de référence sont définis dans la *LVM* comme incluant un « un prix, une estimation, un taux, un indice ou une valeur qui est déterminé régulièrement par application d'une formule ou d'une méthode à un ou à plusieurs éléments sous-jacents ou par évaluation de ceux-ci, qui est publié ou mis à la disposition du public, à titre onéreux ou gratuit, et qui est utilisé à titre de référence notamment afin de fixer l'intérêt ou toute autre somme à payer au titre d'un contrat ou d'un instrument financier, y compris un dérivé au sens de la Loi sur les instruments dérivés (chapitre I-14.01), de fixer le prix d'achat ou de vente ou la valeur d'un contrat ou d'un instrument financier, y compris un tel dérivé, ou de mesurer la performance d'un instrument financier ou d'un fonds d'investissement ».

²⁸³ Cet indice de référence suit les taux d'intérêt auxquels les banques londoniennes se prêtent les unes aux autres. Il est couramment utilisé comme taux d'intérêt de référence dans les transactions financières.

²⁸⁴ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2023).



et leurs administrateur·trices comme étant soumis·es aux exigences de la *LVM* (art. 182.0.1).²⁸⁵ Jusqu'à présent, seul Refinitiv Benchmark Services (R.-U.) Limited a été désigné comme administrateur d'indice de référence, et seul le Canadian Dollar Offered Rate a été désigné à la fois comme indice de référence essentiel et comme taux d'intérêt de référence en vertu de la nouvelle réglementation.²⁸⁶

En dehors des notations de crédit et des indices de référence désignés, la fourniture de services de données financières n'est pas soumise à une réglementation spécifique en vertu de la législation provinciale ou fédérale. En d'autres termes, la fourniture de données, de notations et d'indices ESG n'est actuellement pas réglementée au Canada.

Cependant, les fonds d'investissement qui utilisent des données, des notations et des indices ESG sont soumis à des obligations d'information concernant leur utilisation de ces services, ce qui peut avoir un impact indirect sur les activités des fournisseurs de notation ESG. En mars 2024, les ACVM ont publié une version révisée de l'AP 81-334, qui définit les attentes des autorités en matière d'informations à fournir sur les facteurs ESG par les fonds d'investissement.²⁸⁷ Cet avis, qui est décrit en détail dans la sous-section 4.3.3, ne vise pas directement les fournisseurs de notation ESG. Toutefois, les ACVM indiquent avoir observé que de nombreux fonds ne divulguaient pas de manière adéquate la façon dont ils utilisent les notations et les scores ESG, ainsi que les indices et les indices de référence ESG. C'est pourquoi les ACVM ont décidé de formuler des recommandations concernant les informations à fournir par les fonds sur leur utilisation des notations et indices ESG dans le cadre de leurs stratégies d'investissement ou de leurs communications commerciales.

L'AP 81-334 est un document très complet qui contient des recommandations détaillées en matière d'information pour les fonds d'investissement qui utilisent des notation ESG dans le cadre de leurs stratégies d'investissement ou de leurs communications commerciales, ce qui devrait permettre de résoudre un grand nombre de problèmes liés à l'utilisation des services de notation ESG par les fonds d'investissement.²⁸⁸ Toutefois, l'AP 81-334 ne s'applique qu'aux fonds d'investissement régis par la *LVM*, de sorte que les autres utilisateur·trices de notations ESG (et, indirectement, les consommateur·trices de produits financiers qui intègrent ces données) peuvent ne pas avoir accès aux mêmes informations que les investisseur·euses dans les fonds d'investissement régis par la *LVM*. Par exemple, un·e conseiller·ère en vote par procuration qui s'appuie sur les notations ESG pour formuler des recommandations de vote ne serait pas soumis aux obligations d'information de l'AP 81-334.

²⁸⁵ Un·e administrateur·trice de référence désigné est tenu·e de se soumettre à des exigences fixées par règlement concernant la gouvernance, le contrôle interne, la gestion des conflits d'intérêts, les codes de conduite, l'intégrité et la fiabilité des indices de référence, les méthodologies employées pour établir les indices de référence et la divulgation de l'information (*LVM*, art. 186.2.1). Comme pour les AND, l'AMF peut inspecter les administrateur·trices d'indice de référence désignés et imposer des changements à leurs pratiques et procédures si cela est nécessaire pour protéger le public (*LVM*, art. 186.3 et 186.6).

²⁸⁶ Stikeman Elliott (2021).

²⁸⁷ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a).

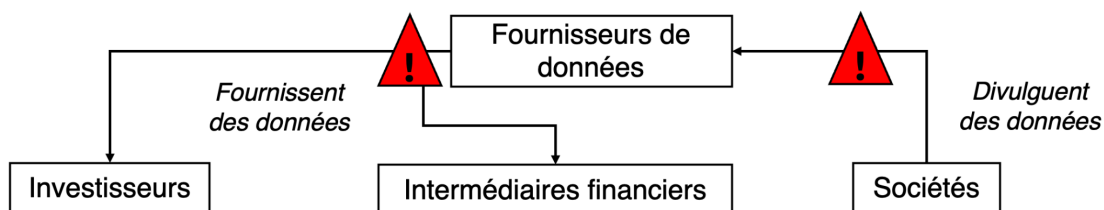
²⁸⁸ Toutefois, comme indiqué dans la section des recommandations, le document pourrait fournir des orientations plus spécifiques sur la divulgation des méthodologies ESG et prévoir des règles plus strictes en matière de conflits d'intérêts.



c) Risques d'écoblanchiment

Comme indiqué ci-dessus, le segment des notations ESG n'est actuellement pas réglementé au Canada. Toutefois, dans son Énoncé annuel des priorités 2023-2024, l'AMF a annoncé qu'elle « entamera une réflexion sur l'encadrement des fournisseurs de notation et de classement ESG », ce qui pourrait conduire à une action réglementaire dans le secteur. D'autres juridictions internationales ont déjà annoncé des mesures visant à réglementer le segment des notations ESG. Par exemple, comme le résume l'encadré 11, le gouvernement britannique a annoncé en mars 2024 qu'il introduirait des mesures législatives pour réglementer les notations ESG.²⁸⁹ Cette annonce a eu lieu un mois après que l'UE ait approuvé de nouvelles règles pour le secteur. Compte tenu de la portée mondiale des principaux fournisseurs de services de données ESG, les lois et la réglementation étrangères sont susceptibles d'avoir un impact direct sur les services fournis aux utilisatrices canadiennes.

Schéma 7 - Risques d'écoblanchiment dans le segment des données ESG



Les risques proviennent à la fois des données primaires divulguées par les entreprises et des données secondaires (telles que les notations) fournies par les fournisseurs de données.

Cet intérêt croissant des régulateur-trices pour le segment des données ESG reflète les critiques croissantes concernant la qualité et l'utilisation appropriée des données ESG, des notations et des indices. Les principales sources de ces critiques sont résumées ci-dessous.

Problèmes liés aux données primaires

Les données ESG primaires peuvent provenir des déclarations réglementaires ou volontaires des entreprises, des communiqués de presse des entreprises, de reportages journalistiques, d'informations de tiers et d'analyses menées par le fournisseur lui-même (par exemple, en collectant des données par le biais de questionnaires envoyés aux entreprises évaluées).²⁹⁰ Les données ESG ont été critiquées pour leur **manque de cohérence** : elles sont souvent autodéclarées, non auditées et non vérifiées par des tiers, se présentent sous différents formats et peuvent contenir des chiffres partiels ou inexacts, ce qui empêche la comparabilité entre les émetteurs.²⁹¹ Un autre problème concerne la **disponibilité** des

²⁸⁹ Reuters (2024).

²⁹⁰ OCDE (2022) ; Organisation internationale des commissions de valeurs (2021) ; KPMG (2021). Comme l'indique l'Organisation internationale des commissions de valeurs (2021) aux pages 10 et 11, outre les données brutes, les fournisseurs peuvent également proposer des outils de filtrage et des alertes sur les controverses.

²⁹¹ OCDE (2022) ; Organisation internationale des commissions de valeurs (2021).



données ESG : certaines régions et certains types d'entreprises (en particulier les petites entreprises privées) peuvent être sous-représentés dans les bases de données.²⁹² Ces préoccupations découlent de l'absence de réglementation concernant la divulgation et la normalisation des données ESG.²⁹³ Comme le décrivent les encadrés 4 et 7, les obligations d'information sur les risques liés aux changements climatiques qui seront bientôt imposées devraient contribuer à combler certaines de ces lacunes. Toutefois, des mesures supplémentaires seront nécessaires pour améliorer la qualité des données portant sur d'autres caractéristiques environnementales, telles que la biodiversité, l'utilisation de l'eau et la gestion des déchets.

Problèmes de notation

La création d'une notation ESG implique la sélection de facteurs et d'indicateurs ESG pertinents, l'attribution d'un poids relatif et l'agrégation des performances d'une entreprise pour chaque indicateur afin d'obtenir une note unique. Les notations ESG peuvent être un outil utile pour les investisseurs qui souhaitent comparer les performances ESG de différents actifs sans avoir à évaluer séparément des dizaines de paramètres. Les banques centrales et les régulateurs financiers peuvent également utiliser les notes ESG pour évaluer les risques et les progrès en matière de changements climatiques.²⁹⁴

Toutefois, les utilisateur-trices doivent être conscient-es que la plupart des notations ESG ont tendance à être **axées sur le risque** : elles s'appuient sur des indicateurs qui reflètent l'exposition d'une entreprise aux risques et opportunités financiers. En tant que telles, elles peuvent ne pas refléter l'impact d'un actif sur l'environnement ou la société.²⁹⁵ Par exemple, une entreprise très polluante peut obtenir une note environnementale élevée si elle opère dans une région peu exposée aux phénomènes météorologiques extrêmes et où la réglementation environnementale est minimale. Bien que certains fournisseurs aient travaillé à l'élaboration de notations axées sur l'impact, cette catégorie n'en est encore qu'à ses balbutiements.

En outre, par définition, les notations exigent de sélectionner et de pondérer les facteurs pertinents, ce qui implique nécessairement des **compromis et des décisions subjectives**, ce qui a donné lieu à des résultats controversés. En 2023, les médias ont rapporté que S&P avait attribué une notation ESG moins élevée à Tesla, un fabricant de voitures électriques, qu'à Philip Morris International, un fabricant de produits du tabac.²⁹⁶ Certains observateurs ont également noté qu'une notation ESG élevée n'est pas forcément corrélée à de faibles

²⁹² Organisation internationale des commissions de valeurs (2021) ; Paul Weiss (2021).

²⁹³ OCDE (2022).

²⁹⁴ Idem.

²⁹⁵ Ce principe figure dans le préambule de la déclaration PRI de l'ONU. Voir : Principes pour l'investissement responsable (sans date). Voir aussi : Crona et al. (2021) et Simpson et al. (2021).

²⁹⁶ Par exemple, Philip Morris International a obtenu un score « social » de 84, alors que Tesla a reçu un score de 20. De même, Sustainalytics a attribué une meilleure note ESG aux producteurs de tabac Altria et British American Tobacco qu'à Tesla.



émissions de GES, le carbone n'étant qu'un des nombreux indicateurs pouvant être pris en compte dans une notation donnée.²⁹⁷

En outre, de nombreux-euses chercheur-euses ont constaté que les notations ESG diffèrent considérablement d'un fournisseur à l'autre.²⁹⁸ En 2022, Berg et al. ont décomposé cette divergence en trois facteurs principaux²⁹⁹ :

- **Les divergences de mesure** proviennent du fait que différents fournisseurs sélectionnent différents indicateurs pour mesurer le même facteur ESG. Par exemple, un fournisseur peut évaluer le risque carbone d'une entreprise en évaluant ses émissions de portée 1, tandis qu'un autre fournisseur inclura les émissions de portée 2 et 3. Dans leur étude, Berg et al. ont constaté que la divergence de mesure contribuait à 56 % de la divergence entre les fournisseurs.
- **Les divergences de portée** sont dues au fait que les différents fournisseurs sélectionnent des facteurs différents pour évaluer l'exposition globale d'une entreprise aux risques ESG. Par exemple, un fournisseur de notation peut décider que les changements climatiques et les émissions de carbone sont des facteurs « E » pertinents, mais exclure les indicateurs de biodiversité de sa méthodologie. Un autre fournisseur peut décider d'inclure les facteurs de biodiversité, ce qui donne une note finale différente pour la même entreprise. Berg et al. ont constaté que les divergences de champ d'application étaient à l'origine de 38 % des divergences entre les fournisseurs.
- **La divergence des pondérations** reflète le fait que différents fournisseurs attribueront des pondérations différentes aux mêmes attributs ESG. Même si le processus d'évaluation des risques d'un fournisseur intègre une liste complète de facteurs ESG, il existe plusieurs façons de pondérer ces facteurs lors de l'évaluation du profil de risque d'un actif. Par exemple, les agences de notation peuvent attribuer un poids plus important aux critères sociaux ou de gouvernance qu'aux critères environnementaux, ce qui conduit à un investissement ESG présentant un degré global élevé d'exposition aux risques environnementaux. Dans l'étude de Berg et al., la divergence de poids était associée à 6 % de la divergence entre les fournisseurs.

La divergence n'est pas nécessairement un problème tant que les utilisateur-trices sont conscient-es des compromis intégrés dans les notations ESG, ce qui leur permet de donner la

²⁹⁷ Johnson (2023).

²⁹⁸ Chatterji et al. (2016) ; Boffo et al. (2020a et 2020b) ; Berg et al. (2022) ; Organisation internationale des commissions de valeurs (2021). Dans un discours prononcé en 2019, le commissaire de la SEC, M. Peirce, a noté que « même si la notation n'est pas erronée en soi, les différentes notations disponibles peuvent considérablement varier et fournir des résultats tellement bizarres qu'il est difficile de voir comment elles peuvent guider efficacement les décisions d'investissement ». Voir Peirce (2019). Christensen et al. (2021) ont constaté que des niveaux plus élevés de divulgation ESG conduisent à de plus grandes incohérences entre les notations ESG – ce qui, selon les auteur-trices, pourrait s'expliquer par le fait que « les fournisseurs de données doivent juger si la divulgation est synonyme de bonne ou de mauvaise performance ».

²⁹⁹ Berg et al, 2022. Les auteur-trices constatent également un « effet de halo » selon lequel les entreprises ayant obtenu un score élevé pour certains facteurs sont plus susceptibles de se voir attribuer un score élevé pour d'autres facteurs par le fournisseur de notations. Cet effet expliquerait 15 % des changements dans les scores des catégories entre les fournisseurs.



priorité à certaines caractéristiques environnementales d'un actif. En fait, la divergence peut être le résultat de la concurrence entre les fournisseurs de notations qui offrent des services différenciés.³⁰⁰

Cependant, de nombreux-euses observateur-trices ont noté que les fournisseurs de notation ont tendance à **manquer de transparence** lorsqu'il s'agit de divulguer leurs méthodologies. Par exemple, en 2021, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (**OICV**) a constaté un « manque de transparence des méthodologies, notamment en ce qui concerne l'étendue des données sous-jacentes, les définitions de la matérialité, le calendrier de collecte des données et la fréquence de révision ou de mise à jour des notations ESG ou des produits de notations ESG ».³⁰¹ Ce manque de transparence peut empêcher les utilisateur-trices de comprendre correctement les implications d'une notation ESG donnée, mais aussi les entreprises d'améliorer leurs performances.³⁰²

Un autre problème identifié par les chercheur-euses est le risque de **conflits d'intérêts** parmi les fournisseurs de notation ESG. Contrairement aux agences de notation de crédit, les fournisseurs de notation ESG ont la possibilité d'offrir des services de conseil aux entreprises qu'ils évaluent.³⁰³ Par exemple, la division conseil d'une société de notation ESG peut facturer des honoraires à une entreprise pour des conseils sur la manière d'améliorer la note attribuée par la division notation ESG du même fournisseur.³⁰⁴ Certains fournisseurs ont commencé à séparer ces deux fonctions commerciales pour répondre à cette préoccupation.³⁰⁵

Enfin, certain-es observateur-trices ont mis en garde contre le fait que les notations ESG pourraient accorder **plus d'importance à la divulgation d'informations par les entreprises qu'à leurs performances ESG réelles**. Dans une étude de 2022 sur les mesures environnementales (le « E » dans ESG), des chercheur-euses ont constaté qu'il n'y avait pas de corrélation entre les notes environnementales élevées et les mesures clés de la transition climatique, telles que des émissions de CO2 plus faibles, des réductions d'émissions plus importantes au fil du temps, des investissements environnementaux plus élevés et une plus grande utilisation des énergies renouvelables.³⁰⁶ Ils-elles ont également constaté que « les entreprises qui obtiennent un score E élevé obtiennent des résultats plus favorables sur les paramètres qui évaluent la divulgation par l'entreprise des principaux objectifs, politiques et engagements en matière de décarbonisation », ce qui peut être dû à la capitalisation boursière et à de plus grandes capacités administratives en matière de divulgation plutôt

³⁰⁰ Comme le note l'OICV, « cette diversité de points de vue, l'indépendance des méthodologies, l'innovation et la concurrence » peut être bénéfique pour les marchés et les investisseur-euses, avec une transparence suffisante et une gouvernance solide, en demandant aux fournisseurs d'émettre des notations et des produits de données qui sont cohérents en interne avec leurs propres méthodologies internes publiées ». (p.38).

³⁰¹ Organisation internationale des commissions de valeurs (2021)

³⁰² Idem.

³⁰³ Grandjean (2023).

³⁰⁴ Organisation internationale des commissions de valeurs (2021).

³⁰⁵ Idem.

³⁰⁶ OCDE (2022).

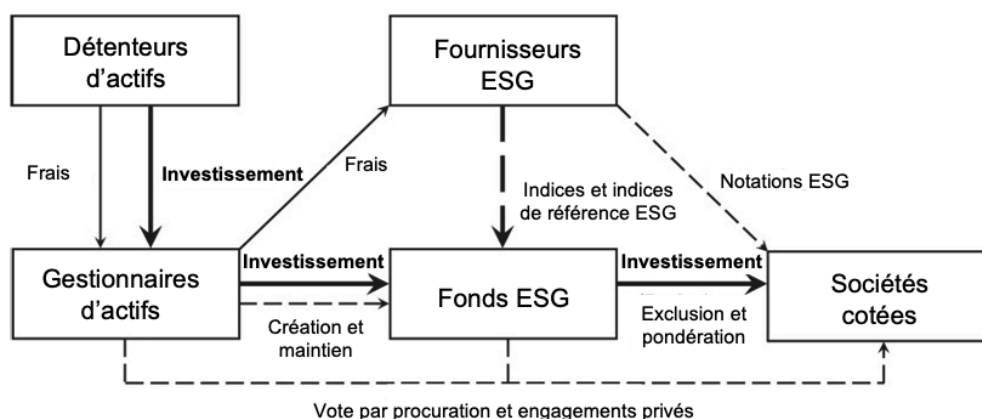


qu'aux actions posées relativement à la transition climatique.³⁰⁷ En d'autres termes, il a été démontré que certaines notations récompensent la divulgation de politiques et de plans climatiques plutôt que les efforts réels de réduction des émissions. Cela peut s'avérer très problématique si les investisseurs ou les régulateur-trices utilisent la note « E » d'une entreprise comme indicateur de son degré d'alignement sur la transition climatique, car les entreprises qui obtiennent une note élevée peuvent ne pas être en réalité des entreprises à faibles émissions et à faibles risques de transition.

Problèmes liés aux indices

Les indices ESG s'appuient sur les données et les notations ESG pour établir des listes d'entreprises qui répondent à une sélection de critères de performance, tels qu'une combinaison de critères de performance financière et de risque ESG. Ces listes peuvent être utilisées pour créer des fonds d'investissement passifs qui suivent un indice : lorsque des entreprises entrent ou sortent de la liste de l'indice, le gestionnaire du portefeuille passif achète ou vend des actions de ces entreprises pour s'assurer que le portefeuille de son fonds correspond à l'indice. La relation entre les investisseurs, les gestionnaires de fonds, les fournisseurs de données et les entreprises cotées est résumée dans le schéma ci-dessous, adapté de Fichtner et al.³⁰⁸

Schéma 8 : Vue d'ensemble de l'écosystème des notations ESG³⁰⁹



Stimulées par la popularité croissante des fonds négociés en bourse (**FNB**) dans le monde de l'investissement de détail, les stratégies d'investissement passif ont gagné en popularité au cours de la dernière décennie, en particulier dans le segment ESG.³¹⁰ Entre 2017 et 2020, la part des fonds ESG avec des stratégies passives a augmenté de plus de 400 %.³¹¹ Cette tendance a renforcé le rôle des fournisseurs d'indices dans l'allocation des capitaux. Elle a également

³⁰⁷ Idem.

³⁰⁸ Fichtner et al. (2023).

³⁰⁹ Tiré de Fichtner et al. (2023).

³¹⁰ Comme l'expliquent Fichtner et al. (2023), les fournisseurs d'indices « établissent des normes pour l'investissement durable et orientent de facto l'allocation du capital dans le cadre de l'investissement ESG ».

³¹¹ Leaders Arena (2020).



affecté le comportement des fonds actifs, qui peuvent utiliser les indices ESG comme référence et pour établir leurs stratégies d'investissement.³¹²

Les indices ESG présentent les mêmes biais et limites que leurs notations sous-jacentes. Par exemple, un fonds ESG passif qui réplique un indice ESG basé sur des notations axées sur le risque peut ne pas viser à obtenir un impact environnemental positif ni à éviter un impact environnemental négatif. Une étude a distingué trois catégories d'indices ESG :

- **Indices d'intégration ESG** : Ces indices axés sur le risque intègrent les facteurs de risque ESG en prenant en considération un large éventail d'indicateurs, généralement en s'appuyant sur les données des notations ESG.³¹³ Ces indices représentent la grande majorité des indices ESG.³¹⁴ Les indices d'intégration ESG peuvent permettre l'inclusion de sociétés de combustibles fossiles et d'autres actifs à forte intensité de carbone, en dépit de leur empreinte environnementale significative.
- **Indices « vert clair »** : Outre l'intégration des facteurs de risque ESG, ces indices axés sur le risque excluent de leur composition les industries à forte intensité de carbone (telles que les entreprises de combustibles fossiles) et accordent une plus grande importance aux facteurs environnementaux qu'aux facteurs sociaux et de gouvernance. Ces indices représentent une minorité des indices ESG.³¹⁵
- **Indices vert foncé** : Ces indices axés sur l'impact visent à investir dans des actifs qui faciliteront la réduction des émissions et la réalisation des objectifs climatiques mondiaux. Par exemple, ces indices peuvent être composés d'entreprises qui répondent à certains critères de performance en matière d'intensité des GES et d'objectifs de décarbonisation. Ces indices représentent une part minime de tous les indices ESG.³¹⁶

Comme pour les notations, l'existence de différents types d'indices ESG n'est pas problématique en soi, car différents types d'indices peuvent répondre à différents besoins des investisseur-euses. Cependant, l'existence même des indices d'intégration ESG et vert clair peut être une source importante de confusion pour les investisseur-euses qui investissent dans des fonds qui suivent les indices ESG. Par exemple, les investisseur-euses peuvent interpréter la référence à un indice ESG comme un signe de durabilité ou d'alignement sur les objectifs des accords de Paris et de Kunming-Montréal. De même, les investisseur-euses peuvent s'attendre à ce que certaines catégories d'actifs nuisibles à l'environnement, comme les actions de sociétés de combustibles fossiles, soient systématiquement exclues des indices ESG.

³¹² Fichtner et al. (2023).

³¹³ Comme l'expliquent Fichtner et al. (2023), « les indices ESG au sens large ne sont pas susceptibles d'avoir un impact sur la durabilité par le biais de l'allocation de capital (inside-out ou output ESG), mais visent plutôt à protéger la performance des investissements contre les effets négatifs des changements climatiques et les mesures prises par l'État pour l'atténuer (outside-in ou input ESG) ».

³¹⁴ Fichtner et al. (2023).

³¹⁵ Idem.

³¹⁶ Idem.



En vertu de l'AP 81-334, certains fonds d'investissement qui s'appuient sur des services de notation ESG doivent publier des informations spécifiques sur les notations ESG et les notations qui sous-tendent leurs activités d'investissement, comme indiqué dans la sous-section 4.3.3. Les investisseurs doivent donc examiner attentivement ces informations lorsqu'ils choisissent d'investir dans un fonds donné. Toutefois, ces obligations d'information sont limitées aux fonds d'investissement distribués publiquement et régis par la législation provinciale sur les valeurs mobilières.

Comme pour d'autres segments du secteur financier, la fourniture d'informations ESG trompeuses par les fournisseurs de données peut entraîner des risques d'écoblanchiment. Par exemple, en février 2024, un groupe d'ONG a déposé des plaintes auprès des points de contact nationaux des États-Unis, du Royaume-Uni et des Pays-Bas³¹⁷ contre trois grands fournisseurs d'indices ESG pour violation présumée des Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales.³¹⁸ Selon la plainte, les fournisseurs ont accordé des notes ESG élevées à des entreprises liées à l'armée du Myanmar et impliquées dans de graves violations des droits humains dans le pays, ce qui a entraîné l'inclusion de ces entreprises dans les indices ESG des fournisseurs. Bien que l'affaire soit toujours en cours, les groupes affirment que les fournisseurs d'indices ESG ont la responsabilité, en vertu des normes internationales de responsabilité des entreprises, de prévenir les violations des droits humains et de l'environnement et de remédier aux dommages résultant de leurs pratiques. Cette affaire, que l'on pourrait qualifier de « socio-blanchiment » étant donné qu'elle n'est pas directement liée à des considérations environnementales, pourrait être un signe que les fournisseurs de notation ESG sont susceptibles de faire l'objet d'un examen plus approfondi à mesure que les cadres réglementaires deviennent plus stricts.

Encadré 11 - Développements internationaux concernant les services de notation ESG

Union européenne

En 2021, la Commission européenne a publié une étude identifiant trois problèmes principaux dans le segment des services de notation, données et recherche ESG : les conflits d'intérêts, le manque de transparence et d'exactitude des méthodologies de notation, et le manque de clarté sur la terminologie et les opérations des fournisseurs de notation ESG.³¹⁹ Cela a conduit l'UE à adopter une proposition de règlement sur la transparence et l'intégrité des notations ESG, qui, en date du 15 septembre 2024, doit encore être approuvée par les États membres de l'UE et le Parlement européen.³²⁰ En vertu du règlement proposé, les fournisseurs de notation ESG seraient tenus de :

³¹⁷ Les points de contact nationaux sont des organes de médiation non judiciaires mis en place par les États membres de l'OCDE pour veiller à ce que les entreprises respectent les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, un ensemble de lignes directrices internationales non contraignantes sur la conduite responsable des entreprises.

³¹⁸ Inclusive Development International (2024) ; Templet-West et Cumbo (2024).

³¹⁹ Commission européenne (2021).

³²⁰ Conseil de l'Union européenne (2024).



- Obtenir l'autorisation de l'Autorité européenne des marchés financiers (**AEMF**) pour opérer dans l'UE.³²¹
- Établir et mettre en œuvre des politiques et des procédures pour s'assurer que leurs intérêts professionnels ne nuisent pas à leur indépendance et à l'exactitude de leurs services.
- Mettre en œuvre des mesures visant à prévenir les conflits d'intérêts s'ils exercent certaines activités, telles que la fourniture de services de conseil aux investisseurs et l'émission et la distribution de notations de crédit. En outre, les employé-es directement impliqués dans le processus de notation ne seraient pas autorisés à fournir ces autres services et ne pourraient pas posséder d'instruments financiers pour lesquels ils fournissent des services de notation.
- Publier sur leur site Internet les sources de leurs données, les méthodologies, les modèles et les principales hypothèses de notation utilisés dans le cadre de leurs activités de notation ESG.³²²
- Indiquer si leurs notations se limitent à l'évaluation des risques ESG ou si elles couvrent également l'impact ESG.
- Fournir des notes distinctes pour les facteurs E, S et G, et indiquer leur poids respectif.
- Indiquer si leurs notations environnementales mesurent l'alignement d'un actif sur les objectifs de réduction des émissions de l'Accord de Paris.

Si elles sont adoptées, les règles s'appliqueront aux agences de notation établies dans l'UE si elles émettent et publient leurs notations dans l'UE. Elles s'appliqueront également aux prestataires non européens dans certaines circonstances.

Cette mesure compléterait le règlement de l'UE sur les indices de référence pour la transition climatique, qui a été adopté en 2019 pour établir un système d'étiquetage des indices de référence et imposer aux administrateur-trices de ces indices des exigences en matière de divulgation d'informations sur la durabilité.³²³

³²¹ La proposition de règlement prévoit des exemptions pour les petits fournisseurs de services ESG. Des processus distincts sont établis pour les agences de notation basées dans l'UE et celles basées hors de l'UE.

³²² Cette obligation est limitée à la divulgation : le règlement interdirait à l'AEMF, à la Commission européenne ou à d'autres autorités publiques d'interférer avec le contenu des notations ESG ou des méthodologies (article 26).

³²³ Autorité européenne des marchés financiers (sans date). Ce règlement a introduit l'obligation pour tous-tes les administrateur-trices d'indices de référence (à l'exception des indices de référence des taux d'intérêt et des devises) d'indiquer si un indice de référence poursuit des objectifs ESG et d'expliquer comment la méthodologie de l'indice de référence incorpore des facteurs ESG. Ce règlement a également créé deux catégories d'indices de référence liés au climat : les indices de référence de l'UE relatifs à la transition climatique et les indices de référence de l'UE alignés sur l'Accord de Paris. Chaque catégorie est soumise à des exigences spécifiques en matière de méthodologie et de divulgation.



Royaume-Uni

En 2022, la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni (**FCA**) a chargé l'Association internationale des marchés de capitaux (**ICMA**) et l'International Regulatory Strategy Group d'établir un groupe sectoriel chargé d'élaborer un code de conduite volontaire pour les fournisseurs de données et de notations ESG en vue d'une utilisation à l'échelle mondiale.³²⁴ Ce code de conduite volontaire a été publié fin 2023 et intègre les recommandations formulées par l'OICV dans son étude de 2021.³²⁵ Le code couvre la gouvernance, la qualité des notations, les conflits d'intérêts, la divulgation publique et la transparence, la confidentialité et l'engagement avec les entreprises notées et les utilisateur-trices.³²⁶

Au cours du premier semestre 2023, le gouvernement britannique a mené une consultation sur l'opportunité d'autoriser la FCA à réglementer les fournisseurs de services de notation et de données ESG.³²⁷ En mars 2024, le gouvernement britannique a annoncé qu'il avait décidé d'aller de l'avant avec la réglementation des fournisseurs de notations ESG.³²⁸ En date du 15 septembre 2024, le contenu et le calendrier de cette initiative réglementaire n'avaient pas encore été annoncés par le gouvernement.

4.3. Allégations au niveau des produits

Les déclarations au niveau du produit sont des déclarations concernant les caractéristiques environnementales de produits financiers spécifiques. Trois catégories de produits sont examinées ci-dessous : les instruments fondés sur l'utilisation des recettes (en anglais, « use of proceeds » ou **UoP**), qui comprennent les obligations et les prêts verts, sociaux, bleus et autres prêts et obligations similaires; les instruments fondés sur la performance, qui comprennent les obligations et les prêts liés à la durabilité; et les fonds d'investissement qui intègrent des considérations FDISR.

L'émission de produits FDISR peut soulever des risques d'écoblanchiment pour (i) l'entité qui achète à des fins de revente ou qui facilite l'émission de produits FDISR, telle qu'une banque participant à l'émission d'une obligation verte, et (ii) l'investisseur de détail qui achète des produits FDISR, tel qu'un particulier achetant des parts d'un fonds commun de placement qui investit dans des obligations vertes.

D'une part, les émetteurs de produits FDISR peuvent fixer des contraintes d'utilisation des recettes, des objectifs de performance ou des objectifs d'investissement peu contraignants, ou ne pas les respecter, ce qui induit les investisseur-euses et les prêteurs en erreur quant à leurs véritables caractéristiques environnementales. Cette source de risque peut ne pas être

³²⁴ Association internationale des marchés de capitaux (2023a).

³²⁵ Idem.

³²⁶ Idem.

³²⁷ HM Treasury (2023).

³²⁸ Reuters (2024). Cette décision a été réitérée par le nouveau gouvernement du Royaume-Uni au mois d'août 2024. Voir : George (2024).



une préoccupation majeure du point de vue de l'élaboration des politiques si les produits financiers sont échangés et négociés entre des parties sophistiquées et professionnelles telles que les banques et les investisseur-euses institutionnel-les.³²⁹ Ces parties ont généralement une connaissance approfondie du paysage FDISR et sont davantage susceptibles de disposer des ressources et de l'expertise nécessaires pour évaluer les caractéristiques de durabilité d'un produit. Cela ne veut pas dire qu'elles ne participeront jamais à des transactions susceptibles de faciliter l'écoblanchiment, comme la participation d'une banque à une émission d'obligations liées à la durabilité de faible qualité. Cependant, elles sont moins susceptibles d'être trompées par les émetteurs et les emprunteurs dans le cadre de ce processus.

Inversement, lorsque ces instruments sont commercialisés auprès de groupes moins informés, tels que les investisseur-euses de détail ou le grand public, les risques d'écoblanchiment augmentent. Par exemple, les acteur-trices financier-es peuvent intégrer des produits FDISR de faible qualité dans les solutions d'investissement qu'ils proposent aux investisseur-euses de détail (comme l'inclusion d'obligations faussement « vertes » dans le portefeuille d'un fonds d'investissement étiqueté comme « vert »).³³⁰ De même, les institutions financières peuvent invoquer leurs investissements dans des produits FDISR de faible qualité pour promouvoir leurs réalisations environnementales afin d'attirer les consommateur-trices et de donner une image publique positive (par exemple en s'engageant à atteindre un objectif d'investissement « durable » ou « vert » donné). Ces types d'allégations trompeuses sont d'autant plus préoccupantes que les investisseur-euses de détail et le grand public sont moins susceptibles de disposer des ressources et de l'expertise nécessaires pour évaluer leur crédibilité. En d'autres termes, l'asymétrie d'information entre l'entité qui fait l'allégation et la personne qui la reçoit est plus grande dans ce cas.

Ces deux sources de risque sont abordées dans cette sous-section.



4.3.1. Financement restreignant l'utilisation des recettes



a) Description du segment

Les instruments FDISR de type UoP, qui comprennent les obligations et les prêts, sont destinés à canaliser des fonds vers des projets ou des activités qui devraient avoir un impact environnemental ou social positif. Ces instruments se caractérisent par des restrictions quant à l'utilisation des fonds levés par les emprunteurs ou les émetteurs d'obligations. Ces restrictions sont liées à des facteurs environnementaux, tels que l'adaptation aux changements climatiques et/ou son atténuation, l'utilisation durable et la protection des ressources hydriques et marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention et le contrôle de la pollution. Les restrictions UoP peuvent également concerner des facteurs sociaux, tels que des infrastructures de base abordables, l'accès aux services essentiels, des

³²⁹ Comme le note Mauffette-Whyte (2022), certain-es investisseur-euses institutionnel-les peuvent même fixer des normes plus strictes que ce qui est légalement requis afin d'atténuer leur exposition aux risques d'écoblanchiment.

³³⁰ Lorsque les instruments FDISR sont échangés et négociés entre des entités sophistiquées, la probabilité d'écoblanchiment diminue. À l'inverse, lorsque ces instruments sont commercialisés auprès de groupes moins informés, tels que les petits investisseur-euses ou le grand public, les risques augmentent.



logements abordables, des programmes de création d'emplois, la sécurité alimentaire et des systèmes alimentaires durables, ainsi que le progrès socio-économique.

Certains de ces instruments peuvent être liés à des projets ou activités spécifiques décrits dans la documentation de l'instrument, tandis que d'autres peuvent être utilisés pour financer toute activité qui répond aux contraintes d'utilisation des recettes de l'instrument. Par exemple, le gouvernement du Canada a récemment émis une obligation « verte » de 4 milliards de dollars qui restreint l'utilisation du produit de l'émission à des projets d'investissement « verts ».³³¹

L'encadré 12 présente les principales catégories de restrictions UoP qui prévalent sur le marché.³³²

Encadré 12 - Principales catégories³³³ de restrictions à l'utilisation des recettes

Vert : Les fonds levés par l'émission de dette verte doivent être utilisés pour financer des projets et des activités considérés comme contribuant de manière substantielle à des objectifs environnementaux spécifiques, tels que l'adaptation aux changements climatiques et/ou l'atténuation de ses effets, l'utilisation durable et la protection des ressources hydriques et marines, la transition vers une économie circulaire, la prévention et le contrôle de la pollution.

Social : Les fonds collectés à l'aide de ce type de dette doivent être consacrés à des projets et des activités liés à « la sécurité alimentaire et aux systèmes alimentaires durables, au progrès socio-économique, au logement abordable et à l'accès aux services essentiels tels que les soins de santé ».³³⁴

Transition : Cette catégorie de dette concerne des projets et des activités qui permettront à une entité opérant dans un secteur à fortes émissions et où les émissions sont difficiles à réduire d'opérer une « transition vers un impact environnemental réduit », notamment par la décarbonisation de ses activités.³³⁵

Conservation, nature ou biodiversité : Les fonds levés à l'aide de ce type de dette doivent être utilisés pour financer des projets et des activités de conservation et de restauration de la nature, tels que des projets visant à protéger les écosystèmes.

Bleue : Cette sous-catégorie de la dette « verte » concerne les projets visant à assurer la durabilité de l'économie des océans, tels que la promotion de la biodiversité marine et la durabilité des pêcheries.³³⁶

³³¹ Gouvernement du Canada (2024b).

³³² Il convient de noter que ces catégories sont approximatives et ne correspondent pas aux définitions juridiques de l'utilisation légitime des UoP.

³³³ Les autres catégories comprennent les obligations liées aux ODD, les obligations liées à la durabilité, les obligations COVID-19 et les obligations liées à l'égalité des sexes. Pour plus d'informations sur ces catégories, voir OCDE (2021).

³³⁴ Idem.

³³⁵ Idem.

³³⁶ Idem.



Selon les données de la Climate Bonds Initiative (**CBI**), la dette verte et la dette sociale sont les deux catégories les plus courantes de dette UoP en 2023, avec des émissions à l'échelle mondiale estimées respectivement à 2,8 billions de dollars US et 821 milliards de dollars US en 2023.³³⁷ En 2023, les entreprises canadiennes ont émis un total de 5,7 milliards de dollars américains en obligations vertes.³³⁸ Parmi les exemples notables d'émissions d'obligations vertes par des organisations canadiennes, on peut citer :

- **Desjardins** : En 2021, Desjardins a lancé une émission d'obligations durables de 500 millions de dollars.³³⁹ Desjardins s'est engagé à utiliser le produit net de l'émission pour financer ou refinancer des prêts, des investissements et des projets qui répondent à ses critères d'admissibilité « verts » ou « sociaux ». Desjardins a également établi des critères d'exclusion pour s'assurer qu'aucun fonds ne soit utilisé pour soutenir des entreprises principalement impliquées dans certaines activités, telles que le tabac, le charbon thermique et les armes non conventionnelles ou nucléaires.
- **Alimentation Couche-Tard** : En 2021, Alimentation Couche-Tard a clôturé une émission d'obligations vertes d'un montant de 350 millions de dollars américains.³⁴⁰ L'entreprise s'est engagée à utiliser le produit net pour financer ou refinancer des projets respectueux de l'environnement, nouveaux ou existants, et des initiatives communautaires dans six catégories : transport propre; efficacité énergétique; énergie renouvelable; prévention et contrôle de la pollution; gestion durable de l'eau et des eaux usées; et bâtiments écologiques.³⁴¹

Les instruments UoP peuvent impliquer des coûts d'émission plus élevés que les obligations et les prêts ordinaires, car les émetteurs et les prêteurs doivent investir du temps et des ressources pour établir un cadre d'émission qui fixe des contraintes d'éligibilité et de gouvernance, s'assurer que les fonds sont utilisés conformément à ce cadre et rendre des comptes aux investisseurs et aux prêteurs.³⁴² Les émetteurs et les emprunteurs peuvent compenser ces coûts s'ils réussissent à négocier des coûts de financement inférieurs pour les projets ayant une valeur environnementale ou sociale ajoutée.³⁴³ Cette différence de taux, également connue sous le nom de « greenium », refléterait la volonté des émetteurs de payer un prix plus élevé pour un produit financier censé avoir un impact environnemental ou social. Toutefois, les preuves empiriques de l'existence du « greenium » sont mitigées.³⁴⁴

³³⁷ Climate Bonds Initiative (2023).

³³⁸ Keidan (2024).

³³⁹ Desjardins Group (2021).

³⁴⁰ Alimentation Couche-Tard (2021).

³⁴¹ Idem.

³⁴² Fatica et Panzica (2021).

³⁴³ Curtis et al. (2023) notent que les preuves de l'existence d'un greenium pour l'utilisation des instruments de produits sont mitigées, ce qui jette un doute sur la perception par le marché de la crédibilité de ces instruments.

³⁴⁴ Voir les notes de bas de page 34 à 37 de Curtis et al. (2023) pour une revue de la littérature sur le greenium.



b) Le cadre juridique

i. Cadre obligatoire

Les prêts et les obligations sont deux types différents d'instruments de dette qui impliquent le paiement d'un taux d'intérêt et qui peuvent être utilisés pour obtenir du financement de type UoP.

Les prêts sont généralement négociés entre un prêteur (ou un groupe de prêteurs) et un emprunteur, qui peuvent convenir de conditions de prêt personnalisées pouvant être renégociées pendant la durée du prêt. Les parties à un contrat de prêt ont la possibilité de personnaliser les termes de leur accord.³⁴⁵ Par exemple, l'emprunteur et le prêteur peuvent convenir que le produit du prêt ne sera utilisé qu'à certaines fins et prévoir des obligations d'information et des sanctions en cas de manquement.

Les obligations sont un type de titres de créance qui peuvent être émises par un large éventail d'acteurs, tels que les entreprises, les villes et les gouvernements.³⁴⁶ Les émetteurs assujettis peuvent émettre des obligations (comme ils le feraient avec des actions) sur les marchés financiers, où les obligations peuvent être négociées par la suite.³⁴⁷ Les émetteurs assujettis émettent généralement des obligations par l'intermédiaire de souscripteurs, tels que les courtiers en valeurs mobilières.³⁴⁸ Les contrats d'obligations ont tendance à être plus normalisés que les contrats de prêt, offrant moins de flexibilité aux émetteurs pour personnaliser et renégocier leurs conditions après l'émission.

Outre les règles générales prévues par le droit des contrats et le droit de la protection des consommateur-trices en ce qui concerne les déclarations trompeuses, il existe deux sources particulières de mécanismes juridiques qui peuvent être utilisés pour garantir l'intégrité des instruments UoP : les droits d'exécution contractuels explicites et les obligations d'information réglementaires.

Tout d'abord, les contrats de dette peuvent inclure des **mécanismes d'exécution** qui permettent aux prêteurs et aux investisseur-euses de demander réparation en cas de violation des dispositions du contrat relatives à l'UoP. Les contrats d'obligations et de prêts comportent généralement une clause de « cas de défaut » qui permet aux investisseur-euses de faire valoir certains droits lorsque l'émetteur ne remplit pas ses obligations importantes, par exemple lorsqu'il n'effectue pas un paiement d'intérêts prévu.³⁴⁹ Il peut s'agir, entre autres, de demander le remboursement immédiat du prêt ou du principal de l'obligation et des

³⁴⁵ Au Québec, les contrats de prêt sont soumis aux dispositions du *Code civil du Québec* relatives au droit des contrats. Comme nous l'avons vu précédemment, la fourniture d'informations fausses ou trompeuses avant la conclusion d'un contrat peut donner lieu à des actions en justice.

³⁴⁶ Les titres d'emprunt émis par le gouvernement du Québec et le gouvernement du Canada sont expressément exemptés de l'application des titres II à VIII de la *LVM* (*LVM* art.3(1)). Les titres d'emprunt de certaines coopératives bénéficient également d'exemptions aux titres II à VIII de la *LVM* (*LVM* art.3).

³⁴⁷ Les obligations peuvent également faire l'objet d'une émission privée. Pour une description des différents types de titres de créance, voir *Practical Law Canada Corporate & Securities* (2024).

³⁴⁸ *Practical Law Canada Corporate & Securities* (2024). Pour une description du processus d'émission d'obligations, voir Kravitz, N. et Roy, S. (2010).

³⁴⁹ Curtis et al. (2023).



intérêts courus, de saisir certains actifs ou d'exiger le paiement d'un garant. Les contrats d'emprunt peuvent également contenir des dispositions qui augmentent le taux d'intérêt qui doit être payé par l'émetteur en cas de manquement.³⁵⁰

Les contrats de dette ou les actes de fiducie relatifs au financement UoP peuvent spécifier qu'une violation des dispositions relatives à l'UoP – également appelée « défaut vert » – constitue un cas de défaut ou un événement d'augmentation du taux, permettant aux prêteurs et aux investisseur-euses de sanctionner le non-respect de ces dispositions. L'inclusion de telles clauses dans un contrat d'obligation ou de prêt est volontaire, et les données empiriques suggèrent que ce n'est pas une pratique courante sur le marché obligataire.³⁵¹ En fait, la pratique du marché a consisté à inclure des clauses spécifiques d'exclusion et de déni de responsabilité dans les contrats d'emprunt qui stipulent qu'une violation des dispositions du contrat relatives à l'utilisation des recettes ne constitue pas un cas de défaut, ce qui limite les droits d'exécution des emprunteurs et des investisseur-euses.³⁵² Ce manque de protection contractuelle peut être une source importante de vulnérabilité pour certaines catégories d'investisseur-euses, comme les gestionnaires de fonds qui comptent sur les qualités environnementales des instruments de type UoP pour atteindre leurs engagements en matière de durabilité ou pour mettre en œuvre leurs stratégies d'investissement.³⁵³

Deuxièmement, comme indiqué dans la sous-section 4.1.1, la *LVM* exige que les émetteurs souhaitant distribuer des titres au public – y compris des obligations – **émettent un prospectus** qui doit être approuvé par l'AMF (*LVM*, art. 11).³⁵⁴ En plus de fournir des informations sur la situation financière, la gouvernance et les activités de l'émetteur, le prospectus doit divulguer de l'information sur l'utilisation prévue par l'émetteur du produit de l'émission.³⁵⁵ Dans cette divulgation, l'émetteur doit décrire les principaux buts et objectifs commerciaux de la distribution et les étapes qui doivent être franchies pour que ces buts soient atteints.³⁵⁶ Une déclaration générique selon laquelle les recettes seront utilisées pour les « besoins généraux de l'entreprise » ne constitue pas une divulgation suffisante.³⁵⁷ Bien qu'il n'y ait pas eu de jurisprudence sur l'utilisation du produit de la vente pour les obligations

³⁵⁰ Doran et Tanner (2019).

³⁵¹ Curtis et al. (2023). Cette étude se limite aux obligations UoP. Certain-es observateur-trices ont indiqué que de telles clauses pourraient être moins fréquentes dans les prêts UoP. Voir : Corke et Myers, 2019, cité par Curtis et al, 2023, à la page 51.

³⁵² Idem. Néanmoins, même en l'absence de droits d'exécution, un « défaut vert » peut avoir des conséquences sur la réputation de l'émetteur.

³⁵³ Voir : Doran et Tanner (2019). Comme le notent les auteurs, « un détenteur d'obligations qui est placé en violation de ses propres critères d'investissement peut être obligé de vendre rapidement sur le marché secondaire et, ce faisant, peut subir une perte. En l'absence de dispositions contractuelles expresses, il peut s'avérer difficile de soutenir une réclamation pour cette perte. »

³⁵⁴ Sauf dérogation.

³⁵⁵ La rubrique 6 de l'annexe 41-101A1 – *Information à fournir dans le prospectus* traite des obligations d'information sur l'emploi du produit.

³⁵⁶ 6.3 de l'annexe 41-101A1 – *Information à fournir dans le prospectus*. En outre, si plus de 10 % du produit net doit être utilisé pour acquérir des actifs ou à des fins de recherche et de développement, des informations spécifiques sur ces actifs et programmes de recherche et de développement doivent être fournies.

³⁵⁷ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2021b).



UoP en vertu de la *LVM*, cette exigence pourrait être interprétée comme demandant aux émetteurs assujettis de fournir des détails spécifiques sur leurs objectifs environnementaux et les caractéristiques environnementales de leur projet, le cas échéant.

Après l'émission d'une obligation, les émetteurs assujettis sont soumis **à des obligations d'information continue**, ce qui peut exiger que l'émetteur rende compte de l'UoP. Par exemple, l'annexe 51-102A1 - Rapport de gestion stipule que le RG annuel d'un émetteur assujetti doit fournir une comparaison avec « l'information déjà fournie sur l'emploi, par la société, du produit (à l'exclusion du fonds de roulement) tiré de tout financement, accompagnée d'une explication des variations et, le cas échéant, de leur incidence sur la capacité de la société à atteindre ses objectifs commerciaux et les jalons fixés ». ³⁵⁸

En outre, la décision d'un émetteur assujetti de modifier la manière dont il prévoit utiliser les fonds peut constituer un « changement important » qui doit être déclaré dans le cadre d'un rapport de changement important s'il s'agit d'un « changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur assujetti, dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet significatif sur le cours ou la valeur de l'un ou l'autre des titres de l'émetteur assujetti ». ³⁵⁹

Le concept de changement important en droit canadien des valeurs mobilières a été récemment interprété par la Cour d'appel de l'Ontario, qui a indiqué que pour être important, un changement doit (i) avoir un impact sur les activités, les opérations ou le capital de l'émetteur, et (ii) être raisonnablement susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix ou la valeur des valeurs mobilières en question. ³⁶⁰ La question de savoir si un changement dans l'utilisation du produit d'un instrument constitue un changement significatif est donc une question de fait qui dépend des circonstances en cause.

Le non-respect par un émetteur assujetti des obligations d'information sur l'utilisation du produit de l'émission peut conduire l'AMF à refuser de délivrer un visa sur un prospectus. ³⁶¹ En outre, les recours décrits au paragraphe 4.1.1 (a)(iii) peuvent être exercés à l'encontre d'un émetteur qui communique dans un prospectus des informations fausses, trompeuses ou incomplètes sur l'utilisation du produit d'une obligation, qui omet de divulguer des informations importantes dans ses documents de référence ou qui omet de signaler un changement important aux investisseurs. ³⁶²

³⁵⁸ Voir le paragraphe (i) du point 1.4 du règlement.

³⁵⁹ Le changement important est défini dans le R 51-102, art.1.1 comme étant « a) soit un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur assujetti, dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet significatif sur le cours ou la valeur de l'un ou l'autre des titres de l'émetteur assujetti; ou b) soit une décision du conseil d'administration de mettre en œuvre un changement visé au paragraphe a, ou une décision à cet effet de la haute direction de l'émetteur assujetti s'il est probable que cette décision soit confirmée par le conseil d'administration ». Pour la jurisprudence sur ce sujet, voir Rioux (2017).

³⁶⁰ Coiteux et al. (2023), p.26.

³⁶¹ Il est intéressant de noter que l'art. 15(3) de la *LVM* exige que l'AMF refuse de délivrer un visa à l'égard d'un prospectus si « la somme du produit du placement des titres à être affecté à la trésorerie et du montant des autres ressources de l'émetteur ne suffit pas pour réaliser l'objet du placement visé par le prospectus ».

³⁶² Comme le décrivent Ammerman et al. (2021), « les obligations d'information rigoureuses, d'un point de vue pratique, peuvent exposer les émetteurs d'obligations vertes à une responsabilité pénale ou civile vis-à-vis des souscripteurs et/ou des investisseurs en cas d'inexactitudes ou de fausses déclarations dans un prospectus. Cette



Toutefois, il peut s'avérer particulièrement difficile pour des plaignants d'intenter une action dans ces cas.³⁶³ Tout d'abord, les dispositions relatives à l'utilisation du produit d'une obligation peuvent être formulées en termes relativement généraux, avec de larges mises en garde, ce qui permet aux défendeurs de bénéficier d'une marge de manoeuvre pour les déclarations prospectives dans le contexte des demandes de compensation sur le marché secondaire.³⁶⁴ En outre, il peut être difficile pour les plaignant·es de prouver l'existence d'un quelconque dommage. Comme indiqué ci-dessus, les preuves empiriques ne sont pas concluantes quant à l'existence d'un greenium. Un « défaut vert » résultant d'un changement dans l'UoP d'une obligation peut donc ne pas entraîner de baisse du prix de l'obligation.³⁶⁵ Ces caractéristiques peuvent également empêcher qu'un changement d'UoP soit qualifié de « changement important » devant être communiqué aux investisseur·euses.³⁶⁶

En dehors de ces mécanismes contractuels optionnels et des obligations d'information en droit des valeurs mobilières, les instruments UoP ne sont soumis à aucun régime réglementaire provincial ou fédéral spécifique au Québec ou au Canada. Il n'existe pas de définition légale des contraintes d'UoP qui doivent être respectées pour qu'une obligation soit qualifiée de « verte », « bleue » ou « biodiversité ». Les parties privées sont libres de négocier les conditions contractuelles qu'elles jugent appropriées et d'étiqueter les instruments de dette en conséquence.

Cette situation pourrait changer à l'avenir. En 2021, le gouvernement du Canada a créé le CAFD avec pour mandat de conseiller la ministre des Finances et le ministre de l'Environnement et du Changement climatique sur la transition du secteur financier vers des pratiques plus durables.³⁶⁷ L'une des tâches du CAFD était d'établir une taxonomie verte et de transition (parfois également appelée « lignes directrices pour l'investissement durable » ou « taxonomie de l'investissement durable ») – un recueil de règles techniques qui définirait les critères permettant d'étiqueter les activités économiques comme étant « vertes » et « de transition ».³⁶⁸ Une taxonomie établirait un système de classification qui pourrait être utilisé

responsabilité pourrait être engagée, par exemple, si l'émetteur indique dans la section « UoP » qu'il utilisera le produit de l'émission pour certains investissements éligibles, et qu'il ne le fait pas par la suite ».

³⁶³ Gilotta (2023) ; Curtis et al. (2023).

³⁶⁴ Comme le notent Curtis et al. (2023) à la page 16, dans le contexte américain, « dans le cas improbable où un émetteur aurait faussement représenté son intention d'investir dans des projets durables, il pourrait voir sa responsabilité engagée pour cette fausse déclaration. Mais l'émetteur d'une telle obligation reste libre de changer d'avis. S'il n'utilise pas les fonds de la manière prévue, les investisseurs ne peuvent pas se prévaloir d'une rupture de contrat. »

³⁶⁵ Curtis et al. (2023).

³⁶⁶ Coiteux et al. (2023), p.26.

³⁶⁷ Gouvernement du Canada (2023).

³⁶⁸ Comme le décrit le CAFD, l'objectif des taxonomies de la finance verte est de proposer « une approche normalisée qui sert de référence en vue de déterminer les activités économiques compatibles avec les objectifs climatiques nationaux et mondiaux. Elles établissent des critères de sélection qui permettent aux utilisateurs, comme les investisseurs, les entreprises et les intermédiaires financiers, d'évaluer la capacité des diverses activités économiques à soutenir la transition climatique (p. ex. en lien avec les décisions d'affaires et d'investissement). À l'échelle mondiale, les taxonomies se sont jusqu'à présent largement concentrées sur l'établissement de critères définissant les activités vertes; toutefois, de plus en plus d'efforts sont mis en œuvre pour inclure les activités de transition. Les taxonomies sont fréquemment utilisées pour définir les normes de classification des instruments

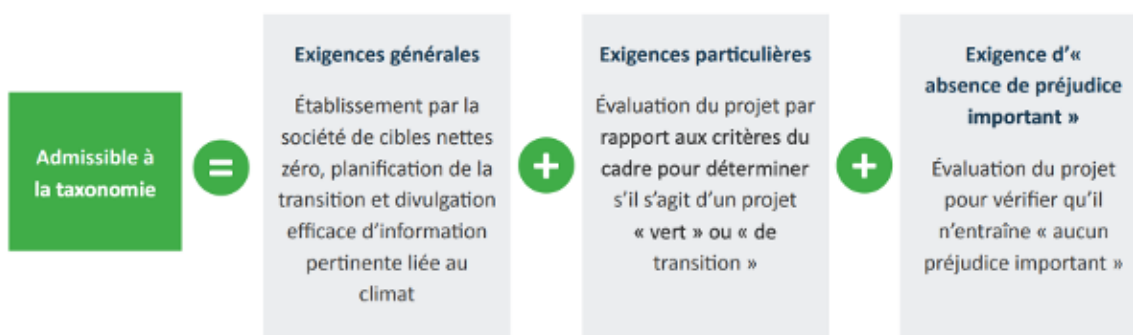


par les investisseur-euses, les entreprises, les autorités politiques et les intermédiaires financiers pour allouer des capitaux à des activités économiques plus durables et élaborer des politiques financières. Les taxonomies peuvent contribuer à atténuer les risques d'écoblanchiment en établissant des définitions et des normes communes pour les labels de durabilité qui s'appliquent à tous-tes les acteur-trices du marché. L'encadré 13 résume les principaux développements de cette initiative qui, en fonction de la position politique finale du gouvernement fédéral, pourrait conduire à l'établissement de définitions non contraignantes des projets « verts » ou « de transition » qui seraient officiellement approuvées par le gouvernement du Canada et que les investisseur-euses pourraient utiliser pour étiqueter des instruments UoP.

Encadré 13 – Taxonomie verte et de transition du Canada

En mars 2023, le groupe d'expert-es techniques en taxonomie de la CAFD a publié son rapport sur la feuille de route en matière de taxonomie, élaboré en partenariat avec l'Institut climatique du Canada et l'Institut de la finance durable. Bien que ce rapport ne soit pas une taxonomie en soi, il contient des recommandations sur la façon d'établir une taxonomie de la finance verte et de transition dans le contexte canadien. Il convient de noter que les recommandations non contraignantes du CAFD ne constituent pas la position politique officielle du gouvernement du Canada.

Schéma 9 – Exigences d'émission de la taxonomie proposées par le CAFD³⁶⁹



Dans ce rapport, le CAFD propose³⁷⁰ d'imposer trois conditions cumulatives pour que les instruments financiers soient éligibles à la taxonomie :

financiers liés au climat (p. ex. obligations vertes), mais elles sont de plus en plus utilisées lorsque l'établissement d'une référence est jugé bénéfique, notamment dans les domaines de la gestion du risque climatique, de la transition nette zéro et de la divulgation climatique. » (CAFD, 2023). Les taxonomies peuvent également être utilisées au-delà du climat pour aborder la durabilité en général, y compris les questions liées à la nature et les questions sociales.

³⁶⁹ Tirée de Conseil d'action en matière de finance durable (2023), p.36.

³⁷⁰ Ces exigences sont des propositions générales et préliminaires du CAFD ; elles devraient être formalisées en critères techniques, seuils et métriques par les organes de gouvernance de la taxonomie et pourraient être étendues ou modifiées au cours de la phase de développement de la taxonomie.



- **Exigences pour les sociétés émettrices** : L'entité émettrice serait tenue d'établir une cible crédible et fondée sur la science pour atteindre zéro émission nette d'ici 2050 ou avant, ainsi qu'une cible intermédiaire à atteindre d'ici 2030. L'émetteur devrait également préparer un plan de transition net-zéro fondé sur la science³⁷¹ et publier des informations financières annuelles sur le climat conformément aux exigences réglementaires, aux normes internationales et aux meilleures pratiques.
- **Exigences du projet** : Le projet doit répondre aux critères « verts » ou « de transition » de la taxonomie. Les projets ne seront éligibles que si les émissions³⁷² de portée 1, 2 et 3 (à l'exclusion des compensations carbone³⁷³) sont alignées sur un scénario climatique de 1,5 degré Celsius.

Les projets verts seraient des projets « ayant des émissions de portée 1 et 2 faibles ou nulles et des émissions en aval de portée 3 faibles ou nulles, ou destinés à produire des biens ou des services qui devraient afficher une forte croissance de la demande dans le cadre de la transition vers une économie mondiale à faibles émissions de carbone ». ³⁷⁴ Les projets verts pourraient concerner des activités à émissions faibles ou nulles (comme la production d'énergie solaire) ou les activités qui les rendent possibles (comme une ligne de transport d'électricité). ³⁷⁵ Les projets menés sur des marchés qui devraient connaître un déclin important sur des trajectoires de 1,5 degré Celsius ne seraient pas considérés comme « verts », mais ils pourraient être considérés comme des projets de « transition » s'ils répondent aux critères requis. Les projets situés sur des marchés non liés à la transition ne seraient pas non plus éligibles au label « vert » (par exemple, une partie importante du secteur des services).

Les projets de transition seraient des projets de décarbonation d'activités à forte intensité de carbone compatibles avec une trajectoire de transition carboneutre. Cela inclut à la fois « des secteurs qui ont toujours généré beaucoup d'émissions de portées 1 et 2 (p. ex. fer et acier, produits chimiques, production d'aluminium et de ciment) » et « des secteurs qui ont toujours généré beaucoup d'émissions de portée 3 en aval (p. ex. pétrole et gaz ou véhicules

³⁷¹ Le CAFD n'établit pas de lignes directrices sur le contenu d'un plan de transition nette zéro basé sur la science, mais il se réfère aux orientations du GFANZ. Voir : Conseil d'action en matière de finance durable (2023), p.18.

³⁷² Le CAFD indique que « des critères détaillés et transparents de détermination de l'importance devront être établis pour catégoriser les activités ». Voir : Conseil d'action en matière de finance durable (2023), p.38.

³⁷³ Comme le note le CAFD, « , le fait de permettre à des projets d'acheter des crédits pour le carbone compensé ailleurs dans l'économie affaiblit la motivation à effectuer les investissements transformateurs nécessaires pour harmoniser les activités avec la transition mondiale ». Voir : Conseil d'action en matière de finance durable (2023), p.44.

³⁷⁴ Conseil d'action en matière de finance durable (2023), page 5. Le CAFD donne les exemples de projets « verts » suivants : « production d'hydrogène vert, projets de boisement, fabrication de véhicules zéro émission (avec chaînes d'approvisionnement à faibles émissions de carbone), infrastructures de transport d'électricité ».

³⁷⁵ Conseil d'action en matière de finance durable (2023), page 13.



à essence) ». ³⁷⁶ Les projets de transition pour le pétrole et le gaz pourraient être éligibles s'ils entraînent « une importante réduction des émissions générées par les actifs existants » (c'est-à-dire que les nouveaux projets pétroliers et gaziers ne seraient pas éligibles) et s'ils n'augmentent pas la durée de vie des projets d'extraction. Il pourrait s'agir de projets d'installation d'équipements de capture du méthane sur une installation de production de gaz naturel existante, dont la durée de vie est courte ou moyenne, ou de projets de capture, d'utilisation et de stockage du carbone sur une installation de production de sables bitumineux existante, en supposant que les installations aient une durée de vie courte ou moyenne.

Les projets qui ne répondent pas à ces critères ne sont pas éligibles. Tout projet (i) lié aux combustibles fossiles solides (mine de charbon thermique, installation de production d'électricité au charbon) ; (ii) présentant un risque fort d'être délaissé dans le cadre d'une transition net-zéro en raison de ses importantes émissions de portée 3; (iii) dont les émissions de portée 1 et 2 sont incompatibles avec la transition net-zéro ; et (iv) qui « n'est pas en mesure de s'adapter à la transition » ne serait pas non plus éligible. ³⁷⁷

- **Exigences « Ne pas causer de dommages significatifs » (NPCDS)** : Le projet ne doit pas nuire à d'autres objectifs environnementaux et sociaux, tels que la réconciliation avec les populations autochtones, l'adaptation aux changements climatiques ou la biodiversité. Par exemple, un projet qui répondrait aux critères « verts » de la taxonomie, mais qui entraînerait la destruction d'écosystèmes ne serait pas éligible. Le CAFD a l'intention d'aligner les exigences NPCDS sur les exigences légales canadiennes existantes en matière d'environnement et de questions sociales. En outre, le CAFD recommande d'envisager la mise en place de garanties sociales minimales qui empêcheraient les projets qui violent les

³⁷⁶ Conseil d'action en matière de finance durable (2023), page 5. Le CAFD indique que la première catégorie se réfère à des « projets, qui en réduisant considérablement les émissions, améliorent la compétitivité des activités exposées à une augmentation du coût carbone au cours de la transition vers une économie mondiale à faibles émissions de carbone ». Il s'agit de projets qui ne génèrent pas d'importantes émissions de portée 3 en aval et qui opèrent sur des marchés qui devraient rester stables ou croître au cours de la transition (en raison de l'absence d'alternatives économiquement et techniquement viables). Exemple : une aciérie qui installe un four électrique à arc, ou la construction d'une usine de production d'hydrogène bleu avec un taux élevé de captage des émissions. La deuxième catégorie comprend des « projets visant la vente de produits qui, en raison de leurs importantes émissions de portée 3 et de l'existence de solutions de rechange viables, devraient faire face à une baisse de la demande mondiale au cours de la transition. Pour être admissibles à la catégorie de transition, ces projets doivent avoir une durée de vie bien définie qui est à peu près proportionnelle à la baisse prévue de la demande mondiale dans le cadre de trajectoires compatibles avec un réchauffement de moins de 1,5 °C. » Parmi les exemples de ces projets, on peut citer : « installation d'un système de captage de méthane de calibre mondial dans des installations de production de gaz naturel existantes (d'une durée de vie courte à moyenne), ou installation d'une technologie de captage, d'utilisation et de stockage du carbone (CUSC) dans une usine existante de traitement des sables bitumineux (d'une durée de vie courte à moyenne) ».

³⁷⁷ Conseil d'action en matière de finance durable (2023), page 5. Certaines institutions financières, comme l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public, ont déjà développé leurs propres taxonomies.



droits humains et les droits du travail internationaux, ainsi que les lois anticorruption et les lois sur les pots-de-vin.³⁷⁸

Les projets répondant à ces trois critères seraient autorisés à être labellisés comme projets verts et de transition alignés sur la taxonomie. Ces labels pourraient également être délivrés pour désigner les instruments financiers utilisés pour financer les projets alignés sur la taxonomie.

Toutefois, il convient de noter que le CAFD n'a malheureusement pas proposé d'établir un régime réglementaire avec des normes obligatoires et des exigences de certification pour les instruments financiers alignés sur la taxonomie. La taxonomie proposée ne remplacerait donc pas les systèmes et normes de certification privés, sur lesquels les émetteurs et les emprunteurs pourraient toujours s'appuyer. Par conséquent, le processus d'émission serait soumis aux mêmes obligations en matière de droit des valeurs mobilières et de droit des contrats que celles décrites précédemment dans le rapport. Il reste à déterminer quelle serait la demande pour des instruments alignés sur la taxonomie; si les obligations alignées sur la taxonomie permettraient l'obtention d'une prime verte; et si le gouvernement encouragerait l'adoption des labels « transition » et « vert » en utilisant des mesures fiscales ou d'autres mesures politiques.

En ce qui concerne les risques d'écoblanchiment, l'un des principaux avantages d'une taxonomie est qu'elle établit des définitions communes à l'ensemble du marché, empêchant ainsi les acteur-trices financier-es de choisir des contraintes d'UoP faibles ou vagues, améliorant la comparabilité des instruments de dette et réduisant la confusion des investisseur-euses. Toutefois, du point de vue de l'atténuation des risques d'écoblanchiment, le cadre proposé présente des faiblesses importantes, dont beaucoup ont été reconnues par le CAFD dans son rapport de 2023 :

- **Volontaire** : Comme le note le CAFD, la nature volontaire de la taxonomie n'empêcherait pas les entreprises et les investisseur-euses de développer leurs propres taxonomies et labels au cas où ils trouveraient la taxonomie officielle trop stricte. En outre, elle permettrait que « les sociétés, en particulier celles œuvrant dans les secteurs à plus grande intensité d'émissions, contournent la rigueur de la taxonomie en continuant à mobiliser des capitaux pour la transition au moyen d'instruments financiers traditionnels ».³⁷⁹
- **Limitation aux catégories « vert » et « transition »** : Une autre limite de la taxonomie est qu'elle est actuellement limitée à seulement deux catégories de projets, à savoir « vert » et « transition ». En tant que telle, elle n'établit pas de normes pour d'autres labels UoP, tels que les obligations bleues, sociales ou de conservation.
- **Limité aux instruments UoP** : Le cadre taxonomique proposé par la CAFD ne s'appliquerait qu'aux instruments UoP et exclurait les instruments basés sur la performance tels que les OLD parce que « les revenus peuvent être de façon claire et transparente circonscrits à des

³⁷⁸ Conseil d'action en matière de finance durable (2023), page 45. Comme le note le CAFD, ces critères pourraient être exigés pour se conformer « aux principaux cadres de responsabilité sociale des entreprises, y compris les Principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de la personne et les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales ».

³⁷⁹ Conseil d'action en matière de finance durable (2023), page 21.



projets précis ». ³⁸⁰ D'autres taxonomies dans le monde ont élargi leur cadre au-delà des instruments basés sur l'UoP, comme celle de l'Australie. ³⁸¹

- **L'approbation d'activités controversées** : Plusieurs parties prenantes ont critiqué la possibilité que des projets liés aux combustibles fossiles, tels que les projets de capture du carbone et d'hydrogène bleu, puissent être qualifiés de transition dans certaines circonstances. ³⁸² Comme l'a noté l'Institut climatique du Canada en 2024, des études scientifiques ont clairement montré la nécessité de réduire considérablement la production et la consommation de combustibles fossiles pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris. Par exemple, l'Agence internationale de l'énergie a indiqué qu'aucun nouveau projet pétrolier ou gazier ne devrait être lancé pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris. ³⁸³ Pour cette raison, de nombreuses parties prenantes ont soutenu que les investissements dans les combustibles fossiles devraient être entièrement exclus de la taxonomie, soulignant le risque de « greenlighting » de la taxonomie, c'est-à-dire l'octroi d'un label officiel de durabilité à des activités à forte intensité de carbone qui soulèvent des risques de verrouillage carbone. D'autres ont souligné la nécessité d'investissements majeurs de décarbonisation dans la production en amont de pétrole et de gaz pour atteindre les objectifs climatiques et la compétitivité du Canada et ont suggéré d'imposer des critères rigoureux de réduction des émissions aux promoteurs souhaitant utiliser le label de transition. ³⁸⁴
- **Se concentrer sur les projets** : La taxonomie proposée par le CAFD a pour but d'aider à labelliser les projets de décarbonisation, à faibles émissions ou à émissions nulles en tant que projets verts ou de transition. Le CAFD a indiqué que la taxonomie pourrait éventuellement être élargie pour labelliser des entreprises ou des institutions financières entières sur la base de leurs portefeuilles et de leurs activités. ³⁸⁵ En attendant, l'accent mis par la taxonomie sur les projets soulève la question de la définition de limites adéquates pour les projets afin d'évaluer leur éligibilité. ³⁸⁶ Par exemple, quels critères doivent être utilisés pour évaluer un projet impliquant plusieurs entreprises ou installations de différents secteurs ? ³⁸⁷ En outre, comment la taxonomie s'appliquerait-elle aux obligations émises par les villes et les gouvernements ? Ces questions devront être clarifiées dans la version finale de la taxonomie.

³⁸⁰ Arnold (2024), p.10.

³⁸¹ Institut australien de la finance durable (2024).

³⁸² Arnold (2024), p.10.

³⁸³ Agence internationale de l'énergie (2023).

³⁸⁴ En avril 2024, plus de 70 groupes environnementaux canadiens ont envoyé une lettre demandant au gouvernement d'établir une taxonomie qui rendrait les investissements liés aux combustibles fossiles inéligibles à tout label de durabilité. Voir : Environmental Defence (2024). Voir aussi : Arnold (2024), p.3. La pratique consistant à établir des normes et des taxonomies qui permettent à certaines activités ou à certains produits d'être étiquetés comme verts a été qualifiée de « greenlighting ».

³⁸⁵ Comme l'indique Arnold (2024), p. 10 : « Ce type de catégorie pourrait faciliter le financement général, par lequel des fonds étiquetés taxonomiques pourraient contribuer à l'ensemble des activités d'une entreprise. L'approche taxonomique proposée en Australie, par exemple, comprend un cadre servant à déterminer si des entreprises entières sont admissibles à l'une ou l'autre de ces deux catégories »

³⁸⁶ Arnold (2024), p.12.

³⁸⁷ Idem.



Ces considérations mettent en évidence les limites des labels simples et agrégés de performance environnementale, tels que les labels d'investissement vert ou de transition. Par définition, les seuils normalisés impliquent toujours des compromis entre différents facteurs et ne fourniront peut-être pas d'informations granulaires aux investisseur-euses. Comme le reconnaît le CAFD, « les projets verts ou de transition n'auront pas tous les mêmes avantages pendant la transition, et le cadre de classification ne fait pas ressortir les différences importantes en matière d'occasions et de risques liés à la transition pour ces deux types de projets ». ³⁸⁸ Pour résoudre ce problème, le CAFD a proposé des critères et des méthodologies qui pourraient être utilisés pour évaluer et différencier le caractère écologique relatif ou le potentiel de transition de différents projets et évoluer au fil du temps avec l'apparition de nouvelles technologies et le développement des sciences de l'environnement.

Dans l'Énoncé économique de l'automne 2023, le gouvernement fédéral a répondu au rapport de la feuille de route sur la taxonomie du CAFD en annonçant qu'il s'en inspirerait pour « entreprendre les prochaines étapes, en consultation avec les organismes de réglementation, le secteur financier, l'industrie et des experts indépendants, afin d'élaborer une taxonomie qui soit conforme à l'atteinte de la carboneutralité d'ici 2050 ». ³⁸⁹ Dans le budget 2024, le gouvernement fédéral a réaffirmé qu'il travaillait à l'élaboration de la taxonomie et qu'il ferait le point sur la situation plus tard dans l'année. ³⁹⁰

Depuis la publication du rapport sur la feuille de route de la taxonomie en mars 2023, plusieurs parties prenantes ont publiquement critiqué la lenteur avec laquelle le gouvernement a mis en œuvre les recommandations du rapport, y compris le CAFD, qui a été dissous le 31 mars 2024 à l'issue de son mandat de trois ans. ³⁹¹ Certaines de ces parties prenantes ont averti que de nouveaux retards pourraient ralentir l'allocation de capitaux pour la transition du Canada au niveau national et international, car d'autres juridictions vont de l'avant avec l'adoption de leurs taxonomies. ³⁹²

ii. Cadres volontaires

En l'absence d'une taxonomie obligatoire émise par l'État qui établirait des normes et des définitions pour les instruments UoP, de nombreux émetteurs et emprunteurs ont adopté des cadres volontaires qui décrivent les caractéristiques des instruments de dette qu'ils prévoient d'émettre. Ces cadres intègrent souvent les prescriptions de normes privées et volontaires relatives à l'UoP.

Un exemple de ces normes sont les Principes applicables aux obligations vertes (**GBP**) publié

³⁸⁸ Conseil d'action en matière de finance durable (2023), p.51.

³⁸⁹ Gouvernement du Canada (2023).

³⁹⁰ Gouvernement du Canada (2024a).

³⁹¹ Jones et Radwanski (2023) ; Clean 50 (2024) ; Jones (2024).

³⁹² Idem. Voir également Millani (2024). Dans cette enquête réalisée en février 2024 auprès d'investisseur-euses institutionnel-les canadien-nes, 63 % des répondant-es ont indiqué que « le gouvernement fédéral n'a pas agi assez rapidement dans l'élaboration d'une taxonomie canadienne, ce qui a suscité de la déception et le sentiment que le Canada perdait sa position concurrentielle ».



par l'ICMA.³⁹³ Les GBP ont été lancés en 2014 en partenariat avec des institutions financières mondiales afin d'établir des orientations de haut niveau pour le secteur, sept ans après l'émission de la première obligation verte par la Banque européenne d'investissement.³⁹⁴ Les GBP définissent des principes généraux volontaires pour l'émission d'obligations vertes.³⁹⁵ Ces principes comportent quatre composantes essentielles, qui doivent toutes être respectées pour qu'une obligation puisse être qualifiée d'alignée sur les GBP.

- **UoP** : Le produit d'une obligation verte ne peut être utilisé que pour financer des projets qui présentent des « avantages environnementaux évidents ». Bien que les GBP n'établissent pas de normes concernant les projets pouvant être qualifiés de « verts », ils fournissent une liste non exhaustive de catégories de projets éligibles, tels que les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique et les projets de prévention de la pollution.³⁹⁶
- **Évaluation et sélection des projets** : Les émetteurs doivent fournir aux investisseurs des informations sur les objectifs de durabilité de leurs projets, les processus mis en place pour évaluer l'éligibilité verte d'un projet et des informations complémentaires sur la gestion des risques environnementaux et sociaux des projets.³⁹⁷
- **Gestion des produits** : Les émetteurs doivent s'assurer qu'ils disposent d'un processus adéquat pour faire le suivi de l'utilisation des produits et veiller à ce qu'ils soient alloués de manière appropriée.
- **Reporting** : Les émetteurs doivent présenter un rapport sur l'UoP sur une base annuelle jusqu'à ce que les fonds soient entièrement alloués et à chaque fois qu'il y a des développements importants. Le rapport annuel doit décrire les projets financés à l'aide des fonds et leur impact escompté. Des indicateurs de performance quantitatifs doivent être utilisés dans la mesure du possible.

Outre ces éléments, l'ICMA recommande également aux émetteurs (i) d'élaborer un cadre pour les obligations vertes qui fournisse des informations générales sur la stratégie de durabilité de l'émetteur et son alignement sur les GBP ; et (ii) de nommer des réviseurs externes pour évaluer, avant l'émission, l'alignement de leur cadre obligataire sur les éléments fondamentaux des GBP ; et après l'émission, le suivi et l'allocation appropriés des fonds aux projets verts éligibles.³⁹⁸

Les Principes applicables aux prêts verts, publiés conjointement par l'association du marché des prêts (**AMP**), l'Association du Marché des Prêts de l'Asie-Pacifique (**APAMP**) et

³⁹³ Association internationale des marchés de capitaux (2021).

³⁹⁴ Wigley (2023).

³⁹⁵ L'ICMA a publié des principes similaires pour les obligations sociales. Voir : International Capital Market Association (2023b).

³⁹⁶ L'International Capital Market Association (2021), p.5. L'ICMA indique que « l'objectif des GBP n'est pas de donner un avis sur les meilleures technologies, normes, déclarations et allégations en matière de protection de l'environnement ; il convient toutefois de souligner qu'il existe actuellement plusieurs initiatives nationales et internationales visant à établir des taxonomies et nomenclatures, ainsi qu'à établir des liens entre elles afin de les rendre comparables ».

³⁹⁷ Idem.

³⁹⁸ Idem, p.8.



l'Association pour les prêts syndiqués et la négociation (**APAP**), fournissent des principes de haut niveau similaires pour les prêts verts.³⁹⁹

La Norme sur les obligations climat (**CBS**) publiée par la CBI est un autre cadre volontaire pour les obligations vertes.⁴⁰⁰ La CBS établit une norme de certification formelle qui permet aux émetteurs de faire certifier leurs obligations vertes et autres instruments financiers par des tiers agréés.⁴⁰¹ La CBS est cohérente avec les principes de haut niveau des GBP, mais ses exigences sont plus spécifiques.⁴⁰² Par exemple, la CBS intègre des critères sectoriels qui limitent l'utilisation des fonds par les émetteurs à des activités qui répondent à des exigences minimales en matière de performance environnementale.⁴⁰³ Le processus de certification de la CBS peut être décomposé en trois phases :

- **Certification avant l'émission** : Pour que leurs instruments soient certifiés avant leur émission, les émetteurs doivent publier un cadre de financement vert qui explique comment ils prévoient d'utiliser et de gérer le produit des instruments, de sélectionner et d'évaluer les projets et de rendre compte aux investisseurs. Les émetteurs sont tenus de décrire les projets et les actifs éligibles au financement, les critères sectoriels applicables et les objectifs climatiques des instruments.
- **Certification post-émission** : Après l'émission, au moins 95 % du produit net des instruments doit être utilisé à des fins répondant aux critères sectoriels de la CBS. Le produit doit être alloué dans les 24 mois suivant l'émission, à moins qu'une prolongation ne soit accordée par la CBI. L'émetteur doit documenter sa sélection de projets et d'actifs éligibles.
- **Certification continue** : L'émetteur doit préparer des rapports d'actualisation annuels dans les 12 à 24 mois suivant l'émission jusqu'à l'échéance de l'instrument. Ces rapports doivent décrire l'affectation du produit de l'instrument par l'émetteur, sa conformité aux critères d'éligibilité définis dans son cadre pour la finance verte et l'évaluation des incidences environnementales de l'instrument.

En vertu de la CBS, les émetteurs certifiés sont tenus de divulguer les manquements aux contraintes d'UoP annoncées au moment de l'émission.⁴⁰⁴ Si ces manquements ne sont pas corrigés de manière adéquate, la CBI peut révoquer la certification d'un instrument.⁴⁰⁵ Toutefois, les conséquences d'un retrait de la certification sont susceptibles d'être limitées pour l'émetteur. Bien qu'un contrat obligataire puisse théoriquement identifier le retrait de la certification comme un cas de défaut qui déclenche des droits d'exécution, cela n'a pas été

³⁹⁹ Loan Market Association et al. (2023).

⁴⁰⁰ Initiative sur les obligations climat (2024).

⁴⁰¹ Parmi les certificateurs tiers, on peut citer Sustainalytics, Vigeo Eiris, Ernst & Young et le Center for International Climate Research. Voir : Flammer (2020).

⁴⁰² Initiative sur les obligations climat (2024), p.16.

⁴⁰³ Initiative sur les obligations climat (2024), point A.3.1.

⁴⁰⁴ Corke et Myers (2019), cités par Curtis et al. (2023), page 51.

⁴⁰⁵ Idem. Comme le note Mauffette-Whyte (2022), la non-conformité devra généralement être déclarée par les émetteurs eux-mêmes, ce qui accroît le risque d'abus.



une pratique courante sur le marché jusqu'à présent.⁴⁰⁶

c) Risques d'écoblanchiment

Étant donné leur objectif d'allouer des capitaux à des activités ayant un impact positif sur l'environnement, telles que les projets de réduction des émissions, les instruments UoP ont été identifiés comme un outil important pour canaliser des milliers de milliards de dollars afin de combler les déficits de financement de la lutte contre les changements climatiques et de la protection de la nature.⁴⁰⁷ Cependant, plusieurs préoccupations ont été soulevées à propos de ces instruments.⁴⁰⁸

- **Insuffisance des contraintes en matière d'utilisation des recettes** : Compte tenu de la nature volontaire des systèmes de certification UoP, les émetteurs peuvent fixer des contraintes vagues, incertaines ou trompeuses en matière d'utilisation des produits, ce qui leur laisse une grande marge de manœuvre dans le choix des projets pouvant être financés.⁴⁰⁹ Par exemple, certains contrats peuvent limiter l'utilisation du produit par l'émetteur à des projets correspondant aux grandes catégories des GBP, qui n'imposent pas de critères spécifiques de performance environnementale pour les projets.⁴¹⁰ En 2023, une étude portant sur près de 1 000 émissions d'obligations vertes réalisées au cours de la dernière décennie a révélé que 37 % d'entre elles ne comportaient aucune promesse ou engagement d'utilisation « verte » du produit et que celles qui comportaient un tel libellé étaient souvent « trop larges et trop vagues pour conférer aux investisseur-euses des droits significatifs ». ⁴¹¹ Ce problème peut être exacerbé par l'existence de taxonomies et de normes volontaires concurrentes dont les critères d'éligibilité ne sont pas cohérents.⁴¹²
- **Absence de mécanismes d'application** : Les instruments manquent actuellement de mécanismes contractuels qui permettraient aux investisseur-euses ou aux prêteurs d'obtenir des réparations en cas de non-respect d'engagements contractuels en matière d'UoP.⁴¹³ Comme indiqué ci-dessus, les contrats d'obligations vertes n'accordent souvent aucun droit d'exécution aux investisseur-euses en ce qui concerne les contraintes liées à l'UoP, et ils incluent fréquemment des clauses d'exclusion et de déni de responsabilité.⁴¹⁴

⁴⁰⁶ Idem.

⁴⁰⁷ Curtis et al. (2023) ; Dill (2024).

⁴⁰⁸ Une autre question soulevée dans la littérature sur les obligations vertes est le risque de conflits d'intérêts entre l'émetteur et l'examineur-trice ou le vérificateur-trice externe. Pour une analyse de cette question, voir Freeburn et Ramsay (2020) ; et Mauffette-Whyte (2022). Une autre limite, brièvement évoquée dans l'encadré 12, est l'absence de « paliers » qui permettraient aux investisseur-euses d'émettre des instruments différenciés en fonction de l'ampleur de l'impact environnemental qu'ils visent à obtenir. Cette question est abordée par Flammer (2020) à la page 123.

⁴⁰⁹ Curtis et al. (2023). Les auteurs donnent l'exemple d'une obligation verte émise par la Hongrie.

⁴¹⁰ Curtis et al, 2023, p.23

⁴¹¹ Curtis et al. (2023).

⁴¹² Mauffette-Whyte (2022) ; Flammer (2020).

⁴¹³ Curtis et al. (2023) ; Doran et Tanner (2019).

⁴¹⁴ Curtis et al. (2023). Dans leur échantillon, les auteurs n'ont identifié aucune obligation identifiant expressément le « défaut vert » comme un cas de défaut. Certaines obligations comportaient une clause « attrape-tout » qui s'appliquait à toutes les violations matérielles et qui pouvait être interprétée comme s'appliquant aux défauts verts ; toutefois, ces obligations comportaient souvent des clauses d'exclusion visant à atténuer tout risque de responsabilité. Comme l'expliquent les auteur-trices : « Ces dispositions relatives à l'exécution sont importantes car,



Ce type de formulation peut même exister dans les contrats qui comprennent un texte promissoire sur l'intention d'allouer les produits à la réalisation d'objectifs spécifiques en matière de durabilité⁴¹⁵ Par exemple, les chercheur-euses ont trouvé des cas de prospectus d'obligations vertes qui promettaient que le produit de l'émission serait utilisé conformément au cadre des obligations vertes de l'émetteur, tout en avertissant les investisseur-euses que l'émetteur ne faisait « aucune déclaration » quant à « ce que les recettes nettes seraient utilisées pour financer et/ou refinancer » des activités éligibles au titre du cadre.⁴¹⁶ En outre, comme le montre le schéma ci-dessous, les auteur-trices ont constaté que les restrictions relatives à l'utilisation du produit des obligations vertes se sont assouplies depuis 2013.⁴¹⁷

en leur absence, les recours juridiques des investisseur-euses peuvent s'avérer inadéquats. Le non-respect par l'émetteur d'un engagement obligataire constitue une rupture de contrat qui, en principe, donne droit à un recours aux investisseur-euses. Mais même dans le cas d'un défaut de paiement, le recours n'est pas tout à fait clair. Dans le contexte des obligations vertes, la difficulté est particulièrement aiguë lorsque l'émetteur reste à jour dans ses obligations de paiement mais ne respecte pas son engagement quant à l'utilisation du produit. Dans ce cas, il s'avérerait probablement impossible de quantifier le préjudice subi par l'investisseur, ce qui laisserait ce dernier sans recours en dommages et intérêts ». De même, comme le notent Doran et Tanner (2019), « les facteurs de risque des obligations vertes cotées en bourse soulignent souvent spécifiquement qu'aucun cas de défaut ou événement de vente ne sera causé si l'utilisation des produits ou les rapports mentionnés ailleurs dans le document d'information ne sont pas respectés. (...) Les détenteurs d'obligations qui reçoivent toujours les intérêts et le principal à temps conformément aux conditions des obligations vertes peuvent ne pas être en mesure de démontrer une perte, et donc de disposer d'un recours efficace ».

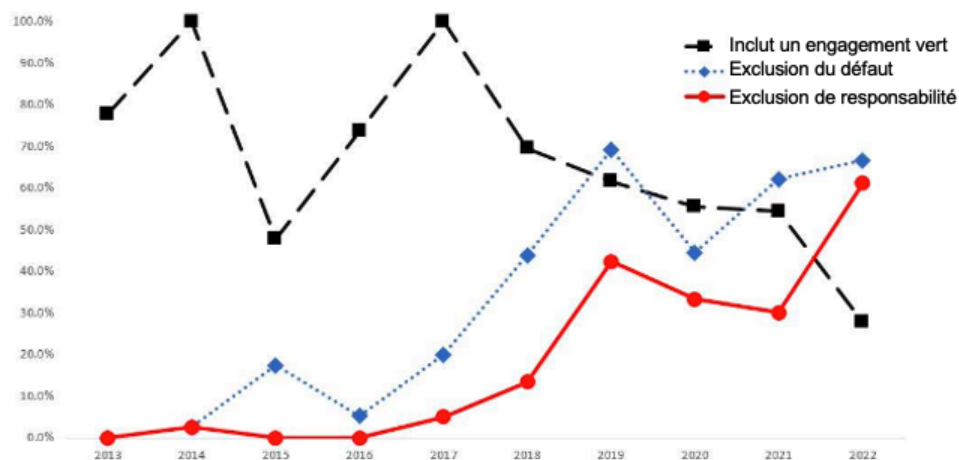
⁴¹⁵ Curtis et al. (2023).

⁴¹⁶ Curtis et al. (2023), p. 21-22.

⁴¹⁷ Comme l'a expliqué une partie prenante interrogée par les auteur-trices, « aucun émetteur... pas un seul... d'une obligation ESG n'est prêt à assumer le risque de responsabilité juridique [en cas de non-respect des promesses]. Ils préféreraient ne pas émettre plutôt que d'assumer un tel risque (...) pour l'instant, il ne s'agit que de relations publiques qui font du bien... ». (Curtis et al., 2023, p.32). En revanche, d'autres parties prenantes interrogées ont indiqué que les conséquences en termes de réputation étaient suffisantes pour garantir le respect des contraintes liées à l'utilisation des produits, car « aucun grand émetteur n'est prêt à risquer la sanction en termes de réputation » s'il est accusé d'écoblanchiment (Curtis et al., 2023, p.33). Cependant, les auteurs suggèrent que la véritable raison expliquant l'absence de mécanismes d'exécution dans les instruments UoP pourrait être que « ni les investisseur-euses ni les émetteurs n'ont un grand intérêt à ce qu'ils soient appliqués » (p.44). (p.44). Selon les autres auteur-trices, les investisseur-euses qui détiennent des obligations vertes dans leurs portefeuilles peuvent les utiliser pour « se présenter comme des fonds ESG et mettre en avant leurs portefeuilles d'obligations vertes pour soutenir ce marketing », ce qui leur permet d'être récompensés pour leur label « vert » sans avoir à payer des taux plus élevés aux entreprises pour qu'elles aient un impact environnemental et social (p.45). Cette situation pourrait également expliquer l'absence de preuves claires de l'existence d'un greenium (p.46).



Schéma 10 – Évolution des conditions des obligations vertes entre 2013 et 2022 ⁴¹⁸



- Vérification insuffisante par des tiers et rapports opaques** : Les émetteurs et les emprunteurs communiquent souvent des d'informations incomplètes sur l'utilisation effective des produits et l'atteinte d'impacts environnementaux et sociaux. Par exemple, une étude réalisée en 2019 par la CBI a révélé que seulement 68 % et 53 % des émissions d'obligations vertes ont donné lieu à un rapport sur l'UoP et à un rapport sur l'impact.⁴¹⁹ Ce manque de transparence réduit la capacité des investisseur-euses et des prêteurs à identifier les UoP abusives et à pénaliser les émetteurs et les emprunteurs qui ne parviennent pas à produire un impact.⁴²⁰
- Absence d'additionnalité** : Les instruments UoP peuvent être utilisés pour financer des projets ou des activités qui auraient eu lieu même si l'investissement n'avait pas été émis ou qui auraient pu être financés par un type normal d'obligation ou de prêt.⁴²¹ En outre, comme le note l'OCDE, les instruments UoP peuvent être émis pour refinancer « des projets ou des actifs verts après la fin de la phase de construction du projet », ce qui transforme l'émission de la dette en un exercice de refinancement où les avantages environnementaux des projets existants sont monétisés.⁴²²
- Spécifique au projet / risque de déplacement de la pollution** : La dette UoP est habituellement spécifique à un projet.⁴²³ En tant que telle, elle ne vise pas à améliorer la performance environnementale globale d'une organisation, mais spécifie plutôt que les fonds levés lors de la ronde de financement seront utilisés à des fins spécifiques.⁴²⁴ Par exemple, une entreprise peut légitimement émettre une obligation verte pour financer un

⁴¹⁸ Tirée de Curtis et al. (2023).

⁴¹⁹ Initiative des obligations climatiques (2019).

⁴²⁰ Mauffette-Whyte (2022).

⁴²¹ Curtis et al. (2023) ; Fatica et Panzica (2021).

⁴²² OCDE, 2021, p.21 ; Curtis et al, 2023, p.35.

⁴²³ Par exemple, l'ICMA note que « l'accent des obligations vertes est mis sur les projets verts éligibles plutôt que sur l'émetteur lui-même ». Voir : International Capital Market Association (2023c).

⁴²⁴ RBC Global Asset Management (2021). Pour d'autres exemples, voir Gilotta (2023), p.13.



projet de réduction des émissions couvrant 1 % de ses émissions de GES, tout en émettant parallèlement des obligations ordinaires pour financer l'expansion de ses activités à forte intensité de carbone. Dans ce cas, l'empreinte carbone des obligations ordinaires de l'émetteur augmenterait, de sorte que l'émission d'obligations vertes n'aurait aucun effet global sur l'empreinte totale de l'émetteur. Ce type de problème pourrait être évité en incluant des exigences au niveau de l'émetteur, telles que celles recommandées par le CAFD dans sa proposition de taxonomie. Bien que la CBS n'impose pas de telles exigences, il y a des cas où la CBI a refusé d'approuver ou s'est opposé à l'émission d'obligations vertes par des émetteurs qui ne s'alignaient pas suffisamment sur les objectifs mondiaux de réduction des émissions au niveau de l'entité.⁴²⁵ Jusqu'à présent, les recherches sur l'impact des émissions d'obligations vertes sur les performances environnementales globales des émetteurs n'ont pas abouti à des résultats concluants.⁴²⁶

Les investisseur-euses de détail n'agissent généralement pas directement en tant qu'investisseur-euses ou prêteurs dans les émissions de dette UoP. Toutefois, ces instruments financiers peuvent être utilisés par les institutions financières comme moyen d'atteindre leurs objectifs de durabilité, qui sont ensuite communiqués au public. Ils peuvent également être intégrés dans des fonds d'investissement et des produits accessibles aux particuliers. Les institutions financières et les professionnel·les de l'investissement qui utilisent ces instruments sont susceptibles d'être conscient·es des risques d'écoblanchiment inhérents aux instruments UoP. Toutefois, les investisseur-euses de détail et le grand public peuvent ne pas être conscient·es de ces risques.

En janvier 2024, ces risques ont été mis en évidence dans une plainte déposée auprès de l'AMF et de la CVMO par I4PC contre les Big Five.⁴²⁷ Dans cette plainte, I4PC affirme que les Big Five ont fixé des « objectifs de finance durable » trompeurs qui reposent sur l'émission d'instruments de dette de faible qualité. La plainte donne plusieurs exemples d'« opérations de finance durable » facilitées par les institutions qui auraient conduit à une augmentation des émissions de GES, comme la facilitation de l'émission d'obligations vertes par un exploitant d'aéroport qui prévoyait étendre ses activités et par une société d'énergie qui prévoyait d'augmenter sa consommation de combustibles fossiles. Selon I4PC, « ces exemples constituent en eux-mêmes des cas de divulgation trompeuse, puisqu'ils ont été

⁴²⁵ Freeburn et Ramsay (2020), p.435 et p.437.

⁴²⁶ Par exemple, Leung, Wan et Wong (2023) ont constaté qu'un tiers des émissions d'obligations vertes étaient suivies d'une augmentation de l'intensité des émissions de GES de portée 1 et 2 des émetteurs. Toutefois, les auteurs notent que ce résultat peut s'expliquer par le fait que certains des avantages environnementaux des obligations vertes ne se manifestent qu'à long terme. Ces résultats contredisent ceux d'une étude antérieure qui avait montré que « par rapport aux émetteurs d'obligations conventionnelles présentant des caractéristiques financières et des notations environnementales similaires, les émetteurs verts affichent une diminution des émissions de carbone (par unité d'actifs) après avoir emprunté sur le segment vert » - bien que les auteurs n'aient pas pu conclure à l'existence d'un effet causal entre les émissions et les résultats (Fatica et Panzica, 2021). De même, Flammer (2021) a soutenu que l'émission d'obligations vertes était un « signal crédible de l'engagement des entreprises en faveur de l'environnement » sur la base de la corrélation positive entre les émissions d'obligations vertes et les réductions d'émissions de CO₂. Dans le même ordre d'idées, Dill (2024) a constaté que l'émission d'obligations vertes était associée à une réduction de 14 % des émissions de CO₂.

⁴²⁷ Investisseurs pour la conformité aux principes de l'Accord de Paris (2024a).



volontairement accordés par les banques pour soutenir leur activité de finance durable ».⁴²⁸ La plainte n'est pas encore résolue et pourrait donner lieu à des mesures coercitives de la part des agences réglementaires.

Afin d'atténuer les risques d'écoblanchiment associés aux instruments UoP, certaines juridictions étrangères ont commencé à réglementer leur utilisation. C'est le cas de l'UE, qui a adopté des normes pour les obligations vertes et une taxonomie verte. L'encadré 14 résume ces deux mesures.

Encadré 14 - La norme européenne sur les obligations vertes et la taxonomie européenne

L'UE est une juridiction de premier plan pour l'émission d'obligations vertes. En 2020, plus de la moitié des émissions mondiales d'obligations vertes provenaient d'organisations de l'UE.⁴²⁹ En novembre 2023, l'UE a adopté le règlement (UE) 2023/2631, qui établit la norme européenne en matière d'obligations vertes (EuGBS) ainsi que des normes d'information facultatives pour les obligations qualifiées d'« écologiquement durables » et d'« obligations liées à la durabilité ».⁴³⁰

L'EuGBS est une norme d'étiquetage volontaire que l'UE souhaite voir devenir l'« étalon-or » des obligations vertes.⁴³¹ Les émetteurs n'ont pas besoin d'être situés dans l'UE pour se prévaloir de l'EuGBS.⁴³² En vertu de ce dernier, le produit d'une obligation verte ne peut être utilisé que pour une activité qualifiée de verte selon la taxonomie de l'UE, un système de classification qui définit des critères de performance environnementale pour différentes activités économiques. De plus, tous les fonds doivent être utilisés avant la date d'échéance de l'obligation.

L'EuGBS établit un processus d'examen externe dans le cadre duquel un-e examinateur-trice externe enregistré-e et supervisé-e par l'AEMF devra vérifier la conformité de l'émetteur avec les critères de la taxonomie de l'UE.⁴³³ Avant l'émission, l'émetteur devra publier une fiche d'information sur les obligations vertes qui identifie les objectifs de financement et les objectifs environnementaux de l'obligation, qui seront examinés par l'examinateur-trice externe.⁴³⁴ Après l'émission, l'émetteur devra publier des rapports annuels indiquant que l'allocation du produit de l'obligation est conforme aux critères de la taxonomie de l'UE.⁴³⁵ Une fois que tous les produits auront été alloués, l'émetteur devra obtenir un « examen post-émission » de la part d'examinateur-trices externes et publier un rapport sur l'impact environnemental global de l'obligation.⁴³⁶

La conformité à l'EuGBS est volontaire. En d'autres termes, un émetteur d'obligations vertes peut toujours décider de se conformer à une norme d'obligations vertes concurrente ou de

⁴²⁸ Idem, p.14.

⁴²⁹ Commission européenne (2021). La taille relative du marché des obligations vertes reste toutefois modeste : environ 2,6 % de l'ensemble des émissions obligataires de l'UE.

⁴³⁰ Le règlement prévoit l'établissement de modèles d'information facultatifs pour ces obligations.

⁴³¹ Commission européenne (2021).

⁴³² Idem.

⁴³³ Idem.

⁴³⁴ Idem.

⁴³⁵ Idem.

⁴³⁶ Idem.



développer sa propre taxonomie d'obligations vertes. L'EuGBS pourrait conduire à une normalisation sur le marché si, par exemple, il y avait une prime de marché associée à la conformité avec ses normes. Les émetteurs pourraient également continuer à utiliser d'autres définitions et normes.⁴³⁷

Alors que l'EuGBS ne s'applique pour l'instant qu'aux obligations vertes, la Commission européenne a indiqué dans sa stratégie 2021 pour le financement de la transition que les normes de certification des obligations liées à la transition et à la durabilité étaient à l'ordre du jour.⁴³⁸



4.3.2. Financement basé sur la performance

a) Description du segment

Les instruments FDISR basés sur la performance, tels que les OLD et les prêts liés à la durabilité (**PLD**), sont destinés à inciter les emprunteurs et les émetteurs à atteindre des objectifs de performance environnementale ou sociale prédéfinis (collectivement, les indices de performance en matière de durabilité, ou **IPD**) qui peuvent être mesurés à l'aide d'indicateurs de performance clés.⁴³⁹

Les instruments basés sur la performance ne représentent actuellement qu'une petite partie de l'ensemble de la dette émise au Canada, mais ils sont de plus en plus populaires. En 2021, ils représentaient environ 5 % du total de la dette « durable » émise au Canada, contre près de 0 % un an auparavant.⁴⁴⁰ Ces instruments sont souvent utilisés par les entités pour atteindre leurs objectifs FDISR. Par exemple, 38 % des investissements de RBC dans la « finance durable » en 2022 étaient des instruments liés à la durabilité, pour un total de 32 milliards de dollars.⁴⁴¹ Parmi les exemples notables d'OLD et PLD émis au Canada, on peut citer :

- **Boralex:** En 2021, le producteur d'énergie renouvelable Boralex a conclu un SLL de 5 ans d'une valeur de 525 millions de dollars avec un syndicat de huit banques canadiennes et américaines.⁴⁴² L'accord prévoit un mécanisme d'incitation à l'ajustement de la marge liée à la réalisation des engagements de l'entreprise en matière de réduction des émissions de carbone et d'augmentation de la représentation des femmes dans les postes de direction.

⁴³⁷ Hu (2024). Comme le prédit l'auteur : « À court terme, en raison de la nature volontaire de l'EuGBS et des facteurs susmentionnés à prendre en compte après le changement de paradigme, il est probable qu'il conduise à des sections fragmentées d'obligations vertes et à un pluralisme réglementaire lors de la phase de démarrage. Les émetteurs verts existants et nouveaux seront certainement divisés par les niveaux de conformité de l'émission d'obligations vertes. À long terme, cependant, l'harmonisation pourrait survenir après une période de fragmentation, lorsque l'incertitude commencera à diminuer ».

⁴³⁸ Commission européenne (2021).

⁴³⁹ Conseil d'action en matière de finance durable (2023), p.72.

⁴⁴⁰ Berkow (2023).

⁴⁴¹ Ellmen (2024).

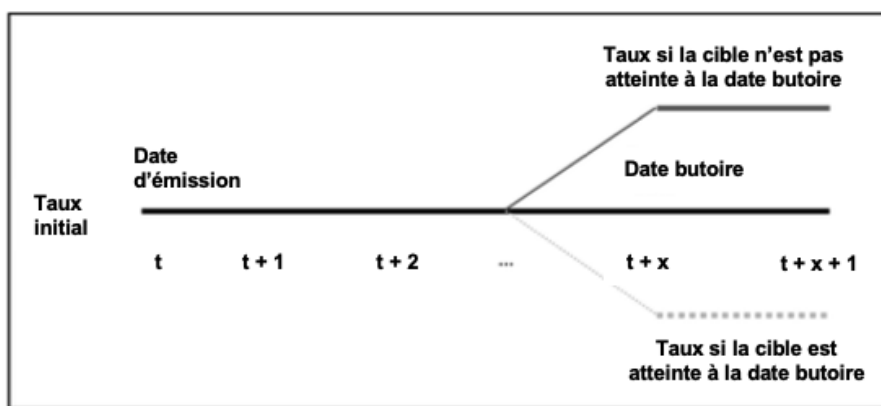
⁴⁴² BMO Capital Markets (2021).



- **TELUS:** En 2021, la société de télécommunications TELUS a complété l'émission d'une OLD de 750 millions de dollars.⁴⁴³ Dans le cadre du cadre de référence de l'entreprise en matière d'OLDs, les intérêts payables sur les billets augmenteraient de 1 % par an si l'entreprise ne parvenait pas à réduire ses émissions absolues de GES de portée 1 et 2 de 46 % par rapport aux niveaux de 2019 d'ici à 2030.

Contrairement aux instruments UoP, qui limitent l'utilisation des fonds à des fins spécifiques, les financements obtenus par le biais d'instruments basés sur la performance peuvent être alloués à n'importe quel projet ou activité.⁴⁴⁴ Toutefois, les taux d'intérêt des produits sont subordonnés à la réalisation d'IPD par l'entité, comme la réduction de ses émissions de GES d'un pourcentage donné.⁴⁴⁵ Selon une analyse des OLD émises à l'échelle mondiale entre 2018 et mi-2022, environ la moitié de ces obligations incorporaient des IPD relatifs aux émissions de GES et à l'efficacité énergétique.

Schéma II : Mécanisme d'ajustement des taux d'OLD ⁴⁴⁶



Le non-respect par une entité de ses IPD peut entraîner des pénalités financières, généralement sous la forme d'une augmentation des taux. Inversement, la réalisation des objectifs peut conduire à des réductions de taux, incitant les emprunteurs et les émetteurs d'obligations à améliorer leur performance environnementale au fil du temps. En règle générale, les contrats d'emprunt prévoient des ajustements à la hausse ou à la baisse du taux d'intérêt nominal de 25 points de base, bien que d'autres taux d'augmentation puissent être convenus.⁴⁴⁷

Certain-es chercheur-euses ont constaté que l'émission d'OLD implique une « prime de durabilité » qui permet aux émetteurs de réduire les coûts de financement de leur dette.⁴⁴⁸

⁴⁴³ TELUS (2021).

⁴⁴⁴ Kölbel et Lambillon (2023).

⁴⁴⁵ Idem.

⁴⁴⁶ Tiré de Kölbel et Lambillon (2023).

⁴⁴⁷ Kölbel et Lambillon (2023). Selon les auteurs, environ 71 % des OLD émis à l'échelle mondiale entre 2018 et mi-2022 prévoyaient des majorations de 25 points de base ou moins, ou pas de majoration ou de pénalité du tout.

⁴⁴⁸ Par exemple, Kölbel et Lambillon (2023) trouvent une prime statistiquement significative de -21,5 points de base. Cette prime, qui serait similaire au « greenium » des instruments de l'UoP.

Dans certains cas, cette prime peut être suffisamment importante pour compenser les pénalités déclenchées par le non-respect par l'émetteur de ses IPD.⁴⁴⁹

b) Le cadre juridique

Comme les instruments UoP, les instruments fondés sur la performance sont soumis aux dispositions générales du *Code civil du Québec* et aux obligations d'information applicables aux titres faisant l'objet d'un appel public à l'épargne. Aucune règle juridique ne définit quels instruments peuvent être qualifiés d'OLD et de PLD, et les parties privées sont libres de fixer les IPD de ces instruments comme elles l'entendent. Les parties privées sont également libres d'inclure des clauses d'exclusion et de déni de responsabilité pour limiter les conséquences juridiques du non-respect des IPD par un émetteur ou de l'absence de reddition de comptes sur les progrès accomplis. De telles clauses sont une pratique courante sur le marché.⁴⁵⁰

Des normes et des cadres volontaires ont également vu le jour en ce qui concerne les instruments fondés sur la performance, tels que les Principes des obligations liées à la durabilité (**POLD**) de l'ICMA.⁴⁵¹ Les Principes des prêts liés à la durabilité (**PPLD**) publiés par l'AMP, l'APAMP et l'APAP établissent des recommandations volontaires similaires pour les PLD.⁴⁵² En outre, la CBI propose également des services de certification pour les instruments OLD.⁴⁵³

Il n'existe actuellement aucune initiative réglementaire au Canada visant à encadrer les instruments FDISR basés sur la performance. Alors que la taxonomie verte et de transition fédérale pourrait théoriquement s'appliquer à ces instruments, le cadre proposé par le CAFD ne s'applique pour l'instant qu'aux instruments UoP.⁴⁵⁴

c) Risques d'écoblanchiment

Les instruments basés sur la performance présentent un avantage certain par rapport à ceux de l'UoP : ils récompensent les résultats plutôt que la simple allocation de fonds à un projet

⁴⁴⁹ Comme le décrivent Kölbel et Lambillon (2023), la moyenne des « économies réalisées grâce à cette réduction du coût de la dette dépasse la pénalité potentielle maximale que les émetteurs doivent payer en cas d'échec de l'objectif de performance en matière de durabilité. Cela suggère que les émetteurs d'OLD peuvent bénéficier d'un « free lunch », c'est-à-dire d'un avantage financier malgré le fait qu'ils n'atteignent pas l'objectif. »

⁴⁵⁰ Ammermans et al (2021) décrivent cette pratique comme suit : « Habituellement, ni le non-respect d'un ou de tous les IPD, ni le défaut de livraison d'un certificat IPD ne constituent généralement un cas de défaillance dans le cadre des PPLD, et une exclusion explicite est incluse dans l'accord de facilité pour couvrir ces cas. Cependant, une conséquence directe de l'atteinte ou de la non-atteinte des IPD ou de la non-remise d'un certificat IPD est un ajustement de la marge ». Voir également la recommandation de Mathew (2020) selon laquelle les émetteurs devraient indiquer « clairement que le non-respect d'un IPD ou d'une obligation d'information n'entraînera pas un cas de défaillance de l'obligation ».

⁴⁵¹ International Capital Market Association (2024). Comme le note Mathew (2020), à l'instar des obligations vertes, « les POLD indiquent clairement que les souscripteurs d'OLD ne sont pas responsables si les émetteurs ne respectent pas leurs engagements envers les OLD et l'utilisation du produit net qui en résulte ».

⁴⁵² Loan Market Association et al. (2019).

⁴⁵³ Initiative des obligations climatiques (sans date).

⁴⁵⁴ On pourrait toutefois faire valoir que les exigences proposées pour les émetteurs sont similaires à des exigences basées sur la performance, puisque l'émetteur devrait atteindre des objectifs de performance au niveau de l'entité pour être éligible à la taxonomie.



donné.⁴⁵⁵ Cependant, les instruments basés sur la performance ont également fait l'objet de critiques de la part de diverses parties prenantes⁴⁵⁶, comme résumé ci-dessous :

- **Fixation d'objectifs, reddition de compte et vérification par des tiers insuffisantes.** Étant donné leur caractère volontaire, les normes développées par l'industrie relativement aux OLD et aux PLD ne sont pas juridiquement contraignantes. Par conséquent, les parties peuvent choisir de ne pas adhérer strictement aux meilleures pratiques du secteur, ce qui peut conduire à la fixation d'objectifs peu ambitieux, à une reddition de comptes inadéquate sur les progrès réalisés et à une vérification insuffisante par des tiers.⁴⁵⁷ Par exemple, une analyse de 2021 de Reuters portant sur 48 OLD a révélé que près de la moitié d'entre eux incluaient un IPD qui permettait à l'émetteur de réduire le rythme auquel il améliorerait ses performances en matière de durabilité.⁴⁵⁸ En outre, le recours à des indicateurs de performance vagues, non pertinents ou difficilement vérifiables peut entraver la capacité des investisseurs et des autres parties prenantes à comparer la performance d'une entité à des critères de référence externes. Certain-es observateur-trices, dont la FCA du Royaume-Uni, ont mis en garde contre la possibilité que les banques acceptent des IPD faibles de la part de client-es avec lesquelles elles entretiennent des relations commerciales importantes, ce qui mettrait en évidence des problèmes potentiels de conflits d'intérêts.⁴⁵⁹ Cette préoccupation a été réitérée par certain-es représentant-es du secteur interrogés dans le cadre du présent rapport.
- **Absence d'additionnalité.** Les instruments fondés sur les performances peuvent récompenser des réalisations qui auraient eu lieu indépendamment de l'existence d'un système d'incitation. Par exemple, une entreprise qui est déjà en bonne voie pour réaliser d'importantes réductions d'émissions au cours des cinq prochaines années pourrait émettre des OLD afin d'être récompensée pour ses réalisations futures, même si les réductions auraient eu lieu en l'absence d'émission d'OLD. Cela peut se traduire par de l'écoblanchiment si les acheteurs d'obligations et les prêteurs commencent à prétendre qu'ils ont eu un impact environnemental en achetant des OLD ou en concluant des PLD.
- **Des incitations insuffisantes.** Certain-es observateur-trices ont noté que les incitations offertes par les instruments fondés sur les performances ne seront probablement pas suffisantes pour modifier le comportement des entreprises et déclencher des changements significatifs dans leurs performances environnementales.⁴⁶⁰ Comme indiqué plus haut, les hausses et les baisses de taux d'intérêt intégrées dans les OLD et les PLD sont généralement très faibles.⁴⁶¹ En outre, les instruments fondés sur la performance ne représentent souvent qu'une petite partie de la dette totale d'une entité, de sorte que

⁴⁵⁵ Ammerman et al. (2021).

⁴⁵⁶ Ul Haq et Doumbia (2022).

⁴⁵⁷ Curtis et al. (2023).

⁴⁵⁸ Wilkes et Bahceli (2021).

⁴⁵⁹ Financial Conduct Authority (2023a).

⁴⁶⁰ Curtis et al (2023) ; Berkow (2023).

⁴⁶¹ Kölbel et Lambillon (2023) trouvent une prime moyenne de -9 points de base sur le rendement d'un OLD par rapport aux obligations conventionnelles. Voir aussi : Berkow (2023).



les changements de taux d'une OLD ou d'un PLD peuvent avoir un impact minime sur les coûts d'endettement globaux d'une entreprise.⁴⁶² En outre, certains éléments suggèrent que les pénalités liées aux OLD sont si faibles que la prime associée aux OLD peut être supérieure aux pénalités potentielles maximales que les émetteurs peuvent payer, ce qui conduit les émetteurs à « bénéficier d'un « free lunch », c'est-à-dire d'un avantage financier bien qu'ils n'atteignent pas » leurs objectifs de performance.⁴⁶³

- **Jouer sur les pénalités.** Les instruments fondés sur la performance sont parfois remboursables sur demande, ce qui permet aux émetteurs et aux emprunteurs de rembourser leur dette et de mettre fin à un instrument avant que son taux d'intérêt n'augmente.⁴⁶⁴ Cette caractéristique peut être particulièrement problématique si un instrument ne prévoit des pénalités que plusieurs années après son émission, ce qui permet aux entreprises de bénéficier de taux de financement avantageux sans prendre aucune mesure pour améliorer leur performance environnementale.⁴⁶⁵ Par exemple, une étude de la Banque mondiale réalisée en 2022 a montré que les OLD qui prévoyaient des pénalités de majoration des taux d'intérêt plus importantes étaient plus susceptibles d'avoir des dates d'échéance plus tardives.⁴⁶⁶ L'étude a également montré que les OLD assortis de pénalités de majoration des taux d'intérêt étaient plus susceptibles d'être remboursables, avec des dates de remboursement proches de la date cible.⁴⁶⁷
- **Pas de restrictions sur l'UoP et sélection de cibles qui créent des incitatifs pervers.** Par définition, les instruments fondés sur la performance n'imposent aucune restriction quant à l'UoP. Ils peuvent donc être utilisés pour financer l'expansion de projets et d'activités à

⁴⁶² Comme le résume la FCA du Royaume-Uni : « Dans certains cas, et en particulier dans le contexte des problèmes de confiance et d'intégrité, l'emprunteur peut être peu incité à demander un SLL. Les petites économies réalisées sur les marges peuvent être contrebalancées par les coûts et le temps de négociation avec les prêteurs ou les conseillers juridiques. Certains emprunteurs semblent également se méfier de la surveillance accrue qu'implique la spécification d'IPD et d'indicateurs de performance clés. Nous avons observé que les augmentations de marge en cas de non-respect des SPT pour les entreprises de qualité étaient minimales (environ 2,5 points de base) et plafonnées à environ 5 points de base. Elles étaient plus importantes pour les prêts moins bien notés et à effet de levier, où des augmentations de l'ordre de 25 à 30 points de base ont été observées. Depuis la création du marché PLD, aucune augmentation observable de ces augmentations n'a été constatée, malgré les changements intervenus dans l'environnement mondial des taux d'intérêt. Nous avons entendu dire que la divulgation de IPD manqués peut attirer l'attention et être interprétée de manière négative. Cependant, à mesure que le marché mûrit, il est probable qu'il y aura plus de cas où les IPD ne seront pas respectés ». Voir : Financial Conduct Authority (2023a).

⁴⁶³ Kölbel et Lambillon (2023). Comme l'a noté Bruno Caron, en revanche, « si la pénalité est trop élevée, on court le risque d'arbitrage, c'est-à-dire qu'un investisseur vienne sur le marché et achète ces obligations ». Cité par Berkow (2023).

⁴⁶⁴ Curtis et al (2023). Voir aussi : Ul Haq et Doumbia (2022). Selon l'examen des données Bloomberg réalisé par Kölbel et Lambillon (2023), près de la moitié des OLD émises dans le monde entre 2018 et la mi-2022 étaient des obligations remboursables par anticipation.

⁴⁶⁵ Berkow (2023). Comme le note Bruno Caron, cité dans l'article, ce problème pourrait être résolu si les régulateurs exigeaient que « les émetteurs d'OLD paient une partie de la pénalité s'ils choisissent de rembourser l'obligation de manière anticipée ».

⁴⁶⁶ Ul Haq et Doumbia (2022).

⁴⁶⁷ Idem.



forte intensité de carbone et nuisibles à l'environnement.⁴⁶⁸ En outre, les instruments fondés sur la performance peuvent inciter les entreprises à causer des dommages environnementaux supplémentaires en fixant des objectifs fondés sur l'intensité ou en omettant d'inclure des exigences en matière de NPCDS et des garanties sociales minimales.⁴⁶⁹

Au Canada, il n'y a pas eu de cas de mise en application de la loi ou de litige concernant les instruments fondés sur la performance. Toutefois, la plainte déposée en janvier 2024 par I4PC auprès de l'AMF et de la CVMO contre les Big Five faisait référence à la dépendance des institutions à l'égard de ces instruments pour l'atteinte de leurs objectifs en matière de durabilité.⁴⁷⁰

Cette plainte fait suite au dépôt par I4PC d'une résolution d'actionnaires lors de l'assemblée générale annuelle de 2022 de RBC en rapport avec un OLD et un PLD émis par le distributeur de gaz naturel et l'opérateur de pipelines Enbridge.⁴⁷¹ En 2021, RBC, ainsi que d'autres institutions financières canadiennes et américaines de premier plan, ont participé à l'entente de financement lié à la durabilité de 1,1 milliard de dollars, qui prévoyait des objectifs liés à la réduction de l'intensité des émissions de GES, à l'augmentation de la diversité raciale au sein du personnel et à la participation des femmes au conseil d'administration, et qui ne limitait pas l'UoP.⁴⁷² L'accord a été conclu à un moment où Enbridge achevait l'expansion de son réseau de pipelines, ce qui a fait craindre que les OLD et les PLD en question ne se traduisent par une augmentation des émissions absolues de GES de l'entreprise.⁴⁷³ La proposition d'I4PC a finalement obtenu 8 % des votes à l'assemblée de RBC.⁴⁷⁴

Des plaintes similaires à celle d'I4PC ont été déposées dans d'autres juridictions. Par exemple, en 2023, l'organisation de défense Mighty Earth a déposé une plainte auprès de la SEC

⁴⁶⁸ Berkow (2023).

⁴⁶⁹ Par exemple, une OLD peut récompenser un objectif de réduction des émissions basé sur l'intensité qui a été atteint en augmentant les émissions absolues de GES. De même, un PLD peut ne récompenser que certains aspects de la performance environnementale (par exemple, les émissions de GES), même si l'amélioration de ces aspects a été obtenue grâce à une forte augmentation des dommages causés à d'autres aspects (par exemple, la biodiversité). Certains observateurs ont également noté que les instruments fondés sur la performance peuvent créer des incitations perverses pour les investisseurs et les emprunteurs en les récompensant pour les mauvaises performances environnementales d'un émetteur. Comme le notent Freeburn et Ramsay, « cette solution de cliquet de marge semble impliquer un résultat paradoxal pour l'investisseur soucieux de l'environnement qui gagne plus si l'obligation n'atteint pas ses objectifs écologiques que si l'obligation atteint ses objectifs environnementaux ». Ce type de situation peut être résolu en « demandant à l'emprunteur d'appliquer ces paiements accrus soit à ses propres projets verts ou durables, soit en versant les paiements accrus à des œuvres de charité ». Voir : Milligan (2022).

⁴⁷⁰ Investisseurs pour la conformité aux principes de l'Accord de Paris (2024a).

⁴⁷¹ Investisseurs pour la conformité aux principes de l'Accord de Paris (2022).

⁴⁷² Woodside (2021).

⁴⁷³ Idem.

⁴⁷⁴ Malgré ce résultat, I4PC a poursuivi ses efforts pour documenter les OLD et PLD douteux dans lesquels les banques canadiennes sont impliquées. Par exemple, dans son rapport 2023 sur les banques, I4PC a identifié au moins 9 occurrences en 2021 et 2022 d'instruments basés sur la performance dont l'émission a été facilitée par les banques canadiennes et qui ont probablement entraîné une expansion des activités à forte intensité de carbone, principalement dans le secteur du pétrole et du gaz.



américaine contre le producteur de viande brésilien JBS concernant l'émission d'OLD.⁴⁷⁵ Les OLD de JBS étaient liées à un engagement de l'entreprise à atteindre des émissions nettes zéro de portée 1 et de portée 2 d'ici 2040. Toutefois, selon la plainte, l'étiquetage des instruments en tant qu'OLD était trompeur, car les émissions de portée 1 et de portée 2 de JBS ne représentaient qu'environ 3 % de l'empreinte climatique de l'entreprise.⁴⁷⁶ L'entreprise a répondu à la plainte en déclarant qu'il était impossible d'inclure des objectifs d'émissions de type 3 dans les OLD en raison de contraintes en matière de quantification.⁴⁷⁷ Les ONG et les investisseur-euses pourraient déposer des plaintes similaires au Canada à l'avenir.

4.3.3. Fonds d'investissement et fonds distincts

a) Description du segment

Les fonds d'investissement⁴⁷⁸ sont des entités gérées par des professionnel·les qui investissent de l'argent mis en commun par des investisseur-euses en fonction d'une politique d'investissement donnée.⁴⁷⁹ Les fonds d'investissement peuvent investir dans divers actifs tels que des actions, des obligations et des instruments du marché monétaire.⁴⁸⁰ Les fonds peuvent avoir des stratégies et des objectifs d'investissement différents, tels que l'atteinte d'une croissance à long terme, un revenu stable, la préservation du capital, ou des objectifs spécifiques tels que le développement économique ou l'impact ESG.⁴⁸¹

Les fonds d'investissement peuvent intégrer des facteurs ESG dans leurs activités d'investissement pour répondre aux préférences de différents types d'investisseur-euses. Par exemple, certain-es investisseur-euses peuvent vouloir limiter leur exposition aux risques environnementaux importants ou profiter des rendements financiers liés à la demande croissante d'activités commerciales moins polluantes. Cela peut conduire les gestionnaires de fonds à proposer des fonds d'investissement qui intègrent expressément ces critères dans leurs objectifs d'investissement, leurs stratégies et leurs processus de sélection des actifs. D'autres investisseur-euses peuvent souhaiter être plus ambitieux·ses et éviter d'investir dans des activités qui accentuent les changements climatiques, la crise de biodiversité et la pollution environnementale. Cela peut mener au développement de fonds d'investissement qui excluent certains secteurs de leur portefeuille d'actifs, tels que les entreprises grandes émettrices de carbone. Enfin, certain-es investisseur-euses peuvent vouloir atteindre un impact à la fois financier et environnemental en investissant dans des activités qui permettent une atténuation directe des dommages causés sur l'environnement. Cela peut conduire les gestionnaires de fonds d'investissement à créer des fonds d'investissement

⁴⁷⁵ Mighty Earth (2023).

⁴⁷⁶ Idem.

⁴⁷⁷ Byrne (2023).

⁴⁷⁸ Dans le cadre de ce rapport, nous ne traitons pas des fonds d'investissement syndicaux (tels que le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec et Fondation), des fonds de capital-risque, des organismes de placement collectif distribués au Québec mais établis dans d'autres provinces, des clubs d'investissement, des fonds de pension, des plans de bourses d'études et des fonds d'investissement souverains.

⁴⁷⁹ Autorité des marchés financiers (sans date b).

⁴⁸⁰ Idem.

⁴⁸¹ Idem.



d'impact qui sélectionnent les actifs en fonction de leur impact positif sur l'environnement, par exemple en investissant dans des entreprises de technologies propres.

En décembre 2023, un total de 56,3 milliards de dollars investis dans un total de 369 organismes de placement collectif et fonds négociés en bourse au Canada prétendaient intégrer certaines considérations FDISR dans leurs activités d'investissement.⁴⁸² Comme le montre le tableau ci-dessous, cette intégration peut prendre la forme de plusieurs stratégies différentes.

Tableau 4 – Extrait de la classification des stratégies d'investissement ESG des ACVM⁴⁸³

Nom	Définition
Filtrage	Le fonds applique des règles fondées sur des critères ESG définis afin de déterminer si un placement est permis ou non. Il existe différents types de filtrage, tels que le filtrage négatif ou par exclusion, le meilleur de sa catégorie ou filtrage positif et le filtrage fondé sur des normes, expliqués ci-dessous.
<i>Filtrage négatif ou par exclusion</i>	Le fonds applique des règles fondées sur des critères ESG indésirables afin de déterminer si un placement n'est pas permis, notamment l'exclusion de son portefeuille de certains types de placements, de secteurs ou d'entreprises en fonction de ces critères.
<i>Meilleur de sa catégorie ou filtrage positif</i>	Le fonds applique des règles fondées sur des critères ESG désirables afin de déterminer si un placement est permis. Ces deux types de filtrage peuvent parfois avoir des significations légèrement différentes : • Meilleur de sa catégorie : Le fonds investit dans des entreprises affichant un meilleur résultat que celui de leurs pairs en fonction de certains critères ESG. • Filtrage positif : Le fonds investit dans des entreprises qui remplissent certains critères ESG désirables.

⁴⁸² L'Institut des fonds d'investissement du Canada (2023). Ce chiffre fait référence aux fonds d'investissement qui répondent aux critères du Cadre d'identification de l'investissement responsable du Comité de normalisation des fonds d'investissement du Canada (voir la note de bas de page suivante). Ces fonds représentaient environ 2,5 % du total des actifs investis, estimés à 2318 milliards de dollars. Voir : Comité de normalisation des fonds d'investissement du Canada (2023a).

⁴⁸³ Le contenu de ce tableau est directement copié de l'AP 81-334, à la page 4. Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a). La version 2022 de l'AP 81-334 n'incluait pas le « filtrage fondé sur des normes » comme stratégie d'investissement (Autorités canadiennes en valeurs mobilières, 2022a). En outre, elle présentait le filtrage négatif et le filtrage positif comme des stratégies autonomes (au lieu de les présenter comme des variantes de la stratégie de filtrage) ; idem pour le vote par procuration et l'engagement des actionnaires. En 2023, le Comité de normalisation des fonds d'investissement du Canada (CIFSC) a publié son Cadre d'identification de l'investissement responsable, un cadre volontaire destiné à classer les fonds d'investissement canadiens qui appliquent des approches d'« investissement responsable ». Ce cadre est aligné sur le Global ESG Disclosure Standards for Investment Products du CFA Institute, un autre cadre volontaire. Le cadre du CIFSC identifie six « approches d'investissement responsable » qui sont très similaires à celles identifiées dans le tableau 4 : l'intégration et l'évaluation ESG ; l'investissement thématique ESG ; les exclusions ESG ; l'investissement d'impact ; l'engagement et la gestion ESG ; et le meilleur ESG de sa catégorie. Sur son site web, le CIFSC publie une liste des fonds d'investissement canadiens qui entrent dans une ou plusieurs de ces catégories, sur la base des documents réglementaires déposés par ces fonds. Voir : Comité de normalisation des fonds d'investissement du Canada (2023a) ; (2023b).



<i>Filtrage fondé sur des normes</i>	Le fonds applique des règles fondées sur la conformité à des normes ESG largement reconnues (telles que des conventions internationales) afin de déterminer si le placement est permis ou non.
Intégration des facteurs ESG	Le fonds tient constamment compte de facteurs ESG dans son analyse des placements et son processus décisionnel en vue d'améliorer les rendements ajustés en fonction du risque.
Investissement thématique	Le fonds choisit des actifs lui permettant de s'inscrire dans des tendances ESG précises, telles que les changements climatiques et la transition vers une économie plus circulaire.
Investissement à retombées sociales (parfois appelé investissement d'impact)	Le fonds investit en vue de générer des retombées sociales ou environnementales positives et mesurables, outre un rendement financier. L'objectif est de contribuer à des améliorations environnementales ou sociales ou de les catalyser.
Gérance (parfois appelée participation active)	Le fonds s'appuie sur les droits et l'influence des investisseurs (comme dans le cas du vote par procuration ou de l'engagement des actionnaires ou des investisseurs en titres à revenu fixe, dont il est question ci-dessous) afin de protéger et d'améliorer la valeur à long terme globale pour les clients et les bénéficiaires, notamment les actifs environnementaux, sociaux et économiques communs desquels dépendent leurs intérêts. Y est incluse l'influence sur les activités ou le comportement des sociétés composant son portefeuille en ce qui a trait aux facteurs ESG.
<i>Vote par procuration</i>	Le fonds exerce ses droits de vote sur les résolutions de la direction ou des actionnaires en conformité avec certaines considérations ou certains objectifs en lien avec les facteurs ESG.
<i>Engagement des actionnaires ou des investisseurs en titres à revenu fixe</i>	Le fonds interagit avec la direction de la société lors de rencontres ou d'échanges écrits conformément à certaines considérations ou à certains objectifs en lien avec les facteurs ESG. On parle généralement d'engagement des actionnaires lorsque le fonds est un actionnaire de l'émetteur, et d'engagement des investisseurs en titres à revenu fixe lorsqu'il est plutôt un porteur de ses titres de créance.

b) Le cadre juridique

Une évaluation exhaustive de toutes les règles applicables aux différents types de fonds offerts au Québec dépasserait le cadre de ce rapport.⁴⁸⁴ Toutefois, il convient de noter que

⁴⁸⁴ Comme indiqué plus haut, nous ne discutons pas dans ce rapport des règles ou exemptions applicables aux fonds d'investissement syndicaux (tels que le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec et Fondation), aux



des obligations réglementaires différentes s'appliquent en fonction de la nature du fonds. Dans les sous-sections ci-dessous, nous nous concentrons sur deux grandes catégories de fonds : (i) les fonds d'investissement tels que définis dans la *LVM* ; et (ii) les fonds distincts tels que décrits dans la *Ligne directrice de l'AMF sur les contrats individuels à capital variable afférents aux fonds distincts*⁴⁸⁵ (**Ligne directrice LD**).

i. Fonds régis par la LVM

L'établissement, la gestion et la commercialisation des fonds d'investissement sont réglementés au niveau provincial dans la *LVM*, qui distingue deux catégories de fonds d'investissement : les **organismes de placement collectif** (aussi connus sous le nom de fonds communs de placement) et les **fonds d'investissement à capital fixe** (art. 5). La principale distinction entre ces deux catégories est que les propriétaires d'un organisme de placement collectif ont le droit de faire racheter leurs parts à la valeur de liquidation sur demande au moins une fois par an, alors que les propriétaires de fonds d'investissement à capital fixe n'ont pas ce droit.⁴⁸⁶

Les parts d'un fonds d'investissement peuvent être distribuées au public ; dans ce cas, le fonds sera soumis aux obligations de prospectus et d'information de la *LVM*.⁴⁸⁷ Les fonds d'investissement peuvent également être distribués de manière privée à des catégories spécifiques d'investisseur-euses et être exemptés des obligations de prospectus et d'information de la *LVM*. Les fonds d'investissement exemptés sont parfois appelés « fonds privés ».⁴⁸⁸

Les parts d'un fonds d'investissement distribué publiquement peuvent être négociées sur une bourse, auquel cas le fonds est appelé « fonds négocié en bourse » ou FNB.⁴⁸⁹ Les FNB sont souvent des fonds à gestion passive qui suivent des indices financiers, ce qui leur permet de facturer aux investisseur-euses des frais de gestion inférieurs à ceux des alternatives à gestion active.⁴⁹⁰

Les fonds spéculatifs sont une autre catégorie de fonds d'investissement. Ils utilisent généralement des stratégies d'investissement non conventionnelles et plus risquées que les fonds d'investissement traditionnels. En tant que tels, ils peuvent convenir davantage à des investisseur-euses expérimenté-es ayant une plus grande tolérance au risque.⁴⁹¹ Les fonds spéculatifs sont connus pour leur culture du secret et le peu d'informations qu'ils divulguent

fonds de capital-risque, aux organismes de placement collectif distribués au Québec mais établis dans d'autres provinces, aux clubs d'investissement, aux fonds de pension, aux plans de bourses d'études et aux fonds d'investissement souverains.

⁴⁸⁵ Autorité des marchés financiers (2011).

⁴⁸⁶ Brault et Morin (2010). Comme le notent les autrices, pour assurer la liquidité des parts de ces fonds, celles-ci peuvent généralement être transférées entre investisseur-euses.

⁴⁸⁷ Idem.

⁴⁸⁸ Idem.

⁴⁸⁹ Idem.

⁴⁹⁰ Fichtner et al. (2023).

⁴⁹¹ Brault et Morin (2010).



aux investisseur-euses.⁴⁹² Ils sont donc généralement distribués de manière privée, bien qu'ils puissent également être distribués publiquement s'ils se conforment aux exigences de la LVM en matière de prospectus et d'information.⁴⁹³

En vertu de la LVM, les fonds d'investissement doivent être gérés par un-e gestionnaire de fonds d'investissement (**GFI**) chargé-e de diriger l'entreprise, les activités et les affaires du fonds (LVM, art. 5). La mise en œuvre de la stratégie d'investissement d'un fonds conformément à sa politique d'investissement est placée sous la responsabilité d'un GP, qui peut être la même entité que le GFI.⁴⁹⁴

En vertu de l'article 159.1 de la LVM, les gestionnaires de fonds d'investissement sont responsables des obligations d'information des fonds d'investissement. Ces obligations varient considérablement selon qu'un fonds est tenu ou non d'émettre un prospectus.⁴⁹⁵ Les fonds d'investissement peuvent être classés en trois catégories distinctes en fonction de l'étendue de leurs obligations d'information :

- **Fonds tenus de soumettre un prospectus ordinaire** : À moins qu'ils ne puissent présenter un prospectus simplifié ou qu'ils ne répondent à l'un des critères de dispense, les organismes de placement collectif et les fonds d'investissement à capital fixe sont tenus d'émettre un prospectus tel que prescrit par l'article 3.1 du R 41-101.⁴⁹⁶ Le prospectus doit être approuvé par l'AMF et doit inclure, entre autres, des informations sur l'organisation du fonds, les titres à distribuer, les objectifs d'investissement du fonds (y compris sa nature et ses caractéristiques fondamentales distinctives) et ses stratégies d'investissement (telles que le processus de sélection des titres, l'approche d'investissement et le style de gestion du portefeuille).⁴⁹⁷ Le prospectus décrit également les secteurs dans lesquels le fonds prévoit d'investir et toute restriction d'investissement qu'il a volontairement adoptée. En outre, le prospectus fournit des informations spécifiques sur les performances du fonds, les facteurs de risque et les éventuelles notations de crédit reçues des agences de notation. À moins que certaines démarches concernant le dépôt d'un nouveau prospectus ne soient entreprises, un fonds d'investissement ne sera pas autorisé à distribuer des parts supplémentaires au public plus d'un an après la publication de son dernier prospectus, ce qui permettra à l'AMF de vérifier périodiquement que les fonds respectent leurs obligations d'information.⁴⁹⁸

⁴⁹² Blais-Giroux (2008).

⁴⁹³ Brault et Morin (2010).

⁴⁹⁴ Idem.

⁴⁹⁵ Ces différences résultent du fait que certaines catégories d'investisseur-euses sont moins vulnérables et plus conscient-es des caractéristiques et des risques liés aux fonds d'investissement, de sorte que ces personnes n'ont pas besoin des informations qui figurent généralement dans ces documents. Voir : Blais-Giroux (2008), p.37.

⁴⁹⁶ L'annexe 41-101A2 - *Informations à fournir dans le prospectus du fonds d'investissement* doit être utilisée pour préparer le prospectus. Les FNB doivent également publier un document d'information sur les FNB conformément à l'annexe 41-101A4 - *Informations à fournir dans l'aperçu du FNB*. Pour les FNB qui reproduisent un indice, ce document doit indiquer la nature et le nom de l'indice.

⁴⁹⁷ Voir l'annexe 41-101A2 - *Informations à fournir dans le prospectus du fonds d'investissement*. La rubrique 5 concerne les objectifs d'investissement, tandis que la rubrique 6 concerne les stratégies d'investissement.

⁴⁹⁸ Brault et Morin (2010).



Les fonds d'investissement tenus de déposer un prospectus doivent se conformer aux exigences du R 81-102, qui interdit à toute personne de faire des communications commerciales fausses, trompeuses ou contradictoires avec les informations contenues dans un prospectus ou un aperçu du fonds. Le R 81-102 réglemente également la publicité comparative et la communication d'informations sur les performances d'un fonds d'investissement, y compris les notes et les classements.

Les fonds d'investissement faisant l'objet d'une distribution publique sont également tenus de respecter les obligations d'information continue prévues par le *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement (R 81-106)*. Ce règlement exige que les fonds d'investissement publient des informations sur leur portefeuille sur une base trimestrielle, ainsi que des états financiers annuels, un rapport annuel et un Rapport de la direction sur le rendement du fonds (**RDRF**) et, si plus de douze mois se sont écoulés depuis la dernière transmission à l'AMF, une NA.⁴⁹⁹ Le RDRF présente l'objectif et les stratégies du fonds d'investissement, l'évolution de son niveau global de risque, un résumé de ses résultats d'exploitation, les développements récents et certains faits saillants financiers. Les fonds d'investissement doivent également divulguer les changements importants et leurs politiques, procédures et registres de vote par procuration. Pour plus d'informations sur l'importance du processus de vote par procuration, voir l'encadré 15.

- **Fonds tenus de soumettre un prospectus simplifié⁵⁰⁰**: Les organismes de placement collectif qui ne sont pas négociés en bourse doivent déposer un prospectus simplifié, conformément à l'article 2.1 du *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif (R 81-101)*. Les organismes de placement collectif qui déposent un prospectus simplifié doivent également déposer un aperçu du fonds pour chaque catégorie ou série de titres qu'ils émettent. Ce document doit décrire la nature et les caractéristiques fondamentales de l'organisme de placement collectif, ses stratégies et ses objectifs, les indices sous-jacents que l'organisme de placement collectif suit (le cas échéant), son niveau de risque, une description des investisseurs auxquels l'organisme de placement collectif convient et des renseignements sur son rendement passé. Comme les fonds d'investissement qui déposent un prospectus ordinaire, les organismes de placement collectif qui déposent un prospectus simplifié sont soumis aux exigences des R 81-102, R 81-105, R 81-106 et R 81-107.
- **Fonds exemptés de l'obligation d'émettre un prospectus** : Les organismes de placement collectif et les fonds d'investissement à capital fixe peuvent être exemptés de l'obligation de déposer un prospectus s'ils entrent dans l'une des catégories identifiées dans le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus (R 45-106)*, par exemple lorsqu'un

⁴⁹⁹ L'annexe 81-106A1 *Contenu des rapports annuel et intermédiaire de la direction sur le rendement du fonds* doit être utilisé pour préparer le RDRF.

⁵⁰⁰ Il convient de noter que, dans certains cas, les fonds d'investissement peuvent également émettre un prospectus simplifié (*short form prospectus*) (différent du prospectus simplifié - *simplified prospectus*). Cela peut être le cas lorsqu'un émetteur assujéti a déjà émis un prospectus ordinaire dans le passé et qu'il souhaite émettre de nouveaux titres auprès du public.



investisseur répond à la définition d'investisseur « accrédité » ou « éligible ». Les fonds d'investissement exemptés ne seront pas soumis aux règles relatives au prospectus, à l'information et aux communications commerciales énumérées ci-dessus.⁵⁰¹ Toutefois, ils seront tenus de déposer une déclaration relative à leur statut de fonds dispensé, conformément à l'article 6.1 du R 45-106.⁵⁰²

Naturellement, les fonds soumis aux obligations de prospectus et d'information décrites ci-dessus sont soumis à des obligations plus strictes en ce qui concerne la communication d'informations liées aux critères ESG. Les ACVM ont publié l'AP 81-334 pour expliquer comment les obligations d'information et de communication des fonds d'investissement s'appliquaient à ceux qui intègrent des critères ESG dans leurs processus.⁵⁰³ L'AP 81-334 distingue quatre catégories différentes⁵⁰⁴ de fonds en fonction de leur prise en compte des facteurs ESG.

- **Les fonds à objectifs ESG** sont des « fonds dont les objectifs de placement mentionnent des facteurs ESG ». Seuls les fonds qui considèrent les facteurs ESG comme faisant partie de leur « nature fondamentale » ou comme une « caractéristique fondamentale » seront considérés comme des fonds à objectif ESG par les ACVM.
- **Les fonds à stratégies ESG** sont des « fonds dont les objectifs de placement ne mentionnent aucun facteur ESG, mais qui utilisent des stratégies ESG dans lesquelles de tels facteurs jouent un rôle important dans le processus d'investissement ».
- **Les fonds à portée ESG limitée** sont des « fonds dont les objectifs de placement ne mentionnent aucun facteur ESG, mais qui utilisent des stratégies ESG dans lesquelles de tels facteurs jouent un rôle limité dans le processus d'investissement ». Avec les fonds à objectifs ESG et les fonds à stratégies ESG, ces fonds sont des **fonds ESG**.⁵⁰⁵
- **Les fonds non ESG** sont des « fonds qui ne tiennent pas compte des facteurs ESG dans leur processus d'investissement ». Cela inclut les fonds qui investissent uniquement dans une classe d'actifs liée aux ESG (comme les contrats à terme sur les crédits carbone) pour des raisons financières, sans tenir compte des facteurs ESG.

⁵⁰¹ Brault et Morin (2010).

⁵⁰² Brault et Morin (2010).

⁵⁰³ L'AP 81-334 a été publié initialement en 2022. En 2022 et 2023, les ACVM ont examiné les prospectus, l'information continue, les avoirs, les votes par procuration et les communications commerciales d'une sélection de fonds ESG afin d'évaluer la conformité avec l'avis 81-334, de traiter les cas potentiels d'écoblanchiment et de déterminer si des politiques supplémentaires étaient nécessaires pour réglementer ces fonds. En 2024, à l'issue de ces examens, les ACVM ont publié une version révisée de la norme AP 81-334. Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a) ; Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2022a ; 2024a).

⁵⁰⁴ Dans l'AP 81-334, les ACVM indiquent que ces catégories ne sont pas destinées à être des labels ou des classifications orientées vers l'investisseur et qu'elles ne doivent être utilisées que pour différencier les obligations des fonds en matière d'information et de communication commerciale.

⁵⁰⁵ Même si les facteurs de risque ESG sont pris en compte dans le processus de sélection des actifs d'un fonds, ces facteurs seront probablement comparés à des facteurs de risque non ESG (comme les notations de crédit) pour évaluer le profil de risque global d'un actif. Par exemple, un gestionnaire de fonds peut conclure qu'un actif est fortement exposé aux risques ESG, mais décider néanmoins de l'inclure dans un « fonds ESG » si le profil de risque non ESG de l'actif est suffisamment faible ou si les rendements attendus ajustés au risque de l'actif sont suffisamment élevés.



Plus les facteurs ESG jouent un rôle important dans le processus décisionnel d'un fonds d'investissement, plus les ACVM ont des attentes élevées quant à la divulgation ESG et la communication d'informations dans les communications commerciales. En règle générale, les GFI devraient divulguer les informations ESG dans les prospectus des fonds en utilisant un langage simple conforme aux normes de l'industrie. Ils devraient également fournir des explications sur les termes techniques, le cas échéant.⁵⁰⁶ Voici quelques-unes des recommandations spécifiques formulées dans l'AP 81-334 :

- **Objectifs de placement et nom du fonds** : Si le nom d'un fonds fait référence à un aspect ESG, ses objectifs d'investissement doivent faire référence à l'aspect ESG mentionné dans le nom du fonds. Le nom d'un fonds ne doit pas faire référence aux facteurs ESG à moins que ses objectifs d'investissement fondamentaux ne fassent référence aux facteurs ESG.⁵⁰⁷
- **Convenance** : Lorsqu'il décrit la convenance des placements à une catégorie particulière d'investisseur-euses, le GFI peut indiquer qu'un fonds à objectifs ESG « convient particulièrement à des investisseurs ayant des objectifs de placement ESG ou qui s'intéressent aux placements axés sur de tels facteurs ». ⁵⁰⁸ Les autres types de fonds ne doivent pas faire référence aux facteurs ESG dans leur déclaration sur la convenance. En outre, si un fonds à objectifs ESG se concentre sur un aspect ESG particulier, sa déclaration sur la convenance doit l'indiquer.
- **Stratégies de placement** : Les fonds d'investissement doivent divulguer leurs stratégies de placement ESG d'une manière « complète, véridique et claire ». Les fonds d'investissement doivent fournir un aperçu des « types de placements que le fonds peut effectuer, les types de stratégies qu'il utilise, les facteurs ESG dont il tient compte et, dans le cas d'un fonds à objectifs ESG, comment il s'y prendra pour atteindre ses objectifs de placement relatifs à ces facteurs ». ⁵⁰⁹ Des informations supplémentaires sont requises pour les fonds à objectif ESG et les fonds à stratégie ESG. ⁵¹⁰ Les fonds à objectifs ESG qui « peuvent investir dans des entreprises qui semblent incompatibles avec les valeurs ESG », comme un fonds de transition climatique qui investit dans le charbon thermique, sont encouragés à décrire le seuil ou les paramètres applicables à ces investissements.

⁵⁰⁶ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a), p.12.

⁵⁰⁷ L'AP 81-334 fournit des recommandations supplémentaires concernant les fonds qui suivent un indice lié à l'ESG, qui investissent dans des fonds sous-jacents, qui ont l'intention de générer un résultat mesurable ESG ou qui ont une fonction de compensation carbone. De même, un fonds commun de placement qui ne remplit pas les conditions requises pour être considéré comme un fonds à objectif ESG ne doit pas se décrire comme un fonds axé sur l'ESG lorsqu'il communique sa nature aux investisseur-euses.

⁵⁰⁸ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a).

⁵⁰⁹ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a), p.18.

⁵¹⁰ L'AP 81-334 fournit également des recommandations spécifiques pour les fonds ESG à considérations limitées, les GFI qui appliquent une stratégie ESG à plusieurs de leurs fonds, les fonds qui utilisent des objectifs pour des mesures ESG spécifiques, les fonds qui investissent dans des fonds sous-jacents, les fonds qui utilisent des stratégies ESG multiples, les fonds de suivi d'indice qui investissent dans des émetteurs qui ne font pas partie de l'indice, les fonds qui obtiennent une exposition indirecte aux investissements ESG, et les fonds dont les noms et/ou les objectifs d'investissement incluent le terme « impact ». Des recommandations spécifiques concernant les fonds qui utilisent des stratégies de vote par procuration ou d'engagement sont présentées dans l'encadré 14.



En outre, les GFI qui gèrent des fonds liés à l'ESG doivent disposer de politiques et de procédures écrites concernant la prise en compte des facteurs ESG et l'utilisation de stratégies ESG par le fonds.

- **Utilisation d'évaluations, de notes, d'indices ou de références ESG** : L'AP 81-334 fournit des orientations spécifiques aux fonds qui utilisent des notations, des scores, des indices ou des indices de référence ESG dans le cadre de leurs principales stratégies d'investissement ou de leur processus de sélection des investissements. Comme indiqué à la sous-section 4.2.2, la fourniture de services de notation ESG n'est pas soumise à une réglementation spécifique en vertu des lois provinciales sur les valeurs mobilières, mais elle est indirectement réglementée par le biais des obligations d'information applicables aux fonds d'investissement qui s'appuient sur ces services. Par exemple, les ACVM indiquent que « le fonds à objectifs ESG ou le fonds à stratégies ESG qui, dans ses principales stratégies de placement ou son processus de sélection des placements, a recours à des notations ESG de sociétés qui sont établies à l'interne ou par des tiers, ou à des indices de référence ESG, devrait expliquer la façon dont ils sont utilisés. »⁵¹¹ Ces explications doivent identifier l'indice de référence ou la notation utilisés, le fournisseur des notations ou des scores, et une « description de la méthode employée pour créer les notations ESG de sociétés, ou les indices de référence ESG, et préciser, par exemple, si cette méthode s'appuie sur des données quantitatives ou qualitatives ainsi que le degré de subjectivité pouvant y être associé ». ⁵¹² Comme décrit plus loin, des exigences similaires existent lorsque des notations, des scores et des classements ESG sont utilisés dans le cadre de la communication commerciale d'un GFI sur un fonds donné.
- **Politiques et procédures de vote par procuration et d'engagement** : Si un fonds à objectifs ESG ou un fonds à stratégies ESG s'appuie sur le vote par procuration axé ESG en tant que stratégie d'investissement principale, son prospectus ou sa notice annuelle doit décrire les politiques et procédures de vote par procuration du fonds relatives aux facteurs ESG.
- **Divulgarion des risques** : Tous les fonds d'investissement, quelle que soit leur classification en tant que fonds ESG, sont tenus de divulguer leurs facteurs de risque ESG importants. En outre, les facteurs de risque importants découlant de l'utilisation de stratégies ESG par les fonds ESG, tels que le risque de concentration, doivent être divulgués.
- **Information continue** : L'AP 81-334 fournit des indications sur les informations qui doivent être divulguées par les fonds d'investissement qui utilisent des stratégies ESG dans le cadre du RDRF et d'autres documents d'information continue. Par exemple, un fonds ESG qui utilise le filtrage négatif comme stratégie ESG doit divulguer toute participation qui aurait dû être éliminée.

⁵¹¹ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a), p.22.

⁵¹² Idem.



- **Communications commerciales** : L'AP 81-334 fournit des orientations sur la manière dont les gestionnaires de fonds d'investissement doivent communiquer sur les caractéristiques ESG des fonds d'investissement afin de se conformer aux exigences du R 81-102. Par exemple, elle indique que les communications commerciales, y compris celles qui apparaissent sur les pages web traitant de l'approche ESG d'un GFI, doivent être claires, spécifiques, vérifiables et non exagérées. En outre, les communications commerciales ne doivent pas être en contradiction avec les informations figurant dans les documents réglementaires du fonds.
- **Utilisation de notation ESG dans les communications commerciales** : Les fonds qui utilisent des notations, des scores ou des classements ESG dans leurs communications commerciales sont soumis à des exigences spécifiques supplémentaires. Par exemple, les fonds ne doivent utiliser que les notations, les classements ou les scores ESG des fonds provenant de fournisseurs ayant une méthodologie objective appliquée de manière cohérente à tous les fonds et publiée sur le site web du fournisseur. Pour éviter les conflits d'intérêts, les GFI devraient éviter les fournisseurs de notation ESG qui leur sont affiliés et éviter de payer les fournisseurs pour leurs services. En outre, les notations ESG utilisées dans les communications commerciales ne doivent pas impliquer de divulgations sélectives et doivent être accompagnées d'informations pour éviter d'induire en erreur, y compris un lien vers la méthodologie complète de la notation ou du score ESG du fonds.

Les recommandations de l'AP 81-334, très détaillées, traitent également de la divulgation du type de fonds, de son engagement dans des initiatives ESG et des mesures à prendre lorsque des changements liés aux facteurs ESG sont apportés à des fonds existants.

Le non-respect par un fonds d'investissement des exigences en matière d'information et de communications commerciales peut avoir diverses conséquences juridiques, la plus immédiate étant le refus de l'AMF de délivrer un visa sur le prospectus d'un fonds.⁵¹³ Cependant, aucune information n'est publiquement disponible quant au nombre de demandes de modification de prospectus faites par l'AMF en raison d'informations ESG insuffisantes.⁵¹⁴

De plus, comme pour les autres émetteurs assujettis, la LVM accorde à l'AMF le pouvoir d'inspecter les affaires des fonds d'investissement afin d'évaluer le respect de leurs obligations légales (LVM, art. 151.1). De plus, les dispositions pénales et administratives décrites à la sous-section 4.1.1 peuvent également s'appliquer aux divulgations inadéquates des fonds d'investissement.⁵¹⁵ La LVM permet également à l'AMF d'ordonner à un GFI de cesser

⁵¹³ Comme indiqué ci-dessus, un fonds d'investissement ne sera pas autorisé à distribuer des parts supplémentaires au public plus d'un an après la publication de son dernier prospectus. Des sanctions supplémentaires peuvent être imposées aux GP, GFI et CP dans certaines circonstances. Pour plus de détails, voir Duclos et al. (2024).

⁵¹⁴ De même, aucune information publique n'est disponible sur le nombre de demandes de visa de prospectus de fonds d'investissement qui ont été refusées par l'AMF en raison d'informations ESG insuffisantes.

⁵¹⁵ Voir notamment l'article 195(3) de la LVM (défaut de fournir les informations requises par la LVM) ; l'article 195(6) (fourniture de fausses informations à l'AMF) ; l'article 195.2 (pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses visant à influencer le cours des titres) ; l'article 196 (informations fausses ou trompeuses dans un prospectus) ; l'article 197 (autres informations fausses ou trompeuses relatives à une transaction sur un titre).



d'agir en tant que tel (*LVM*, art. 266). Enfin, les GFI et leurs administrateur-trices ou dirigeant-es qui ne respectent pas ces exigences peuvent engager leur responsabilité en vertu du régime de responsabilité du marché secondaire de la *LVM*, qui permet aux investisseur-euses de demander des dommages-intérêts compensatoires auprès des tribunaux à la suite de fausses déclarations faites par un émetteur assujetti (*LVM*, art. 220).

Encadré 15 – Considérations ESG dans le processus de vote par procuration

Les fonds d'investissement peuvent détenir des titres assortis de droits de vote. Ces droits sont exercés par un GFI au nom d'un fonds dans le cadre du processus de vote par procuration. Le processus de vote par procuration permet aux fonds d'investissement d'influencer la composition du conseil d'administration d'une société et de soutenir ou de rejeter les résolutions des actionnaires concernant la gouvernance, la stratégie et les pratiques de divulgation de la société.

Comme indiqué dans le tableau 4, les fonds d'investissement peuvent utiliser l'engagement des actionnaires et le vote par procuration comme stratégies ESG. Par exemple, un fonds d'investissement peut s'engager auprès d'une entreprise pour obtenir la divulgation d'informations sur ses émissions GES. Un fonds d'investissement peut également déposer une proposition d'actionnaire ou voter en faveur d'une résolution demandant à l'entreprise de divulguer aux investisseur-euses des informations relatives aux changements climatiques.⁵¹⁶ Au cours des deux dernières années, le niveau de soutien des investisseur-euses aux résolutions liées au climat au Canada a oscillé entre 14 % et 16 %.⁵¹⁷

Les fonds d'investissement doivent exercer leurs droits de vote auprès d'une myriade d'entreprises. Pour ce faire, ils s'appuient souvent sur les conseils de sociétés spécialisées dans le conseil en matière de procurations, telles que Institutional Shareholder Services et Glass Lewis.⁵¹⁸ Les rapports de ces sociétés fournissent aux investisseur-euses des recommandations de vote sur chacune des résolutions d'actionnaires qui seront soumises au vote lors de l'assemblée des actionnaires d'une société, y compris les propositions d'actionnaires ESG. Les conseiller-es en vote par procuration peuvent proposer des recommandations standard (également appelées politiques de référence) ou les adapter en fonction des politiques de vote par procuration ou des préférences d'un-e client-e spécifique (on parle alors de politiques personnalisées).⁵¹⁹ Les rapports des sociétés de conseil en vote par procuration peuvent également intégrer des données, des évaluations et des notes ESG provenant d'agences de notation ESG.

Les sociétés de conseil en vote par procuration peuvent être un outil essentiel pour les fonds d'investissement désireux d'atténuer les risques d'écoblanchiment lorsqu'ils exercent leurs droits

⁵¹⁶ Ces deux stratégies ne s'excluent pas mutuellement. Par exemple, les propositions d'actionnaires peuvent être le résultat d'une campagne d'engagement infructueuse.

⁵¹⁷ Stewart (2023) ; Investors for Paris Compliance (2024b). I4PC a examiné les pratiques de vote de 35 gestionnaires d'actifs canadiens publics et privés concernant 26 propositions d'actionnaires liées au climat et a constaté que 43 % des gestionnaires d'actifs évalués avaient voté contre la plupart des résolutions.

⁵¹⁸ Ces deux entreprises détiendraient environ 90 % du segment de marché des services de conseil en matière de procuration. Voir Boot et al. (2023).

⁵¹⁹ Dans une étude réalisée au Royaume-Uni en 2023, 75 % des investisseurs ont indiqué s'appuyer sur des politiques personnalisées plutôt que sur des politiques de référence. Voir : Financial Reporting Council (2023).



de vote. Toutefois, les recommandations de vote standard des sociétés de conseil en vote par procuration ne sont pas toujours respectueuses de l'environnement, en particulier si elles privilégient les risques financiers par rapport à l'impact.⁵²⁰ En outre, les conseiller-es en vote par procuration ne partagent pas tous-ttes le même point de vue sur les questions ESG, ce qui peut conduire à des recommandations de vote contradictoires d'un fournisseur à l'autre.⁵²¹ En outre, les recommandations des sociétés de conseil sont soumises aux mêmes limites que les données et les notations ESG sur lesquelles elles se fondent. Enfin, malgré les recommandations des sociétés de conseil, il n'est pas certain que de mauvaises performances environnementales se traduisent par un soutien des investisseur-euses aux propositions d'actionnaires relatives au climat. Alors que les données empiriques suggèrent que les votes des investisseur-euses tendent à être positivement corrélés avec les recommandations de vote des conseillers en vote par procuration, il existe peu de données spécifiques aux propositions ESG.⁵²²

Les services de conseil en vote par procuration ne sont actuellement pas réglementés au Canada. En 2015, les ACVM ont publié *l'Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote*, un ensemble de lignes directrices non contraignantes définissant les meilleures pratiques pour les sociétés de conseil en vote par procuration.⁵²³ Ces lignes directrices abordent un large éventail de questions, notamment les conflits d'intérêts, la transparence et l'exactitude des recommandations de vote, l'élaboration de lignes directrices sur le vote par procuration et la communication avec les parties prenantes. Compte tenu de leur caractère général, ces lignes directrices s'appliquent également aux conseils de vote par procuration ESG. Cependant, les lignes directrices ne fournissent pas de recommandations spécifiques sur les questions ESG.

En vertu de l'AP 81-334, les fonds d'investissement qui utilisent le vote par procuration et l'engagement comme stratégies ESG sont soumis à des obligations d'information spécifiques, qui complètent indirectement les recommandations formulées dans *l'Instruction générale 25-201*. Par exemple, les fonds qui utilisent ces stratégies en tant que stratégies d'investissement principales doivent les divulguer et décrire les « les critères appliqués relativement à la stratégie, l'objectif de celle-ci ainsi que l'ampleur du processus de surveillance déployé pour en évaluer l'efficacité. »⁵²⁴ En outre, l'AP 81-334 encourage certains fonds utilisant le vote par procuration en lien avec les facteurs ESG à divulguer tous leurs dossiers de vote par procuration antérieurs sur leur site web et à résumer la manière dont les pratiques de vote par procuration passées s'alignent sur les objectifs et les stratégies d'investissement du fonds. Des recommandations

⁵²⁰ Pour une description de la manière dont les conseillers en procuration intègrent les considérations ESG dans leurs recommandations de vote, voir : Larcker et Tayan (2024).

⁵²¹ Pour un exemple, voir Verney (2022).

⁵²² Larcker et Tayan (2024).

⁵²³ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2015). Les ACVM avaient initialement envisagé la possibilité d'adopter une réglementation contraignante, mais ont finalement opté pour des lignes directrices non contraignantes, en espérant que les sociétés de conseil en vote par procuration adoptent volontairement les pratiques et les divulgations suggérées dans les lignes directrices. D'autres juridictions, telles que les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Union européenne, ont choisi de réglementer les services de conseil en matière de vote par procuration. Voir : Financial Reporting Council (2023), aux pages 12-13.

⁵²⁴ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a), page 20.



similaires sont fournies pour certains fonds qui utilisent l'engagement comme stratégie d'investissement principale. Bien que ces lignes directrices en matière de divulgation ne s'appliquent pas directement aux conseiller·es en vote par procuration, elles ont un impact indirect sur leurs activités en influençant le type d'informations que leurs client·es peuvent demander.

ii. Fonds régis par la Ligne directrice LD

Un fonds distinct est un groupe séparé et distinct d'actifs gérés par un assureur. Les investisseur·euses individuel·les peuvent investir dans des fonds distincts en concluant un contrat individuel à capital variable (**CICV**), un produit d'assurance, avec une compagnie d'assurance. Un CICV comporte deux volets : un volet investissement et un volet garantie. Dans le cadre du volet investissement, la personne qui conclut un CICV investit dans un fonds distinct dont les caractéristiques de placement peuvent être semblables à celles d'un fonds commun de placement.⁵²⁵ La garantie du CICV fournit une couverture d'assurance sur le capital investi en cas de décès ou à l'expiration du contrat.⁵²⁶ Le niveau de la couverture d'assurance peut varier, généralement entre 75 % et 100 % du capital investi, avec des pourcentages différents pour les dates d'expiration (par exemple, après une période de 10 ans) ou en cas de décès.⁵²⁷

Les CICV sont des contrats d'assurance-vie dans lesquels les primes sont investies par les compagnies d'assurance.⁵²⁸ Contrairement aux fonds d'investissement régis par la *LVM*, les fonds distincts ne sont pas établis en tant qu'entités juridiques distinctes. Les compagnies d'assurance perçoivent les primes versées au titre du CICV, les transfèrent sur un compte et les utilisent pour investir dans des titres conformément à la stratégie d'investissement annoncée aux client·es.⁵²⁹ Les CICV ne peuvent être vendus que par des représentant·es en assurance-vie, et les investisseur·euses qui achètent un CICV doivent payer à la fois des frais d'assurance et des frais de gestion des placements.⁵³⁰ En 2022, 408,5 milliards de dollars étaient investis dans des fonds distincts au Québec.⁵³¹

Comme pour tout contrat d'assurance, l'émission de CICV est réglementée par le *Code civil du Québec*, la *Loi sur les assureurs* et la *Loi sur la distribution*.⁵³² Comme indiqué

⁵²⁵ Côté (2019).

⁵²⁶ *Idem*.

⁵²⁷ L'investisseur ne peut bénéficier de la garantie qu'à la fin du contrat, ce qui fait que les fonds distincts conviennent à ceux qui ont un horizon de placement plus long. Par exemple, un contrat garantissant 100 % du capital après une période de 10 ans assure qu'un investisseur qui place 100 000 \$ recevra au moins 100 000 \$ à la fin du contrat, protégeant ainsi le capital investi contre les fluctuations de prix.

⁵²⁸ *Idem*.

⁵²⁹ *Idem*. En tant que tels, les titulaires de contrats ne « possèdent » pas d'unités des fonds distincts. Toutefois, la compagnie d'assurance attribuera des « unités » pour mesurer les droits correspondant au CICV.

⁵³⁰ Pour un aperçu des exigences de formation et de qualification applicables aux représentants en assurance-vie, voir Côté (2019), pp. 444-445.

⁵³¹ Barcelo (2023).

⁵³² Côté (2019).



précédemment, l'article 1375 du *Code civil du Québec* exige que les parties à un contrat agissent de bonne foi, ce qui a été interprété par la jurisprudence comme exigeant que les parties échangent des informations entre elles lorsqu'il existe des asymétries d'information. De plus, la *Loi sur la distribution* et le Code DCSF imposent plusieurs obligations légales aux représentants en assurance qui distribuent des CICV. Ces obligations sont analogues à celles des représentant-es de CEP décrites dans la sous-section 4.2.1.⁵³³

Les fonds distincts ne sont pas assujettis à la LVM et aux règlements qui en découlent.⁵³⁴ En 2011, l'AMF a publié la Ligne directrice LD pour combler cette lacune réglementaire.⁵³⁵ Dans une certaine mesure, ces exigences reproduisent celles qui s'appliquent aux fonds d'investissement en vertu de la LVM. Par exemple, la Ligne directrice LD fournit des conseils concernant la divulgation continue d'informations et de documents aux détenteurs de contrats, le type d'investissements qui peuvent être effectués à l'aide de fonds distincts et les exigences applicables en matière de comptabilité et d'audit.⁵³⁶

La Ligne directrice LD précise que l'AMF s'attend à ce que les assureurs se conforment aux lois québécoises en matière de publicité, qu'ils évitent de se livrer à des actes ou pratiques malhonnêtes ou mensongers, qu'ils évitent de faire de la publicité fautive, trompeuse, imprécise ou incohérente et qu'ils identifient clairement les sources des statistiques qu'ils utilisent dans leur publicité.⁵³⁷ La Ligne directrice LD fournit également des recommandations spécifiques sur l'utilisation de données de performance et de comparaisons dans les publicités.

L'AMF n'a pas publié de ligne directrice équivalente à l'AP 81-334 en ce qui concerne les fonds distincts. Toutefois, comme l'indique l'encadré 9, l'AMF a adopté en juillet 2024 une Ligne directrice sur la gestion des risques liés aux changements climatiques qui s'applique aux assureurs québécois sous réglementation provinciale. Cette ligne directrice comprend des attentes spécifiques concernant le traitement équitable des client-es.⁵³⁸ Par exemple, la Ligne directrice sur la gestion des risques liés aux changements climatiques établit les attentes de l'AMF sur la façon dont les institutions financières devraient tenir compte des risques et des opportunités liés au climat dans la conception des produits, la souscription, le marketing, la publicité et la divulgation aux client-es. Par exemple, la ligne directrice indique⁵³⁹ qu'une institution financière devrait « fournir aux membres du personnel, aux intermédiaires et aux

⁵³³ Par exemple, l'article 27 de la *Loi sur la distribution* indique qu'un « représentant en assurance doit s'enquérir de la situation de son client afin d'identifier ses besoins » et « s'il lui est possible de le faire, il offre à son client un produit qui convient à ses besoins ». De même, l'article 28 de la *Loi sur la distribution* indique que le « représentant en assurance doit, avant la conclusion d'un contrat d'assurance, décrire le produit proposé au client en relation avec les besoins identifiés et lui préciser la nature de la garantie offerte ».

⁵³⁴ La LVM exempté expressément les CICV de son application (LVM s.3(13)).

⁵³⁵ La ligne directrice a été adoptée en vertu des pouvoirs conférés à l'AMF par l'article 463 de la *Loi sur les assureurs*.

⁵³⁶ Autorité des marchés financiers (2011), points 1, 2 et 9.

⁵³⁷ Autorité des marchés financiers (2011), point 4.

⁵³⁸ Struthers et al. (2024).

⁵³⁹ Autorité des marchés financiers (2024a), p.13. En outre, « l'Autorité s'attend à ce que l'institution financière s'assure que l'information destinée au client avant ou au moment de l'offre d'un produit mentionne clairement l'information concernant les produits qui est relative aux risques liés aux changements climatiques ». (p.12).



autres personnes qui agissent pour le compte de l'institution et qui interviennent dans l'offre de ses produits une information pertinente sur ces aspects, les outils appropriés pour accompagner les clients et les formations appropriées » Cela pourrait être interprété comme exigeant des institutions qu'elles s'assurent que leurs employés comprennent les risques liés aux changements climatiques associés aux fonds distincts, y compris leurs caractéristiques ESG.

Toutefois, cette ligne directrice n'est pas aussi détaillée que l'AP 81-334 et n'est pas spécifique aux fonds distincts. En outre, en tant que directive prudentielle, elle n'a pas les mêmes implications juridiques qu'un avis du personnel portant sur l'interprétation d'obligations de divulgation réglementaires.

Néanmoins, les représentations fausses ou trompeuses sur les qualités environnementales des fonds distincts peuvent entraîner plusieurs sanctions. En vertu de la *Loi sur la distribution*, « quiconque fournit, de quelque manière que ce soit, des informations fausses ou trompeuses à l'Autorité, à un assuré, à un client ou à toute autre personne, à l'occasion d'activités régies par la présente loi ou par ses règlements, commet une infraction » (*Loi sur la distribution*, art. 469.1).⁵⁴⁰ Une violation de l'article 469.1 par un organisme peut entraîner une amende maximale de 1 million de dollars, le quadruple du profit réalisé ou la moitié des sommes confiées ou perçues par l'organisme, selon le montant le plus élevé (*Loi sur la distribution*, art. 485). Toutefois, contrairement aux fonds d'investissement visés par la *LVM*, les investisseur-euses dans les fonds distincts ne bénéficient d'aucun régime de responsabilité particulier.⁵⁴¹ En cas de manquement de la part d'un assureur, les titulaires de contrats ne peuvent donc se prévaloir que de la *Loi sur la protection du consommateur* ou du régime général de responsabilité contractuelle du *Code civil du Québec*.⁵⁴²

c) Risques d'écoblanchiment

En 2022 et 2023, les ACVM ont examiné les prospectus, les divulgations d'information continue, les actifs, les votes par procuration et les communications commerciales d'une sélection de fonds ESG afin d'évaluer la conformité à l'AP 81-334, de s'attaquer à l'écoblanchiment potentiel et de déterminer si des politiques supplémentaires étaient nécessaires pour réglementer ces fonds. Cet exercice n'a porté que sur les fonds tenus de publier un prospectus. Les ACVM ont identifié plusieurs pratiques problématiques, notamment:

⁵⁴⁰ Les représentant-es en assurance de personnes peuvent également être tenu-es responsables d'un manquement à leurs responsabilités professionnelles. Pour plus d'informations sur ce sujet, voir Duclos et al. (2024).

⁵⁴¹ Voir les notes 224 à 229 de Côté (2019). Comme le note l'auteur : « Pour sa part, le gestionnaire de fonds d'investissement est soumis à un régime de faute présumée et pourra également s'exonérer en démontrant avoir agi avec prudence et diligence. Qui plus est, l'investisseur n'a pas à démontrer qu'il a souscrit à ce titre en se fiant à l'information fausse ou trompeuse, le lien de causalité étant présumé. Des sanctions similaires sont prévues lorsque l'information fausse ou trompeuse est fournie sur le marché secondaire. À l'opposé, la réglementation en assurance ne prévoit pas de recours civil correspondant. Pour arriver au même résultat, il faut s'en remettre au droit commun, notamment en ce qui concerne les obligations de conseil et d'information auxquelles sont soumis les assureurs et leurs représentants ainsi que les obligations imposées par la [*Loi sur la protection du consommateur*] »

⁵⁴² Idem.



- Informations insuffisantes sur la manière dont un fonds prend en compte les facteurs ESG.
- Communication incohérente entre les documents de vente et le prospectus concernant la prise en compte des facteurs ESG par un GFI.
- Utilisation de termes ou de concepts ESG peu clairs dans les objectifs d'investissement d'un fonds, tels que « émetteurs durables », « économie de l'environnement » et « entreprises énergétiques propres ».
- Description imprécise de l'orientation ESG d'un fonds dans ses objectifs d'investissement.
- Divulgarion peu claire ou inexacte des stratégies d'investissement ESG⁵⁴³, notamment en ce qui concerne les types de stratégies ESG utilisées, les facteurs ESG spécifiques pris en compte et l'évaluation et le suivi de ces facteurs.⁵⁴⁴
- Absence de politiques et de procédures écrites relatives à la prise en compte par un fonds des facteurs ESG et/ou à l'utilisation de stratégies ESG.
- Description insuffisante des aspects ESG des politiques et procédures de vote par procuration des fonds identifiant le vote par procuration comme une stratégie d'investissement, et incohérences entre ces politiques et procédures et la description des stratégies d'investissement du fonds.
- Insuffisance des informations fournies dans le RDRF sur les progrès ou la situation du fonds en ce qui concerne la réalisation des objectifs d'investissement ESG.
- Insuffisance des informations sur les votes par procuration antérieurs et les démarches d'engagements des actionnaires.
- Non-respect des filtres négatifs établis en tant que stratégies d'investissement.
- Déclarations ESG inexactes, trompeuses ou contradictoires dans les communications commerciales.

Malgré ces conclusions, il n'y a pas eu de cas d'application ou de litige privé concernant les déclarations environnementales des fonds d'investissement en vertu de la LVM. Comme indiqué précédemment, cela peut s'expliquer en partie par le fait que l'AMF dispose d'autres outils pour encourager le respect de la loi, de sorte que les recours juridiques formels ne sont utilisés que dans les cas les plus graves. Cependant, comme l'AMF ne publie pas d'informations spécifiques sur ses interactions privées avec les GFI concernant les

⁵⁴³ Il s'agit de la pratique trompeuse la plus courante relevée par le ACVM. Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a).

⁵⁴⁴ Par exemple, « le personnel a observé qu'il n'était pas toujours clair, d'après les informations fournies dans le prospectus, si le vote par procuration et l'engagement actionnarial axés sur les ESG étaient des stratégies d'investissement principales d'un fonds ou si le FMI avait une approche générale du vote par procuration, de l'engagement actionnarial ou de l'engagement auprès des émetteurs qui abordait les questions ESG entre autres ». Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2024a).



informations sur le développement durable, il est difficile d'évaluer l'intensité des efforts de l'agence dans ce domaine.

Cela étant dit, avec la montée des préoccupations liées à l'écoblanchiment, ce n'est peut-être qu'une question de temps avant que des cas d'application de la loi ou des litiges privés ne commencent à se produire, comme c'est déjà le cas aux États-Unis et en Australie.

Par exemple, en mai 2022, le conseiller en investissement BNY Mellon a accepté de payer une pénalité de 1,5 million de dollars américains après que la SEC ait constaté qu'il avait présenté de manière inexacte et omis des informations sur les références ESG des organismes de placement collectif qu'il gérait. Selon les conclusions de la SEC, la société avait suggéré à tort que tous les investissements dans ces fonds étaient soumis à un examen de la qualité des facteurs ESG, ce qui n'était pas toujours le cas.⁵⁴⁵ Des affaires similaires intentées contre DWS et Goldman Sachs ont respectivement donné lieu au paiement de 25 millions de dollars américains et de 4 millions de dollars américains de pénalités.⁵⁴⁶ Ces affaires ont été précédées par la publication en 2021 par la SEC d'une « alerte sur le risque » sur l'investissement ESG, qui avait identifié plusieurs cas de déclarations potentiellement trompeuses de la part de conseiller-es en investissement, de sociétés d'investissement et de fonds privés engagés dans l'investissement ESG.⁵⁴⁷

L'Australie est une autre juridiction où les allégations FDISR des fonds d'investissement ont fait l'objet d'un examen approfondi. Après avoir identifié l'écoblanchiment comme l'une de ses priorités d'application de la loi pour 2023, l'ASIC a lancé successivement trois poursuites contre des gestionnaires de fonds d'investissement en lien avec leurs déclarations environnementales.⁵⁴⁸ Entre avril 2023 et juin 2024, les interventions de l'ASIC en matière d'écoblanchiment auprès de gestionnaires de fonds, de sociétés cotées en bourse et d'administrateurs de fonds de pension ont donné lieu à un total de 37 avis correctifs, 8 avis d'infraction et deux procédures visant l'imposition d'une sanction civile.⁵⁴⁹ En mars 2024, l'ASIC a gagné sa première action en pénalité civile pour écoblanchiment contre un fonds d'investissement « éthiquement conscient », qui faisait des déclarations trompeuses sur l'exclusion des émetteurs d'obligations de certaines industries, telles que les combustibles

⁵⁴⁵ Commodity Futures Trading Commission, (2022a).

⁵⁴⁶ En septembre 2023, la filiale de la Deutsche Bank, DWS, a accepté de payer 25 millions de dollars américains de pénalités pour répondre aux accusations de la SEC concernant les fausses déclarations de l'entreprise sur son processus d'investissement ESG et son incapacité à mettre en place un programme suffisant de lutte contre l'écoblanchiment. Selon l'enquête de la SEC, DWS s'était présentée comme un leader ESG, mais n'avait pas mis en œuvre de manière adéquate sa politique globale d'intégration de l'ESG. La SEC a également noté que DWS n'avait pas adopté de politiques visant à garantir l'exactitude de ses déclarations publiques sur les produits intégrés dans le domaine de l'ESG. Voir le site de la SEC : U.S. Securities and Exchange Commission (2023a). Une autre affaire notable a été intentée par la SEC contre Goldman Sachs Asset Management. En novembre 2022, l'entreprise a accepté de payer une pénalité de 4 millions de dollars américains après que la SEC ait constaté que l'entreprise n'avait pas respecté ses politiques d'investissement ESG pour deux organismes de placement collectif et un compte géré séparément commercialisés en tant qu'ESG. Voir : U.S. Securities and Exchange Commission (2022b).

⁵⁴⁷ Commission des valeurs mobilières des États-Unis (2021).

⁵⁴⁸ Australian Securities & Investments Commission (2023a, 2023b, 2023c, 2023d).

⁵⁴⁹ Australian Securities & Investments Commission (2024a).



fossiles.⁵⁵⁰ De même, en juin 2024, la Cour fédérale australienne a estimé que l'administrateur d'un fonds de pension avait induit les investisseur-euses en erreur en ne respectant pas son engagement d'exclure les investissements dans les secteurs des jeux d'argent, de l'extraction du charbon et des sables bitumineux.⁵⁵¹ De plus, en août 2024, la Cour fédérale d'Australie a ordonné à un gestionnaire de fonds de pension de payer une pénalité de 11,3 millions de dollars australiens pour avoir fait des déclarations trompeuses sur l'exclusion des investissements dans les combustibles fossiles à forte intensité de carbone.⁵⁵² En outre, l'ASIC a publié des lignes directrices pour aider les organisations à éviter l'écoblanchiment lorsqu'elles commercialisent des produits liés au développement durable.⁵⁵³

Certaines juridictions ont également pris des initiatives réglementaires visant à améliorer la transparence et l'exactitude des déclarations des fonds d'investissement ESG. Ces développements sont résumés dans l'encadré 16.

Au-delà des risques d'écoblanchiment, il est important de reconnaître que les fonds d'investissement ESG ont des limites inhérentes qui restreignent leur potentiel à titre de solution à la crise environnementale. Tous les fonds d'investissement, y compris ceux qui visent un impact environnemental positif, qui intègrent des filtres d'exclusion ou qui investissent dans les meilleurs actifs de leur catégorie, seront toujours limités par les caractéristiques des actifs dans lesquels ils peuvent investir. La plupart des activités économiques impliquent actuellement un certain degré d'impact environnemental négatif, et un grand nombre d'entreprises ne sont pas orientées vers une transition juste, résiliente et adaptée aux changements climatiques.⁵⁵⁴ Ainsi, il peut être difficile pour les fonds d'investissement d'augmenter leurs investissements dans des actifs « neutres » ou « positifs » du point de vue environnemental.

En outre, les portefeuilles des fonds d'investissement sont généralement constitués de titres qui ont déjà été émis, ce qui signifie que l'achat de parts d'un fonds d'investissement ESG peut ne pas avoir d'impact environnemental supplémentaire immédiat. De même, certaines stratégies ESG peuvent récompenser la performance environnementale actuelle, et donc ne pas fournir de financement aux entreprises qui cherchent à améliorer leur performance environnementale.

Enfin, on ne sait toujours pas comment la demande croissante de fonds d'investissement ESG affectera la performance environnementale des fonds d'investissement traditionnels. Si une plus grande segmentation du marché conduit à des fonds ESG plus « verts » et à des fonds

⁵⁵⁰ Australian Securities & Investments Commission (2024b). Comme l'explique l'ASIC dans un communiqué de presse, les investissements du fonds « étaient basés sur un indice appelé Bloomberg Barclays MSCI Global Aggregate SRI Exclusions Float Adjusted Index (Index). Vanguard a affirmé que l'indice excluait les sociétés ayant des activités commerciales importantes dans une série d'industries, y compris celles impliquant des combustibles fossiles, mais a admis qu'une proportion importante des titres de l'indice et du fonds provenait d'émetteurs qui n'avaient pas fait l'objet d'une recherche ou d'un examen en fonction des critères ESG applicables. »

⁵⁵¹ Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (2024c).

⁵⁵² Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (2024a).

⁵⁵³ Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (2022).

⁵⁵⁴ Morningstar (2022).



traditionnels plus « bruns » sans changements dans la composition globale des actifs investis, l'impact de l'investissement ESG sera probablement limité.

Pour ces raisons, toute réforme réglementaire visant à améliorer les pratiques d'étiquetage et de communication des fonds d'investissement doit être associée à d'autres mesures réglementaires et politiques complémentaires, telles que les lois environnementales, les taxes et les subventions, afin de garantir que l'écoblanchiment soit effectivement limité et que les investissements FDISR puissent avoir des effets positifs cohérents et durables sur l'environnement et la société.

Encadré 16 – Développements internationaux concernant les fonds d'investissement

Règlement de l'UE relatif à la divulgation d'informations sur la finance durable (SFDR)

En 2019, l'UE a adopté le SFDR afin d'établir des règles de divulgation et des normes techniques pour les acteur-trices des marchés financiers (tels que les gestionnaires d'actifs, les fonds de pension et les assureurs) et les conseiller-es financier-es. En vertu de ce règlement, qui suit une approche de double matérialité, les entités couvertes sont tenues de divulguer la manière dont elles intègrent les risques de durabilité dans leurs activités, ainsi que des informations détaillées sur l'impact négatif de leurs activités sur les facteurs de durabilité.

La SFDR établit également des obligations d'information au niveau des produits au stade précontractuel. Ces exigences varient en fonction du type de produit financier (y compris les fonds d'investissement) en question. Par exemple, les produits « promouvant des caractéristiques environnementales et/ou sociales » (souvent appelés produits « article 8 ») et les produits dont l'objectif est l'« investissement durable » (produits « article 9 ») sont soumis à des exigences plus étendues. Les autres produits financiers « classiques » (produits « article 6 »), y compris ceux qui intègrent les risques ESG dans le cadre du processus d'investissement, sont soumis à des exigences moins strictes. La SFDR et ses normes techniques sont entrées en vigueur progressivement entre 2021 et 2023.

Les labels volontaires Greenfin et Investissement Socialement Responsable (ISR) en France

En 2015, la France a introduit Greenfin, un système de labellisation volontaire pour les fonds d'investissement qui allouent plus de 75 % de leurs actifs à des obligations ou activités vertes, telles que définies dans la taxonomie Greenfin.⁵⁵⁵ Greenfin prévoit des filtres d'exclusion pour certains secteurs, comme les combustibles fossiles et l'énergie nucléaire.⁵⁵⁶ En outre, le label exige des fonds d'investissement qu'ils mettent en place des mécanismes de suivi et d'information sur leurs performances et leur impact ESG.⁵⁵⁷

En 2016, le gouvernement français a introduit le label ISR, qui fixe des critères moins restrictifs que le label Greenfin.⁵⁵⁸ Pour bénéficier du label ISR, un fonds d'investissement doit intégrer des critères ESG dans ses activités, sélectionner des actifs mieux notés sur le plan ESG et rendre compte de sa

⁵⁵⁵ Azzouz et Merle (2021).

⁵⁵⁶ Idem.

⁵⁵⁷ Idem.

⁵⁵⁸ Idem.



performance.⁵⁵⁹ Initialement, le label ISR ne prévoyait pas de critères d'exclusion, ce qui permettait aux fonds d'investissement d'investir dans des secteurs controversés pour autant que les actifs sélectionnés affichent une performance ESG supérieure à la moyenne du secteur.⁵⁶⁰ Toutefois, une version révisée du label a été adoptée en 2024 pour introduire des filtres d'exclusion pour les entreprises impliquées dans l'exploitation du charbon et dans les nouveaux projets d'exploration, d'exploitation et de raffinage des combustibles fossiles.⁵⁶¹ Les exigences révisées prévoient également l'alignement progressif des portefeuilles d'investissement sur les objectifs de l'Accord de Paris.⁵⁶²

Exigences du Royaume-Uni en matière de divulgation d'informations sur la durabilité (SDR)

En 2023, la FCA britannique a annoncé le SDR, un ensemble de mesures visant à établir des exigences d'information sur la durabilité et des labels d'investissement au niveau national.⁵⁶³ L'une des mesures introduites dans le cadre de ce paquet est une règle anti-écoblanchiment destinée à garantir que les affirmations relatives à la durabilité concernant les produits et services financiers sont « justes, claires et non trompeuses ».⁵⁶⁴ En vertu de cette règle, les déclarations liées à la durabilité doivent être correctes, pouvoir être justifiées, claires, compréhensibles, tenir compte du cycle de vie complet d'un produit ou d'un service et permettre des comparaisons justes et significatives.⁵⁶⁵ À la suite de l'adoption de cette règle, la FCA britannique a publié des orientations qui donnent des exemples de déclarations problématiques et indiquent comment les corriger.⁵⁶⁶ La règle anti-écoblanchiment est entrée en vigueur le 31 mai 2024.⁵⁶⁷

Le SDR prévoit également la création de quatre labels volontaires de durabilité pour aider à classer les produits d'investissement : « Focus sur la durabilité », « Améliorateurs de durabilité », « Impact sur la durabilité » et « Objectifs mixtes de durabilité ».⁵⁶⁸ Ces labels sont limités aux produits qui cherchent à « obtenir des résultats positifs en matière de durabilité uniquement - les produits utilisant des stratégies telles que l'intégration ESG ou des inclinaisons ESG mineures ne sont pas éligibles ».⁵⁶⁹ Pour pouvoir utiliser ces labels, un fonds doit investir au moins 70 % de ses actifs conformément aux objectifs du label.⁵⁷⁰ Les fonds ne pourront pas utiliser certains termes liés à la durabilité en dehors de ceux autorisés par ces labels.⁵⁷¹

⁵⁵⁹ Idem.

⁵⁶⁰ Idem.

⁵⁶¹ Label ISR (2024). Voir aussi : Direction Générale du Trésor (2023).

⁵⁶² Idem.

⁵⁶³ Financial Conduct Authority (2024)

⁵⁶⁴ Idem, p.3.

⁵⁶⁵ Idem, p.7.

⁵⁶⁶ Idem.

⁵⁶⁷ Edwards et al. (2024).

⁵⁶⁸ Les produits « Focus » doivent investir dans des actifs axés sur la durabilité ; les produits « Improvers » doivent investir dans des actifs visant à améliorer la durabilité au fil du temps ; les produits « Impact » doivent investir dans des solutions de durabilité ; et les produits « Mixed goals » doivent investir dans un mélange des trois autres catégories d'actifs. Voir : Carabia et Olausson (2024).

⁵⁶⁹ Financial Conduct Authority (2023b).

⁵⁷⁰ Carabia et Olausson (2024).

⁵⁷¹ Idem.



Le SDR introduira également de nouvelles obligations de divulgation au niveau du produit et de l'entité (sur la base de l'IFRS S1) ainsi que des règles de dénomination et de commercialisation.⁵⁷² Ces règles incluront notamment l'obligation de communiquer aux consommateur-trices les principales caractéristiques de durabilité des produits financiers étiquetés ou utilisant des termes liés à la durabilité sans étiquette, tels que l'objectif de durabilité du produit, sa politique d'investissement, sa stratégie et ses indicateurs pertinents.⁵⁷³

Les règles de divulgation ESG des États-Unis

En 2022, la SEC a proposé de modifier deux de ses règles afin de limiter l'écoblanchiment par les fonds d'investissement et les conseiller·es en investissement. Tout d'abord, la SEC a proposé de modifier sa « Names Rule », qui régit les noms des fonds d'investissement, afin d'imposer des exigences aux fonds qui font référence à l'ESG dans leur nom. En vertu de ces modifications, les fonds d'investissement dont le nom suggère un investissement axé sur un thème spécifique ou sur des facteurs ESG doivent adopter une politique visant à investir au moins 80 % de la valeur des actifs du fonds conformément à son nom.⁵⁷⁴ La SEC a également proposé des exigences supplémentaires en matière de reddition de comptes et de tenue de registres pour les fonds soumis aux exigences relatives aux noms. Les amendements ont été adoptés en septembre 2023.

Deuxièmement, la SEC a proposé de nouvelles obligations d'information pour les fonds d'investissement et les conseiller·es qui intègrent des facteurs ESG dans leurs activités.⁵⁷⁵ Selon les amendements, qui sont analogues aux recommandations faites par les ACVM dans l'AP 81-334, les prospectus des fonds, les rapports annuels et les brochures des conseiller·es seraient tenus de divulguer des informations spécifiques sur l'utilisation des stratégies ESG par un fonds.⁵⁷⁶ Les modifications proposées établissent également une approche de divulgation tabulaire pour les fonds ESG afin de faciliter la comparaison de leurs caractéristiques par les investisseur·euses et la divulgation par les fonds axés sur l'environnement de leurs émissions GES au niveau du portefeuille.⁵⁷⁷ En date du 15 septembre 2024, cette proposition n'avait pas encore été adoptée par la SEC.

Encadré 17 – Compensation volontaire des émissions de carbone

Les compensations volontaires de carbone (**CVC**), également appelées crédits volontaires de carbone ou crédits carbone vérifiés⁵⁷⁸, sont des jetons représentant la réduction ou l'élimination d'une quantité spécifique d'émissions de GES dans le cadre de projets spécifiques d'atténuation

⁵⁷² Financial Conduct Authority (2023b).

⁵⁷³ Idem.

⁵⁷⁴ Commission des valeurs mobilières des États-Unis (2023b).

⁵⁷⁵ Commission des valeurs mobilières des États-Unis (sans date)

⁵⁷⁶ Idem.

⁵⁷⁷ Idem.

⁵⁷⁸ Ces différentes expressions soulignent des aspects différents de ces crédits. L'expression CVC met l'accent sur l'« acte » de compensation des émissions, tandis que l'expression « crédit carbone vérifié » souligne le fait que les crédits sont émis après qu'une tierce partie a vérifié si les suppressions, les réductions ou les évitements d'émissions ont eu lieu. Pour plus d'informations, voir : de Lassus St-Geniès et Previti (2024).



des changements climatiques, mesurée en tonnes d'équivalent CO₂.⁵⁷⁹ Certain-es auteur-trices canadien-nes ont qualifié les CVC de « marchandises non financières », bien que le débat sur leur nature juridique soit toujours en cours.⁵⁸⁰ Les CVC sont généralement délivrés par des organismes privés de vérification des compensations carbone, tels que VERRA, Gold Standard et l'American Carbon Registry.⁵⁸¹ Ces organisations permettent aux promoteurs de projets d'émettre des CVC dans le cadre de projets qui répondent à certaines normes. Les organismes indépendants qui établissent des normes privées en matière de CVC ne délivrent généralement les CVC qu'une fois que les réductions ou suppressions d'émissions ont eu lieu.⁵⁸²

Les CVC doivent être distingués des crédits carbone « de conformité » émis dans le cadre des systèmes gouvernementaux de tarification du carbone, tels que le système de plafonnement et d'échange des émissions du Québec et le système canadien de crédits compensatoires pour les GES.⁵⁸³ Les CVC peuvent être achetés par des organisations pour atteindre des objectifs volontaires de réduction des émissions de GES ou par des investisseur-euses à des fins spéculatives.⁵⁸⁴ Certaines entreprises peuvent également proposer aux consommateur-trices d'acheter des CVC en relation avec des produits ou des services à forte intensité de carbone, tels que les vols en avion.

Tant que la personne qui en fait l'acquisition ne les retire pas du marché, les CVC peuvent être échangés sur les marchés financiers. Par conséquent, même si une entité détient plusieurs CVC, elle ne doit pas s'appuyer sur ces CVC pour calculer son empreinte carbone, car l'entité peut vendre les CVC à l'avenir et perdre la possibilité de s'appuyer sur ceux-ci pour calculer son empreinte carbone. Une fois qu'un CVC est retiré, il ne peut plus être échangé, ce qui permet à l'acheteur de prendre en compte le CVC dans le calcul de son empreinte carbone.

L'utilisation des CVC pour atteindre d'objectifs de réduction des émissions ou pour compenser l'empreinte carbone de certaines activités est très controversée. Si certain-es affirment que ces instruments ont un rôle à jouer dans l'atténuation des émissions résiduelles de GES et dans l'affectation des capitaux à des projets de réduction des émissions, l'absence de réglementation concernant leurs caractéristiques et leur utilisation les rend plus vulnérables aux risques d'écoblanchiment que les instruments de tarification du carbone liés à la conformité. En outre, l'utilisation de CVC à grande échelle a ses limites, et il existe un risque qu'ils détournent les entreprises de la réduction de leurs émissions de GES internes (en faveur d'une compensation) ou les particuliers de la modification de leurs habitudes de consommation.⁵⁸⁵ En outre, plusieurs risques d'écoblanchiment ont été soulevés en rapport avec les CVC⁵⁸⁶ :

⁵⁷⁹ Il existe deux principaux types de projets d'atténuation des GES : la capture des émissions, qui permet de capturer et de séquestrer les GES précédemment libérés, et la réduction des émissions, qui permet d'éviter les émissions de GES qui se seraient produites autrement. Pour plus d'informations, voir l'annexe C de Beaulieu et Bishai (2022).

⁵⁸⁰ Sadikman et al. (2022) ; de Lassus St-Geniès et Previti (2024).

⁵⁸¹ Beaulieu et Bishai (2022).

⁵⁸² de Lassus St-Geniès et Previti (2024).

⁵⁸³ Gouvernement du Canada (2024c).

⁵⁸⁴ Organisation internationale des commissions de valeurs (2023).

⁵⁸⁵ Beaulieu et Bishai (2022).

⁵⁸⁶ Beaulieu et Bishai (2022).



- **Risque de fuites** : Le risque que la réduction des émissions dans un domaine entraîne une augmentation des émissions ailleurs (par exemple, la création d'un projet de reboisement sur des terres agricoles menant à l'abattage d'une forêt existante pour créer de nouvelles terres agricoles).
- **Double comptabilisation** : Le risque que plusieurs entités s'appuient sur le même CVC à des fins de comptabilisation des émissions de GES, ce qui nuit à la crédibilité des entreprises et fausse les efforts de réduction des émissions de GES au niveau mondial.
- **Additionnalité** : Le risque que l'émission de CVC ne représente pas une réduction ou une suppression nette par rapport à ce qui se serait passé si un projet d'atténuation volontaire (c'est-à-dire non requis par la loi) n'avait pas été mis en œuvre.
- **Impermanence** : Le risque que les réductions ou les stockages de GES ne soient pas maintenues dans le temps et inversées (par exemple, à cause d'un incendie qui détruit un projet de reboisement).
- **Délais** : Le risque de décalage entre l'achat d'un CVC et la mise en œuvre du projet de réduction ou d'élimination des émissions et ses effets sur les changements climatiques. En général, les CVC ne sont émis qu'après l'achèvement d'un projet de réduction ou d'élimination des émissions (c'est-à-dire *ex post*). Toutefois, certains CVC peuvent également être émis avant l'achèvement d'un projet (c'est-à-dire *ex ante*), ce qui entraîne une surabondance d'émissions à court ou moyen terme, avec un impact direct sur l'environnement. Bien que certaines normes volontaires relatives aux CVC n'autorisent pas la délivrance de CVC *ex ante*, le respect de ces normes est volontaire au Canada.
- **Impact social et environnemental** : Le risque qu'un projet ait un impact environnemental et social négatif sans rapport avec les changements climatiques (comme la perte de biodiversité causée par un projet de reboisement en monoculture).

En l'absence de réglementation spécifique concernant leur émission, les organisations désireuses d'acheter et d'émettre des CVC de haute qualité au Canada s'appuient généralement sur des normes volontaires de l'industrie, telles que le Régime de compensation et de réduction de carbone pour l'aviation internationale (**CORSIA**), les Oxford Principles for Net Zero Aligned Carbon Offsetting, le Voluntary Carbon Markets Integrity Initiative's Claims Code of Practice, et sur les sociétés offrant des services d'enregistrement des CVC. L'annexe C du rapport de 2022 du CQDE sur l'écoblanchiment climatique présente un résumé de ces différentes normes.⁵⁸⁷

Les organisations au Canada peuvent également s'appuyer sur les lignes directrices officielles publiées par les autorités gouvernementales, telles que le « Cadre pancanadien pour les crédits compensatoires de gaz à effet de serre », un document d'orientation publié en 2019 par les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux afin de faciliter l'élaboration de programmes réglementaires et de CVC au Canada.⁵⁸⁸ En outre, les organisations désireuses d'utiliser des compensations pour atteindre leurs objectifs de carboneutralité peuvent se référer au Guide

⁵⁸⁷ Beaulieu et Bishai (2022).

⁵⁸⁸ Conseil canadien des ministres de l'environnement (2019).



Technique du Défi carboneutre, un guide publié dans le cadre d'un programme volontaire conçu pour encourager les entreprises à atteindre la carboneutralité d'ici 2050.⁵⁸⁹ De même, la Ligne directrice B-15 du BSIF et l'IFRS S2 (qui pourrait être incorporée dans la législation sur les valeurs mobilières à l'avenir) exigent toutes deux des entités qu'elles divulguent le recours à des CVC.⁵⁹⁰

Aucune de ces lignes directrices ou normes n'établit de règles obligatoires concernant l'intégrité et l'échange des CVC utilisés au Canada. En outre, le cadre réglementaire actuel n'indique pas dans quelles circonstances les entités peuvent s'appuyer sur les CVC pour justifier leurs déclarations environnementales. Théoriquement, les déclarations environnementales trompeuses impliquant des CVC peuvent donner lieu à des mesures d'application de la loi et à des litiges privés, notamment en vertu des lois sur la protection des consommateurs et sur la concurrence. Toutefois, aucune affaire de ce type n'a eu lieu à ce jour.⁵⁹¹

Ces dernières années, les régulateurs américains ont lancé plusieurs initiatives visant à améliorer la transparence et la qualité du marché des CVC. Par exemple, en mai 2024, le gouvernement américain a publié ses Principes for Responsible Participation in Voluntary Carbon Markets, une liste de sept principes volontaires qui identifient les meilleures pratiques pour le marché CVC.⁵⁹²

Dans le même ordre d'idées, la Californie a introduit la *Loi sur la divulgation volontaire des informations relatives au marché du carbone (LDVIMC)*, qui est entrée en vigueur le 1er janvier 2024. La LDVIMC établit des exigences de divulgation en ce qui concerne (i) les déclarations net zéro, de neutralité carbone et de réduction des émissions ; (ii) les déclarations relatives aux émissions reposant sur des compensations carbone volontaires ; et (iii) la commercialisation des CVC.

⁵⁸⁹ Gouvernement du Canada (2022b). Le cadre taxonomique proposé par le CAFD limite également l'utilisation des CVC par les promoteurs de projets qui souhaitent faire des déclarations conformes à la taxonomie. Voir : Conseil d'action pour la finance durable (2023).

⁵⁹⁰ Bureau du surintendant des institutions financières du Canada (2023) ; Conseil international des normes de durabilité (2023).

⁵⁹¹ Toutefois, au moins une action en justice a été intentée concernant la communication d'informations trompeuses dans le cadre des marchés de conformité provinciaux. En 2023, l'employée d'une société de conseil basée en Alberta a plaidé coupable à des accusations liées à la fourniture d'informations fausses et trompeuses concernant sa capacité à effectuer des examens par les pairs dans le cadre du système de tarification du carbone de l'Alberta. Dans le cadre de ce système, les entreprises doivent soumettre leurs rapports de conformité à une tierce partie pour garantir le respect de la réglementation. Les fournisseurs d'assurance tiers doivent être accrédités conformément à la norme ISO 14065:2013 et les examinateurs pairs doivent suivre une formation conformément à la norme ISO 14064-3. Dans le cas présent, l'employée a effectué des examens par les pairs sans avoir suivi la formation requise. En outre, elle a utilisé la signature d'un ancien employé de son entreprise (qui avait suivi la formation) pour signer la documentation requise, même si cet autre employée n'était pas impliquée dans le processus d'évaluation par les pairs. L'employée a été condamnée à une amende de 10 000 dollars et il lui a été interdit d'occuper des postes similaires pendant une période de trois ans. Voir : Climate Case Chart (2023).

⁵⁹² Maison Blanche (2024). Les principes recommandent que les CVC soient additionnels, uniques, réels, quantifiables, permanents, validés et vérifiés par une tierce partie indépendante, basés sur des bases solides, et qu'ils évitent les dommages environnementaux et sociaux. Les principes recommandent également que les organisations donnent la priorité aux réductions d'émissions plutôt qu'aux compensations, qu'elles divulguent publiquement leur utilisation des OCV et qu'elles ne fassent des déclarations publiques qu'en s'appuyant sur des CVC de haute qualité.



En outre, afin d'améliorer la négociation de CVC sur les marchés financiers, la Commission de négociation des contrats à terme sur matières premières des États-Unis (**CFTC**) a publié des lignes directrices sur les échanges de contrats dérivés de CVC, qui sont des instruments financiers dont la valeur est dérivée d'un CVC sous-jacent.⁵⁹³ La CFTC a également mis en place un groupe de travail sur la fraude environnementale pour lutter contre la fraude concernant les CVC et les fausses déclarations ESG.⁵⁹⁴

Enfin, en 2012, la Commission fédérale du commerce des États-Unis a publié une version révisée de ses lignes directrices en matière de marketing environnemental, les « Guides verts », afin de fournir des orientations sur l'utilisation des CVC dans le contexte des allégations de marketing.⁵⁹⁵ Par exemple, l'agence indique que les CVC doivent être additionnels, notant qu'il est trompeur d'affirmer « qu'une compensation carbone représente une réduction d'émission si la réduction, ou l'activité à l'origine de la réduction, était exigée par la loi ». ⁵⁹⁶ En outre, l'agence recommande que les entreprises « indiquent clairement et de manière visible si la compensation carbone représente des réductions d'émissions qui ne se produiront pas avant deux ans ou plus ». ⁵⁹⁷

⁵⁹³Commodity Futures Trading Commission (2023a).

⁵⁹⁴ Commodity Futures Trading Commission (2023b).

⁵⁹⁵ Commission fédérale du commerce des États-Unis (2012).

⁵⁹⁶ Idem, p.9.

⁵⁹⁷ Idem.



5. Recommandations

Comme indiqué tout au long de ce rapport, les risques de déclarations environnementales et sociales fausses ou trompeuses sont largement répandus dans le secteur financier. Ces risques sont présents dans tous les secteurs examinés dans ce rapport, depuis les fonds d'investissement et les fournisseurs de données ESG jusqu'aux émetteurs assujettis et aux émetteurs d'OLD et d'obligations de type UoP. S'ils ne sont pas maîtrisés, ces risques peuvent nuire aux consommateur-trices, accroître le scepticisme des investisseur-euses et empêcher l'allocation de fonds vers des actifs et des produits financiers contribuant efficacement à la transformation économique nécessaire à une société à faible émission de carbone, résiliente et juste. Ils peuvent également entraver l'élaboration de politiques publiques financières solides, obligatoires et véritablement durables, ralentir la transition socio-écologique et menacer la stabilité du système financier.

Au Québec et au Canada, les risques d'écoblanchiment sont partiellement atténués par l'existence de lois financières, de protection des consommateur-trices, de concurrence et contractuelles qui interdisent la communication de déclarations environnementales trompeuses aux investisseur-euses. Comme l'explique la section 4, une violation de ces règles peut entraîner de graves conséquences juridiques, allant de sanctions administratives et pénales à des demandes d'indemnisation de la part des investisseur-euses.

Toutefois, malgré quelques plaintes déposées par des groupes de la société civile auprès des autorités financières, les mesures publiques destinées à mettre en application le cadre réglementaire et les litiges privés liés à l'écoblanchiment financier au Québec et au Canada ont été rares. La situation pourrait cependant changer à court terme. Au cours des dernières années, l'AMF et le BSIF ont considérablement développé leur expertise sur les questions liées au climat. Ces nouvelles capacités et la publication récente de lignes directrices pourraient indiquer que certaines autorités prévoient d'intensifier leurs efforts de mise en œuvre. La sensibilisation accrue des investisseur-euses pourrait également inciter les parties privées à déposer un plus grand nombre de demandes d'indemnisation contre les acteur-trices financier-es, et les évolutions réglementaires pourraient accélérer cette tendance.

De plus, en juin 2024, le Parlement du Canada a adopté des modifications à la *Loi sur la concurrence* menant à une nouvelle exigence pour toutes les entreprises, y compris les acteur-trices financier-es, de justifier leurs déclarations environnementales à l'aide d'éléments corroboratifs.⁵⁹⁸ En vertu de ces nouvelles dispositions, les déclarations relatives aux produits, y compris les produits financiers, doivent être étayées par une « épreuve suffisante et appropriée », un concept qui a été interprété par les tribunaux comme une « procédure visant à établir la qualité, le rendement ou la fiabilité de quelque chose ».⁵⁹⁹ Les nouvelles

⁵⁹⁸ McCarthy Tétrault (2024).

⁵⁹⁹ Dans un résumé de 2016 de la jurisprudence sur le concept de essai adéquat et approprié, le BCC a indiqué qu'une épreuve suffisante et appropriée « dépend de l'impression générale que la publicité produit sur les consommateurs » ; une telle épreuve doit être menée « avant d'élaborer l'indication » ; être « réalisé[e] dans des conditions contrôlées et dans le cadre desquelles on tient compte de variables externes » ; en éliminant « la



dispositions exigent également que les allégations environnementales concernant une entreprise ou une activité commerciale, y compris les allégations concernant les institutions financières ou le secteur financier, soient fondées « sur des éléments corroboratifs suffisants et appropriés obtenus au moyen d'une méthode reconnue à l'échelle internationale ». ⁶⁰⁰ Les amendements ont également créé un nouveau régime d'accès privé au Tribunal de la concurrence pour les cas de publicité trompeuse, ce qui facilitera le dépôt de plaintes privées pour écoblanchiment en vertu de la loi. ⁶⁰¹ Ce nouveau régime d'accès privé entrera en vigueur en juin 2025.

Bien que la loi ne définit pas le concept de « méthode reconnue à l'échelle internationale », le BCC a indiqué qu'il publierait des lignes directrices à un rythme accéléré pour faire part de ses attentes concernant les nouvelles exigences. ⁶⁰² En juillet 2024, le BCC a lancé une consultation publique pour recueillir les commentaires du public au sujet des nouvelles dispositions. ⁶⁰³

Toutefois, malgré ces mesures, d'autres actions législatives et réglementaires sont nécessaires pour réduire efficacement les risques d'écoblanchiment. Ces actions sont essentielles pour accroître l'allocation des capitaux vers une économie mondiale à bas carbone, résiliente et inclusive, améliorer la confiance des investisseur-euses et la crédibilité du secteur financier, favoriser le développement des produits et services FDISR et garantir que les décisions d'investissement reflètent les véritables préférences des investisseur-euses ESG.

En outre, elles seraient susceptibles de rallier le soutien du public, les enquêtes menées ces dernières années démontrant de manière constante que le public était favorable à des mesures de lutte contre l'écoblanchiment dans le secteur financier. Par exemple, dans un sondage réalisé en 2022 auprès d'investisseur-euses de détail canadien-nes, 75 % des répondant-es ont indiqué être préoccupé-es par l'écoblanchiment et 78 % se sont montrés favorables à une réglementation accrue et plus stricte dans le secteur financier pour lutter contre l'écoblanchiment. ⁶⁰⁴ De même, dans un sondage réalisé en 2023, 65 % des Canadien-nes ont indiqué être favorables à une nouvelle réglementation en matière de finance durable, et 78 % ont indiqué être favorables à une nouvelle réglementation contre l'écoblanchiment financier. ⁶⁰⁵ De plus, selon un sondage réalisé en 2024 auprès d'investisseur-euses de détail canadien-nes, 61 % sont préoccupé-es par l'écoblanchiment et

subjectivité dans la mesure du possible ». En outre, « [s]il n'est pas nécessaire de comparer les résultats de l'essai à un critère de certitude, il faut néanmoins déterminer que ces résultats ne sont pas le fruit du hasard ou d'un effet ponctuel, en établissant que le produit entraîne concrètement les effets souhaités. » Enfin, il faut que les « résultats de l'essai soutiennent l'indication formulée ». Voir : Bureau de la concurrence (2023).

⁶⁰⁰ McCarthy Tétrauld (2024).

⁶⁰¹ McCarthy Tétrauld (2024).

⁶⁰² Bureau de la concurrence (2024a).

⁶⁰³ Bureau de la concurrence (2024b).

⁶⁰⁴ Association pour l'investissement responsable (2022).

⁶⁰⁵ Ecojustice (2023).



la transparence au sein de l'espace FDISR, et 43 % estiment que le secteur « manque de lignes directrices ou de normes claires ». ⁶⁰⁶

Les recommandations pour chaque segment du secteur financier sont énumérées dans le tableau 5 et décrites plus en détail ci-dessous. Elles suivent le même ordre que la section 4 du présent rapport. Chaque recommandation est également classée en fonction du calendrier de mise en œuvre proposé : court terme (***), moyen terme (**) et long terme (*).

Tableau 5 – Aperçu des recommandations

#	Recommandation	Type	Acteur-trices	Délai
Émetteurs assujettis				
1	Finaliser le PR 51-107	Normes et divulgation	AMF / ACVM	***
2	Adopter de nouveaux règlements afin d'élargir la portée des obligations de divulgation liées à la durabilité suivant une approche globale basée sur la double matérialité.	Normes et divulgation	AMF / ACVM / Gov Qc / Gov Can	**
3	Modifier la LVM pour revoir la définition d'information fausse ou trompeuse afin de faciliter les demandes d'indemnisation pour écoblanchiment en l'absence d'effets sur les prix.	Faciliter les recours juridiques	Gov Qc	**
4	Faire de l'écoblanchiment une priorité en matière d'application de la loi et rendre compte des résultats obtenus	Application de la loi	AMF / ACVM	**
Banques				
5	Modifier la Ligne directrice B-15 afin d'établir des exigences plus spécifiques en matière de divulgation d'information sur le climat	Normes et divulgation	BSIF	***
6	Établir une nouvelle ligne directrice prudentielle pour normaliser la divulgation d'informations environnementales suivant une approche globale basée sur la double matérialité.	Normes et divulgation	BSIF	**
7	Adopter des mécanismes d'application de la loi plus rigoureux en ce qui concerne les violations de la Ligne directrice B-15 et de la ligne directrice de l'AMF sur la gestion des risques climatiques.	Faciliter les recours juridiques	Gov Can / Gov Qc	**

⁶⁰⁶ Placements Mackenzie (2024).



8	Publier des lignes directrices sur les déclarations environnementales des IFF destinées aux consommateur-trices	Application de la loi	ACFC	*
9	Faire de l'écoblanchiment une priorité en matière d'application de la loi et rendre compte des résultats obtenus	Application de la loi	ACFC	**
10	Intégrer des thèmes environnementaux dans les programmes d'éducation financière	Sensibilisation du public	ACFC	*
Prestataires de services d'investissement				
11	S'engager auprès des organismes de formation pour s'assurer que les thèmes environnementaux soient intégrés dans les programmes de formation obligatoires proposés aux professionnel·les de l'investissement.	Obligations professionnelles	AMF / ACVM / OCRI	**
12	Modifier les obligations des intermédiaires financiers en matière de connaissance du client·e et de convenance afin de les obliger à rechercher des informations sur les préférences environnementales de leurs client·es.	Obligations professionnelles	AMF / ACVM / OCRI / CSF / Gov Qc	**
13	Exiger des prestataires de services d'investissement qu'ils comprennent les caractéristiques de durabilité des produits qu'ils proposent, y compris les risques et les impacts environnementaux associés à ces produits, dans le cadre de leurs obligations de CSP	Obligations professionnelles	AMF / ACVM / OCRI	**
14	Exiger des prestataires de services d'investissement qu'ils communiquent de manière proactive des informations sur les risques et les impacts importants des produits financiers en matière de durabilité	Normes et divulgation	AMF / ACVM / OCRI / Gov Qc	*
Fournisseurs de données ESG				
15	Modifier la LVM pour donner à l'AMF le pouvoir de réglementer et de superviser la fourniture de services de notation ESG	Réglementer les nouveaux segments	Gov Qc / AMF / ACVM	**
16	Réviser l'AP 81-334 afin de fournir des directives plus spécifiques sur la divulgation d'informations sur les méthodologies ESG et les règles en matière de conflits d'intérêts.	Normes et divulgation	AMF / ACVM	***



17	Accélérer l'adoption de normes et d'obligations en matière de divulgation des données	Normes et divulgation	Gouv Can / Gouv Qc / AMF / ACVM / BSIF	**
18	Modifier l'Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote afin de fixer les obligations de divulgation d'information des conseiller-es en vote par procuration en matière de durabilité.	Normes et divulgation	AMF / ACVM	**
Instruments financiers FDISR				
19	Adopter une taxonomie obligatoire de la durabilité fondée sur la science et alignée sur les engagements mondiaux en matière d'environnement et de droits humains.	Normes et divulgation	Gov Can	***
20	Intégrer la taxonomie de la durabilité dans les obligations d'information sur les valeurs mobilières et les normes prudentielles	Normes et divulgation	AMF / ACVM / BSIF / Gov Can / Gov Qc / OCRI	**
21	Réglementer l'émission d'instruments UoP	Réglementer les nouveaux segments	Gov Qc / AMF / ACVM	**
22	Réglementer l'émission d'instruments fondés sur la performance	Réglementer les nouveaux segments	Gov Qc / AMF / ACVM	**
23	Réglementer les CVC	Réglementer les nouveaux segments	Gov Can / Gov Qc / AMF / ACVM	**
Fonds d'investissement et fonds distincts				
24	Réviser la Ligne directrice LD afin d'étendre les obligations d'information formulées dans l'AP 81-334 aux fonds distincts.	Normes et divulgation	AMF	***
25	Faire de la lutte contre l'écoblanchiment une priorité et rendre compte des résultats obtenus	Application de la loi	AMF / ACVM	**
26	Inclure les considérations ESG dans la stratégie d'éducation financière du Québec	Sensibilisation du public	AMF	*



5.1. Émetteurs assujettis

Recommandation n°1: Finaliser le PR 51-107 (AMF / ACVM).

Les ACVM devraient adopter une version révisée du PR 51-107 à l'échelle nationale, qui constituera la base du *Règlement 51-107 sur l'information liée aux questions climatiques* qui sera adopté par l'AMF, dès que possible, une fois que le CCNID aura publié sa norme d'information sur les changements climatiques. Plus de deux ans se sont écoulés depuis la publication du premier projet de règlement des ACVM, et les émetteurs assujettis canadiens ont un besoin urgent de disposer de normes plus claires sur la façon de déclarer leur exposition aux risques et aux opportunités liés aux changements climatiques.⁶⁰⁷ Cette mesure réglementaire, qui est également recommandée par le Groupe d'experts en adaptation aux changements climatiques, agirait à la fois comme une mesure normative et comme une mesure de divulgation obligatoire.⁶⁰⁸ Elle améliorerait la qualité, la quantité et la comparabilité des données relatives aux changements climatiques communiquées par les émetteurs assujettis, ce qui faciliterait les décisions d'investissement et améliorerait la fiabilité des évaluations ESG.

Cette mesure permettrait également de définir le seuil de matérialité applicable à la publication d'informations relatives aux changements climatiques. Par exemple, elle clarifierait quelles informations spécifiques, telles que les émissions de GES d'un émetteur, devraient être systématiquement publiées par tous les émetteurs assujettis. En élargissant le champ des informations qui doivent être fournies dans les Documents IC, cette mesure permettrait également à l'AMF et aux investisseur-euses d'engager des actions en justice en cas d'informations environnementales trompeuses.⁶⁰⁹

En outre, l'AMF, en collaboration avec ses homologues des ACVM, devrait veiller à ce que le PR 51-107 fournisse des orientations spécifiques aux émetteurs assujettis en ce qui concerne les indicateurs de performance et les objectifs. À l'exception de la comptabilisation des émissions de GES⁶¹⁰, la première version du PR 51-107 n'indiquait pas quels indicateurs de performance et objectifs spécifiques devaient être utilisés par les émetteurs pour rendre compte de leur performance environnementale. En l'absence d'exigences cohérentes en matière d'indicateurs de performance et d'objectifs pour tous les émetteurs, il sera difficile pour les investisseur-euses de comparer les informations relatives aux changements climatiques d'un émetteur à l'autre. Parmi les exemples de mesures et d'indicateurs spécifiques, on peut citer le pourcentage d'actifs physiques exposés à des risques d'inondations extrêmes, la valeur et le pourcentage des actifs totaux et des revenus affectés

⁶⁰⁷ Sarra (2024).

⁶⁰⁸ Groupe d'experts québécois en adaptation (2024).

⁶⁰⁹ Premièrement, elle augmenterait la quantité d'informations incluses dans les Documents IC par rapport aux déclarations volontaires, qui ne relèvent pas de la compétence de l'AMF. Deuxièmement, elle faciliterait la preuve de la matérialité par les plaignants.

⁶¹⁰ Le PR 51-107 identifie expressément le Protocole des GES comme une norme adéquate de comptabilité carbone et permet aux émetteurs d'utiliser d'autres normes si elles sont comparables au Protocole des GES. Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2021a).



par des événements liés aux changements climatiques, l'empreinte carbone historique, le nombre de litiges liés aux changements climatiques auxquels l'émetteur a été confronté, le pourcentage de dépenses en capital et de revenus liés à des activités alignées sur une taxonomie de durabilité, etc.

Recommandation n°2 : Adopter de nouveaux règlements afin d'élargir la portée des obligations de divulgation liées à la durabilité suivant une approche globale basée sur la double matérialité (AMF / ACVM / gouvernement du Québec / gouvernement du Canada).

Bien que l'adoption du PR 51-107 serait un pas dans la bonne direction, ce règlement ne s'appliquerait qu'aux risques et opportunités liés aux changements climatiques. En tant que tel, il n'aborderait pas les questions suivantes :

- la publication d'informations concernant l'impact des activités d'un émetteur sur le climat, sauf si cet impact est susceptible de se traduire par des risques et des opportunités liés aux changements climatiques ;
- d'autres aspects de la durabilité que les changements climatiques, tels que les impacts et les risques liés à la biodiversité, à l'extraction des ressources, à la gestion des déchets et aux droits humains; et
- la divulgation des plans de transition des organisations.

Ces lacunes réduisent la quantité, la qualité et la comparabilité des informations publiées par les émetteurs concernant leurs performances environnementales, ce qui limite la capacité des investisseurs à réaliser des investissements conformes à leurs préférences en matière d'environnement et à leur tolérance au risque.

L'AMF, en collaboration avec ses homologues des ACVM, devrait donc adopter un nouveau règlement qui exigerait la divulgation d'informations sur les impacts liés aux changements climatiques et sur d'autres questions de durabilité que le climat (telles que la biodiversité), comme c'est actuellement le cas en Europe dans le cadre de la CSRD.

Ces normes devraient être étroitement alignées sur les normes ESRS de l'UE, qui prévoient la communication d'informations sur un large éventail de sujets liés à la durabilité en utilisant une approche de double matérialité. Les responsables de l'AMF devraient également initier un dialogue auprès des organisations financières dirigées par des autochtones, telles que l'Initiative pour la réconciliation et l'investissement responsable, afin de s'assurer que les normes intègrent également les perspectives autochtones.

En outre, les mesures réglementaires devraient prévoir la vérification de l'information divulguée par une tierce partie pour les informations sur la durabilité afin de garantir la qualité des informations divulguées par les émetteurs. Ils devraient également prévoir l'inclusion des parties prenantes concernées dans le processus de collecte des données et dans le processus de divulgation, afin de garantir que les informations publiées reflètent les perspectives et les points de vue des communautés touchées par les activités de l'émetteur.



L'établissement de ces normes garantirait que ces informations sont complètes, fondées sur des données scientifiques et comparables d'un émetteur à l'autre. Ces actions seraient également alignées sur les engagements formulés par le gouvernement du Canada dans le cadre de l'Accord Kunming-Montréal sur la biodiversité et par le gouvernement du Québec et son Plan Nature 2030.⁶¹¹

Si cette proposition n'obtient pas le soutien des ACVM, l'AMF devrait considérer d'adopter unilatéralement les obligations d'information sur la durabilité décrites ci-dessus. Ces exigences procureraient un avantage concurrentiel aux émetteurs québécois, qui bénéficieraient d'un traitement favorable de la part des investisseurs axés sur la durabilité et des autorités de surveillance européennes.

Comme indiqué dans les encadrés 4 et 7, cette proposition peut susciter des inquiétudes en ce qui concerne les coûts de conformité, de limites de mandat et d'arbitrage réglementaire. Ces préoccupations pourraient être atténuées de la manière suivante :

- **Modification du mandat de l'AMF** : le mandat de l'AMF pourrait être modifié pour permettre explicitement à l'agence d'exiger la divulgation d'informations importantes pour les investisseurs à impact, notamment en veillant à ce que le concept de matérialité reflète les préférences de toutes les catégories d'investisseurs.
- **Réglementer toutes les entreprises d'une certaine taille** : Afin de s'assurer que les émetteurs assujettis ne soient pas confrontés à une charge réglementaire disproportionnée par rapport aux entreprises privées, le gouvernement du Canada ou le gouvernement du Québec pourrait choisir de rendre la divulgation d'informations sur la durabilité obligatoires pour toutes les entreprises d'une certaine taille, indépendamment de leur statut privé ou public, comme c'est le cas dans l'UE.
- **Conformité conditionnelle** : En dernier recours, les ACVM pourraient établir des normes de divulgation sur l'impact et exiger de tout émetteur assujetti faisant des déclarations sur l'impact qu'il se conforme à ces normes. Les émetteurs assujettis pourraient décider de ne pas faire de telles déclarations (et éviter la charge réglementaire associée aux normes), mais ceux qui choisiraient de le faire seraient tenus de s'y conformer. Cela obligerait les entreprises cherchant à attirer les investisseurs à impact à publier des informations dans un format cohérent, tout en permettant aux autres d'éviter toute charge réglementaire supplémentaire.

Recommandation n°3 : Modifier la LVM pour revoir la définition d'information fausse ou trompeuse afin de faciliter les demandes d'indemnisation pour écoblanchiment en l'absence d'effets sur les prix (gouvernement du Québec).

Le fardeau de preuve pour intenter des actions en justice relatives à la divulgation d'informations environnementales fausses ou trompeuses en vertu de la LVM est

⁶¹¹ L'accord de Kunming-Montréal a fixé l'objectif d'aligner tous les flux financiers sur les objectifs de l'accord, qui comprennent la protection d'au moins 30 % des écosystèmes de la planète. Voir à ce sujet : Convention sur la diversité biologique (2022).



actuellement difficile à satisfaire, ce qui limite la capacité des plaignants d'intenter avec succès des actions en justice contre les émetteurs assujettis. Par exemple, l'article 196 de la *LVM*, qui interdit la présentation inexacte des faits dans un prospectus ou dans des Documents IC, ne s'applique qu'aux déclarations fausses ou trompeuses ou aux omissions relatives à un « fait important », à savoir « tout fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre émis ou d'un titre dont l'émission est projetée » (*LVM* art.5). Toutefois, il peut être difficile de prouver que les informations environnementales répondent à cette définition, d'autant plus que les risques et opportunités environnementaux sont parfois difficiles à quantifier et peuvent ne pas être pris en compte de manière adéquate par le marché.⁶¹² En outre, cette disposition est limitée aux déclarations figurant dans les documents réglementaires de l'émetteur, ce qui empêche l'AMF de prendre des mesures à l'encontre des déclarations trompeuses communiquées sur le site web de l'émetteur, dans les communiqués de presse ou dans les rapports de durabilité.

Des questions similaires sont susceptibles de se poser dans le cadre des recours intentés en lien avec la distribution de titres sur les marchés primaire et secondaire, qui exigent également la preuve que les déclarations de l'émetteur peuvent être qualifiées de déclarations fausses ou trompeuses au sens de la *LVM*.⁶¹³ En outre, en l'absence d'effets sur les prix, les plaignants privés pourraient avoir du mal à prouver que la communication d'informations fausses ou trompeuses de l'émetteur leur a causé des dommages.⁶¹⁴ De plus, si des recours peuvent être intentés sur le marché secondaire pour des déclarations communiquées en dehors des divulgations réglementaires, cela ne sera possible que pour les documents dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'ils affectent le cours ou la valeur d'une valeur mobilière de l'émetteur (article 225.3 de la *LVM*).

Ce cadre permet aux émetteurs de faire des déclarations fausses ou trompeuses aux investisseur-euses tant que leurs déclarations n'entraînent pas de fluctuations des prix du marché. Cette situation soulève de graves problèmes d'efficacité et d'intégrité du marché, car l'écoblanchiment incontrôlé peut avoir une incidence sur la confiance du public dans les marchés financiers et ralentir l'allocation des capitaux vers des actifs moins polluants.

Pour remédier à cette situation, le gouvernement du Québec devrait modifier la *LVM* afin d'adopter une définition différente de la fausse représentation qui reflète le fait que l'écoblanchiment peut ne pas avoir d'effet sur les prix. En outre, le gouvernement devrait élargir le champ d'application de l'article 196 de la *LVM* pour couvrir les fausses déclarations dans d'autres documents que les Documents IC. Cela permettrait à l'Autorité de demander des réparations pénales pour les déclarations environnementales trompeuses faites en dehors des documents réglementaires.

⁶¹² Coiteux et al. (2023).

⁶¹³ Idem.

⁶¹⁴ Idem.



Recommandation n°4 : Faire de l'écoblanchiment une priorité en matière d'application de la loi et rendre compte des résultats obtenus (AMF / ACVM).

Dans son AP 51-364 de 2022, les ACVM ont constaté une augmentation du nombre de cas potentiels d'écoblanchiment et ont cité plusieurs exemples de pratiques de divulgation problématiques parmi les émetteurs.⁶¹⁵ Comme indiqué précédemment, ces allégations soulèvent des risques importants pour l'intégrité et la stabilité du système financier.

Cependant, l'Énoncé annuel des priorités 2024-2025 de l'AMF ne mentionne pas l'écoblanchiment comme une priorité en matière d'application de la loi, bien que le plan stratégique 2021-2025 de l'AMF identifie l'écoblanchiment comme une « question à surveiller ».⁶¹⁶

L'AMF et ses homologues devraient intensifier leurs efforts d'application de loi afin d'envoyer un signal fort à l'effet que les émetteurs assujettis seront sanctionnés s'ils ne respectent pas leurs obligations en matière d'information environnementale. Pour atteindre cet objectif, la lutte contre l'écoblanchiment devrait être considérée comme une priorité dans le prochain Énoncé annuel des priorités et le prochain plan stratégique de l'AMF.

En outre, l'agence devrait rendre compte des résultats de ses efforts en matière d'application de loi en publiant chaque année le nombre et l'état des plaintes, des enquêtes et des mesures d'application relatives aux allégations FDISR des émetteurs assujettis. Cela serait cohérent avec les pratiques de reddition de comptes des autorités en valeurs mobilières d'autres juridictions, telles que l'Australie, qui rend régulièrement compte de ses efforts dans ce domaine. Par exemple, en août 2024, l'ASIC a publié un rapport détaillé sur ses interventions réglementaires effectuées en 2023-2024 en ce qui concerne les pratiques d'écoblanchiment, fournissant des statistiques, des études de cas et des commentaires sur ses activités d'application de la loi et ses observations.⁶¹⁷

5.2. Banques

Recommandation n°5 : Modifier la Ligne directrice B-15 afin d'établir des exigences plus spécifiques en matière de divulgation d'information sur le climat (BSIF).

L'adoption de la Ligne directrice B-15 a constitué une étape importante vers une plus grande transparence des informations environnementales communiquées par les IFF, y compris les banques. Toutefois, la Ligne directrice B-15 est générique et fondée sur des principes généraux, ce qui laisse aux IFF une grande marge de manœuvre pour interpréter et mettre en œuvre ses dispositions. Par exemple, la ligne directrice exige des IFF qu'elles divulguent les paramètres utilisés pour évaluer leurs risques et opportunités liés au climat, mais laisse aux institutions le choix des paramètres qu'elles utilisent.⁶¹⁸

⁶¹⁵ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2022b).

⁶¹⁶ Autorité des marchés financiers (2024c ; 2021).

⁶¹⁷ Australian Securities & Investments Commission (2024a).

⁶¹⁸ Nous reconnaissons l'existence de certaines mesures quantitatives spécifiques, comme les émissions de GES.



De même, la ligne directrice exige des IFF qu'elles publient « le montant et le pourcentage des actifs ou des activités qui sont vulnérables aux risques physiques liés aux changements climatiques », sans définir le terme « vulnérable ». La ligne directrice exige également que les IFF indiquent si elles ont l'intention d'utiliser des compensations carbone pour atteindre leurs objectifs en matière d'émissions de GES, mais elle ne les oblige pas à fournir des informations sur la qualité de ces compensations (permanence, certification par une tierce partie, double comptage, etc.).⁶¹⁹

Le BSIF devrait modifier la Ligne directrice B-15 afin de prescrire des attentes plus précises en matière de divulgation. Ces exigences devraient notamment:

- Fournir des orientations spécifiques en matière de divulgation qui intègrent des normes et des indicateurs reconnus au niveau national ou international pour la mesure des risques physiques et de transition.
- Établir des exigences formelles pour fixer des objectifs et des plans de transition climatique.
- Empêcher les déclarations fondées sur des prêts ou des obligations UoP ou fondés liés à la durabilité qui ne répondent pas à des normes de qualité minimales, telles que celles d'une taxonomie de durabilité obligatoire émise par le gouvernement (voir la recommandation n° 20).
- Exiger des IFF qu'elles indiquent si leurs activités sont alignées sur les objectifs de l'Accord de Paris et l'Accord de Kunming-Montréal.
- Exiger des IFF qu'elles indiquent si elles se sont engagées dans des activités de lobbying susceptibles d'exacerber les risques liés au climat, ou si elles les ont financées.
- Exiger des IFF qu'elles divulguent toute imbrication des conseils d'administration susceptible d'avoir une incidence sur l'indépendance des administrateurs en ce qui concerne la gestion et la surveillance des risques liés au climat de l'institution.
- Exiger des entités assujetties qu'elles publient des informations détaillées sur les caractéristiques des CVC qu'elles utilisent (qualité, certification, assurance par un tiers, etc.) et empêcher les entités de formuler des objectifs de carboneutralité qui reposent principalement sur l'achat de CVC.⁶²⁰

Dans un souci d'harmonisation et d'alignement de la Ligne directrice sur la gestion des risques climatiques de l'AMF avec la Ligne directrice B-15, l'AMF devrait envisager de suivre la même recommandation.

⁶¹⁹ Par exemple, doivent-ils être permanents, certifiés par des tiers, empêcher la double comptabilisation, etc.

⁶²⁰ Ces exigences pourraient être similaires à l'exigence proposée par le PL S-243 selon laquelle les entités qui utilisent les CVC pour atteindre leurs objectifs climatiques (i) n'utilisent les CVC que dans le cadre de projets crédibles d'élimination du carbone ; et (ii) n'utilisent les CVC que lorsque aucune autre mesure d'atténuation ou de réduction des émissions n'est possible. Voir PL S-243, art.5(3) et art.6.



Recommandation n°6 : Établir une nouvelle ligne directrice prudentielle pour normaliser la divulgation d'informations environnementales suivant une approche globale basée sur la double matérialité (BSIF).

Comme le PR 51-107, la Ligne directrice B-15 se concentre sur les risques et opportunités financiers liés au climat. En tant que telle, elle ne traite pas de la divulgation d'informations sur l'impact lié au climat et sur d'autres aspects environnementaux que le climat, tels que la biodiversité. Le BSIF devrait envisager de publier d'autres lignes directrices sur d'autres aspects afin d'établir un cadre complet de divulgation de la performance environnementale. Comme indiqué dans la recommandation n° 2, ces lignes directrices devraient être étroitement alignées sur les cadres de divulgation qui existent déjà ou qui sont en cours d'élaboration au niveau international.

Recommandation n°7 : Adopter des mécanismes d'application de la loi plus rigoureux en ce qui concerne les violations de la Ligne directrice B-15 et de la ligne directrice de l'AMF sur la gestion des risques climatiques. (gouvernement du Canada / gouvernement du Québec).

La Ligne directrice B-15 est une ligne directrice prudentielle, et la *LB* ne prévoit pas de mécanismes d'application dissuasifs qui garantiraient le respect de ses exigences par les IFF. Pour remédier à cette situation, le gouvernement du Canada devrait exiger des banques qu'elles incluent dans leur RCP les informations prescrites par la Ligne directrice B-15. Certaines banques incluent déjà des informations sur leurs initiatives environnementales dans leur RCP, et élargir le contenu obligatoire de ce document pour englober les risques et opportunités environnementaux serait un changement bénéfique. Cette mesure ne nécessiterait pas de modifications législatives, car le contenu de la RCP est défini dans le *Règlement sur le régime de protection des consommateurs en matière financière*. La RCP doit être déposée auprès du commissaire de l'ACFC, ce qui garantirait que l'ACFC, un organisme doté d'une capacité de mise en application de la loi, contrôle chaque année les informations communiquées par les banques. La violation de l'obligation de préparer une RCP constitue une infraction au titre de l'article 980 de la *LB*, qui peut donner lieu à de lourdes amendes pénales.

Le gouvernement du Québec pourrait mettre en place des mécanismes d'application de la loi similaires pour les institutions financières réglementées par la province, notamment en étendant les exigences de déclaration établies à l'article 162 de la *Loi FinCoop*, pour garantir que des sanctions légales peuvent être imposées aux organisations qui ne respectent pas leurs obligations en matière de divulgation sur le climat.

Recommandation n°8 : Publier des lignes directrices sur les déclarations environnementales des IFF destinées aux consommateur-trices (ACFC).

Les IFF font de plus en plus d'allégations environnementales à l'intention des consommateur-trices, qu'il s'agisse de la publicité pour des prêts hypothécaires et des produits d'assurance « verts » ou de la promotion de leurs objectifs ambitieux en matière d'« investissement durable ». Bien que les allégations trompeuses concernant les



caractéristiques environnementales puissent déjà entraîner des sanctions sévères en vertu de la *LB*, l'ACFC n'a pas publié de lignes directrices sur l'application de la loi à ce sujet. Cela crée de l'incertitude juridique, car les IFF ne connaissent pas l'approche de l'ACFC en matière d'application de la loi en ce qui concerne les allégations environnementales. Pour remédier à cette situation, l'ACFC devrait publier des lignes directrices sur les allégations promotionnelles environnementales fausses ou trompeuses adressées aux consommateur-trices, comme elle l'a fait par le passé pour d'autres types de pratiques commerciales problématiques.⁶²¹

Recommandation n°9 : Faire de l'écoblanchiment une priorité en matière d'application de la loi et rendre compte des résultats obtenus (ACFC).

L'ACFC dispose de pouvoirs de mise en application de la loi étendus en ce qui concerne les pratiques commerciales trompeuses des IFF. Toutefois, jusqu'à présent, l'Agence n'a pas utilisé ces pouvoirs pour prendre des mesures à l'encontre des IFF qui font des déclarations trompeuses en matière d'environnement, et elle n'a pas mis en place d'équipe chargée des questions environnementales. En outre, comme indiqué précédemment, le plan d'activités de l'ACFC pour les années 2022-2023 à 2024-2025 et le plan stratégique 2021-2026 ne font pas de l'écoblanchiment une priorité en matière d'application de la loi.⁶²²

Pour remédier à cette situation, l'ACFC devrait faire de la lutte contre l'écoblanchiment une priorité dans son futur plan d'activités et son plan stratégique. L'Agence devrait également mettre en place une équipe d'expert·es chargée d'enquêter de manière proactive sur les violations potentielles de la *LB* et d'intenter des actions en justice si nécessaire. Enfin, l'ACFC devrait rendre compte, dans son rapport annuel, de l'état d'avancement et des résultats de ses efforts en matière de lutte contre l'écoblanchiment.

Recommandation n°10 : Intégrer des thèmes environnementaux dans les programmes d'éducation financière (ACFC).

Comme indiqué précédemment, les Canadien·nes ont actuellement une compréhension limitée des produits et services FDISR : selon une enquête réalisée en 2024, 70 % des investisseur·euses de détail canadien·nes ne savent que peu ou pas du tout ce qu'est l'investissement responsable, et 21 % n'en ont « jamais entendu parler ».⁶²³ Ce manque de connaissances augmente l'asymétrie d'information entre les institutions financières et leurs client·es, ce qui amplifie le risque d'écoblanchiment.

Pour remédier à cette situation, l'ACFC devrait intégrer dans ses programmes éducatifs des informations sur les questions environnementales et sur les produits et services FDISR. Cela aiderait les consommateur-trices de produits financiers à mieux comprendre la signification commune des différentes déclarations FDISR et les caractéristiques environnementales des produits et services financiers couramment offerts. L'Agence devrait tirer parti des connaissances acquises par d'autres organismes et ministères

⁶²¹ Agence de la consommation en matière financière du Canada (2024).

⁶²² Agence de la consommation en matière financière du Canada (2021a) ; Agence de la consommation en matière financière du Canada (2023a).

⁶²³ Association pour l'investissement responsable (2024).



gouvernementaux et collaborer avec les associations sectorielles qui ont déjà commencé à élaborer du matériel de formation, comme Finance Montréal, l'IPF et l'Association pour l'investissement responsable.

5.3. Prestataires de services d'investissement

Recommandation n°11 : S'engager auprès des organisations de formation pour s'assurer que les thèmes environnementaux soient intégrés dans les programmes de formation obligatoires proposés aux professionnel·les de l'investissement (AMF / ACVM / OCRI).

La plupart des catégories de professionnels de l'investissement reçoivent peu de formation obligatoire sur les produits et services FDISR, ce qui limite leur capacité et leur volonté de recommander et de fournir des conseils sur ces produits. La formation sur les solutions FDISR devrait être intégrée aux exigences de formation obligatoire que les nouveaux professionnels de l'investissement doivent suivre pour exercer au Québec. Les professionnels déjà qualifiés devraient également être soumis à une formation obligatoire sur le segment FDISR dans le cadre des exigences de formation continue. Des obligations similaires pourraient être imposées aux personnes responsables de la gestion et de la conformité réglementaire des prestataires de services d'investissement.⁶²⁴

Les qualifications requises pour les professionnels de l'investissement sont établies dans la *Loi sur la distribution*, le R 31-103 et la Règle 2600 de l'OCRI. Ces règlements décrivent les cours spécifiques offerts par des fournisseurs tiers tels que l'IPF, le CFA Institute et l'Institut canadien des valeurs mobilières. L'AMF et l'OCRCVM devront s'engager auprès de ces organismes pour obtenir des modifications à leurs cours respectifs.

Recommandation n°12 : Modifier les obligations des intermédiaires financiers en matière de connaissance du client·e et de convenance afin de les obliger à rechercher des informations sur les préférences environnementales de leurs client·es (AMF / ACVM / OCRI / CSF / gouvernement du Québec).

Les prestataires de services d'investissement sont tenus de rechercher des informations sur les besoins et les objectifs d'investissement de leurs client·es, ainsi que sur leur situation, afin de proposer des produits qui correspondent à ces caractéristiques. Toutefois, les obligations des prestataires en matière de CSC ne font pas expressément référence aux préférences environnementales des client·es, de sorte que ce sujet n'est souvent pas abordé. Plusieurs enquêtes ont montré qu'une grande partie des conseiller·ères de détail canadien·nes n'ont jamais interrogé leurs client·es sur leur intérêt pour les produits et services FDISR.⁶²⁵

Pour certain·es investisseur·euses, il est important que leurs décisions d'investissement aient un impact environnemental positif et/ou ne nuisent pas à l'environnement. Pour ces personnes, il s'agit d'objectifs d'investissement importants. Par exemple, les investisseur·euses

⁶²⁴ Cela reflète les conclusions formulées par Duclos sur le rôle des gestionnaires dans la prévention des déficiences organisationnelles. Voir : Duclos (2021).

⁶²⁵ ÉducÉpargne (2022) ; Association pour l'investissement responsable (2024).



peuvent être réticent·es à investir dans des secteurs ou des activités très polluants et préférer investir dans des secteurs qui contribuent à réduire les émissions globales de GES et à préserver la biodiversité. Ils peuvent également vouloir obtenir des informations crédibles sur les compromis existant entre les produits FDISR et les solutions d'investissement traditionnelles.

Pour remédier à cette situation, l'AMF (en collaboration avec ses homologues des ACVM), le gouvernement du Québec et l'OCRI devraient modifier les obligations de connaissance du client·e et d'adéquation prévues au R 31-103, au Règlement DSVM, au Code DCSF et aux Règles de l'OCRCVM afin d'obliger les intermédiaires à s'informer sur les préférences environnementales de leurs client·es et à en tenir compte lorsqu'ils proposent des solutions d'investissement.

En 2021, l'OCRI a précisé que l'obligation d'acquiescer des « informations suffisantes » sur les « besoins et objectifs d'investissement » des client·es devait inclure les préférences ESG, ce qui constituait une première étape.⁶²⁶ Cependant, cette attente devrait être étendue à tous les prestataires et formellement incluse dans les règles et la réglementation, comme c'est le cas dans l'UE. Cette obligation devrait inclure l'obligation formelle d'interroger les client·es sur leur souhait d'investir dans des actifs conformes aux objectifs des accords de Paris et de Kunming-Montréal.

Recommandation n°13 : Exiger des prestataires de services d'investissement qu'ils comprennent les caractéristiques de durabilité des produits qu'ils proposent, y compris les risques et les impacts environnementaux associés à ces produits, dans le cadre de leurs obligations de CSP (AMF / ACVM / OCRI).

Les prestataires de services d'investissement sont déjà tenus de comprendre les caractéristiques des produits et services qu'ils proposent à leurs client·es. Cependant, pour éviter tout doute, l'AMF, ses homologues des ACVM et l'OCRI devraient modifier les règles et règlements qui établissent les obligations des prestataires en matière de CSP afin de prévoir une obligation expresse pour les professionnel·les de l'investissement de prendre des mesures raisonnables pour comprendre les caractéristiques environnementales d'un produit, et pour les entreprises de fournir une formation et des informations sur ces caractéristiques aux professionnel·les qu'elles emploient.

Recommandation n°14 : Exiger des prestataires de services d'investissement qu'ils communiquent de manière proactive des informations sur les risques et les impacts importants des produits financiers en matière de durabilité (AMF / ACVM / OCRI / Gouvernement du Québec).

Comme indiqué précédemment, les prestataires de services d'investissement sont tenus de fournir des informations spécifiques à leurs client·es en vertu de la réglementation existante. Cette obligation d'information pourrait être étendue à la divulgation d'informations sur les risques et les impacts environnementaux importants des produits financiers, lorsque ces

⁶²⁶ Organisme canadien de réglementation des investissements (2021).



informations sont accessibles. Par exemple, comme le suggère la recommandation n° 20, les fonds d'investissement pourraient être tenus d'indiquer si leurs politiques d'investissement sont alignées sur les critères d'une taxonomie de durabilité; à leur tour, les prestataires de services d'investissement qui recommandent un fonds d'investissement spécifique à leurs client-es pourraient être tenus d'indiquer de manière proactive si le fonds est aligné sur la taxonomie.

Cette obligation serait cohérente avec les commentaires formulés par l'AMF dans le cadre de sa Ligne directrice sur la gestion des risques liés aux changements climatiques, qui note qu'un-e client-e de produits financiers pourrait « sous-estimer son exposition aux risques, ainsi que son niveau de tolérance aux risques liés aux changements climatiques, y compris sa vulnérabilité aux événements climatiques extrêmes ».⁶²⁷

5.4. Fournisseurs de données ESG

Recommandation n°15 : Modifier la LVM pour donner à l'AMF le pouvoir de réglementer et de superviser la fourniture de services de notation ESG (gouvernement du Québec / AMF / ACVM).

La fourniture de services de notation ESG n'est pas directement réglementée par la LVM. Comme indiqué dans l'AP 81-334, les fonds d'investissement qui s'appuient sur des notations, des scores et des classements ESG doivent fournir des informations détaillées sur l'utilisation de ces services dans leurs stratégies d'investissement et leurs communications commerciales. Ce régime de divulgation est très complet et aborde la plupart des questions liées aux notations, scores et classements ESG, y compris la transparence des méthodologies, la divergence des notations, la sélection des données, la représentativité et la distinction entre le risque ESG et l'impact.

Toutefois, les fonds d'investissement soumis à l'AP 81-334 ne sont pas les seuls à utiliser les services de notation ESG. Par exemple, les fonds distincts qui s'appuient sur des notations et des indices ESG ne sont soumis à aucune obligation d'information concernant leur utilisation de ces services. De même, les services de conseil en matière de procurations peuvent s'appuyer sur des notations ESG pour fournir des recommandations de vote, sans avoir à divulguer des informations sur ces services à leurs client-es. Par conséquent, les investisseur-euses ne bénéficient pas tous du même degré de transparence en ce qui concerne les données, les notations et les indices ESG.

Pour remédier à cette situation, le gouvernement du Québec pourrait introduire de nouvelles dispositions dans la LVM afin de donner à l'AMF la compétence expresse de réglementer la

⁶²⁷ Autorité des marchés financiers (2024a), p.12. Cette ligne directrice est une ligne directrice prudentielle qui n'a pas pour objet de réglementer le placement des titres. Cependant, les conclusions formulées par l'AMF dans ce document sont informatives. Par exemple, la ligne directrice indique que la documentation doit être « rédigée dans un langage clair et simple et [être] présentée dans un format qui en facilite la lecture et la compréhension, notamment en ce qui concerne l'information sur les événements climatiques extrêmes ou les risques liés aux changements climatiques du groupe de clients ciblés ou affectant le produit concerné. »



fourniture de services de notation ESG, comme c'est déjà le cas pour les agences de notation de crédit.⁶²⁸ L'AMF, en collaboration avec ses homologues des ACVM, pourrait alors imposer des exigences en matière de transparence et de normalisation des services de notation ESG et des conflits d'intérêts, qui pourraient être étroitement alignées sur les attentes en matière de divulgation établies dans l'AP 81-334 ainsi que sur celles proposées par l'UE (voir l'encadré II pour les détails).⁶²⁹

Les mesures devraient garantir que tous les utilisateurs directs et indirects des services de notation ESG aient accès à des notations ESG transparentes, comparables et indépendantes. Elles devraient également permettre à l'AMF de contrôler directement les activités de ces entreprises et de rendre les fournisseurs de notations ESG directement responsables de toute représentation fautive ou trompeuse résultant de leurs services. Toutefois, ces mesures ne devraient pas aller jusqu'à permettre à l'AMF d'exiger des fournisseurs qu'ils suivent une méthodologie particulière ou qu'ils offrent des services spécifiques, car cela nuirait indûment à la concurrence entre les fournisseurs, à l'innovation et à l'indépendance des fournisseurs.

Recommandation n°16 : Réviser l'AP 81-334 afin de fournir des directives plus spécifiques sur la divulgation d'informations sur les méthodologies ESG et les règles en matière de conflits d'intérêts (AMF / ACVM).

Comme indiqué ci-dessus, l'AP 81-334 est très détaillé et relativement complet. Toutefois, il manque de spécificité dans deux domaines : les informations sur la méthodologie des notations ESG et les conflits d'intérêts. Les ACVM devraient réviser l'AP 81-334 comme suit pour combler ces deux lacunes :

- **Définir le concept de « méthodologie » et fournir des orientations sur les attentes en matière de divulgation de la méthodologie :** L'AP 81-334 exige que les fonds divulguent les méthodologies ESG de leurs fournisseurs de notations dans certaines circonstances, mais ne fournit pas de définition de ce concept. L'avis devrait fournir une description claire de ce qui devrait être inclus dans la divulgation sur la « méthodologie » d'un fonds. Cela devrait inclure l'obligation de divulguer chacun des indicateurs utilisés par un fournisseur de notation pour mesurer les risques ESG et indiquer si les notations utilisées par le fournisseur sont auto-déclarées, vérifiées de manière indépendante et/ou impliquent la participation de parties prenantes pertinentes, telles que les communautés touchées. La divulgation de la méthodologie doit également indiquer si les indicateurs choisis récompensent la transparence plutôt que la performance (par exemple, la divulgation des politiques environnementales et des émissions de GES, au lieu de

⁶²⁸ Comme le recommande l'OICV, « lorsque les régulateurs ont autorité sur des agences de notation de crédit (ANC) ou des bourses qui émettent également des notations ESG et des produits de données, ces entités réglementées devraient examiner s'il existe un potentiel de conflits d'intérêts entre les offres d'une l'ANC ou d'une bourse et ses notations ESG ou ses offres de produits de données, et si tel est le cas, les mesures qu'elles pourraient envisager pour atténuer et traiter ces conflits d'intérêts potentiels ». Voir : Organisation internationale des commissions de valeurs (2021). Une alternative à cette mesure serait que l'AMF adopte des lignes directrices en matière d'information qui s'appliquent aux autres utilisateurs de notations ESG (c'est-à-dire autres que les fonds d'investissement soumis à l'AP 81-334), tels que les fonds distincts.

⁶²⁹ Conseil de l'Union européenne (2024).



récompenser les progrès et les efforts de transition réels, comme les réductions d'émissions et les investissements dans la recherche et le développement); s'ils se limitent à l'évaluation des risques ESG ou s'ils couvrent également l'impact ESG; s'ils mesurent l'alignement d'un actif sur les objectifs des accords de Paris et Kunming-Montréal; et comment les lacunes en matière de données sont comblées (par exemple, par des estimations, l'utilisation de moyennes de données, etc.).⁶³⁰

- **Renforcer les règles relatives aux conflits d'intérêts** : L'AP 81-334 indique que les communications commerciales ne doivent pas s'appuyer sur les services de fournisseurs de notations ESG qui sont rémunérés par certaines entités pour leurs services de notation, tels que le GFI d'un fonds. Toutefois, cela n'empêche pas les fournisseurs de notations ESG d'offrir des services de conseil aux entreprises qu'ils évaluent. Les exigences de l'AP 81-334 devraient donc être étendues pour empêcher les fonds de s'appuyer sur des fournisseurs de notations ESG qui n'ont pas mis en œuvre des mesures de prévention des conflits d'intérêts, telles que la séparation des activités de conseil et de notation des fournisseurs. La communication devrait également indiquer que les fournisseurs de notations ESG devraient empêcher leurs employés de détenir des instruments financiers pour lesquels des services de notation sont fournis.

Recommandation n°17 : Accélérer l'adoption de normes et d'obligations en matière de divulgation des données (gouvernement du Canada / gouvernement du Québec / AMF / ACVM / BSIF).

La qualité des services de notation ESG dépend fortement de la disponibilité de données complètes, cohérentes et précises. Les obligations d'information existantes et à venir des gouvernements fédéral et provincial en matière de climat amélioreront considérablement la qualité des données liées au climat, notamment en ce qui concerne les émissions de GES au niveau des entreprises. Toutefois, même après la mise en œuvre de ces mesures, il subsistera des lacunes importantes et des problèmes de cohérence dans les données sur les performances environnementales, en particulier pour d'autres aspects que les risques liés aux changements climatiques. Par exemple, il existe actuellement des lacunes en ce qui concerne les données relatives à :

- la divulgation des risques financiers liés à la nature ;
- la divulgation des impacts sur l'environnement ; et
- la divulgation des risques liés aux changements climatiques par les sociétés privées constituées en vertu de la législation provinciale.

Le gouvernement du Canada, le gouvernement du Québec et les différentes autorités financières devraient donc collaborer pour normaliser la divulgation des données relatives à la performance environnementale et veiller à ce que toutes les entreprises soient soumises à

⁶³⁰ Organisation internationale des commissions de valeurs (2021) ; OCDE (2021).



des obligations de divulgation liées aux changements climatiques, quel que soit leur loi constituante.

Recommandation n°18 : Modifier l'Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote afin de fixer les obligations de divulgation d'information des conseiller-es en vote par procuration en matière de durabilité. (AMF / ACVM).

Au Canada, les conseiller·ères en vote par procuration, tout comme les fournisseurs de notations ESG, opèrent sans réglementation formelle. Toutefois, ils doivent se conformer aux principes non contraignants énoncés dans l'*Instruction générale 25-201* des ACVM. Ce document explique comment les sociétés de conseil en vote par procuration doivent gérer les conflits d'intérêts, garantir la transparence et l'exactitude des recommandations de vote, élaborer des directives de vote par procuration et communiquer avec les parties prenantes. Le document ne fait pas spécifiquement référence aux considérations de durabilité, ce qui laisse aux fournisseurs une grande latitude pour déterminer comment rendre compte de leur approche en matière de durabilité et sous quelle forme.

En vertu de l'AP 81-334, les fonds d'investissement qui utilisent le vote par procuration et l'engagement comme stratégies ESG sont soumis à des obligations d'information spécifiques, qui peuvent se traduire par des demandes d'information auprès des conseiller·ères en vote par procuration. Toutefois, certain·es utilisateur·trices de services de vote par procuration, tels que les investisseur·euses institutionnel·les, ne sont pas concern·ées par les obligations d'information prévues par l' AP 81-334.

Dans d'autres segments du secteur financier, tels que les émetteurs assujettis et les fonds d'investissement, les ACVM ont publié des lignes directrices spécifiques pour veiller à ce que les informations mises à la disposition des investisseur·euses soient complètes, cohérentes et comparables. Conformément à cette approche, les ACVM devraient modifier l'*Instruction générale 25-201* afin d'établir des attentes claires en matière d'information sur les questions de durabilité. Les modifications devraient être étroitement alignées sur les exigences en matière d'information sur le vote par procuration énoncées dans le AP 81-334 et devraient également porter sur les sujets suivants :

- **Données et choix des indicateurs** : Les conseiller·ères en vote par procuration devraient être tenu·es de divulguer des informations sur leur utilisation des données sur la durabilité (y compris les méthodologies des notations ESG qui sous-tendent leurs recommandations) et sur leur sélection d'indicateurs de durabilité.
- **L'accent mis sur la durabilité** : Les conseiller·ères en vote par procuration devraient être tenu·es d'indiquer comment leurs politiques de vote intègrent des considérations de durabilité et si ces recommandations suivent une approche basée sur la simple ou double matérialité.



- **Possibilité de faire des commentaires** : Les conseiller·ères en vote devraient être tenu·es d'offrir aux émetteurs la possibilité de commenter et de répondre en temps utile aux recommandations de vote relatives à la durabilité.

Une version plus ambitieuse de cette réforme consisterait à introduire de nouvelles dispositions dans la *LVM* pour permettre à l'AMF de superviser les conseiller·ères en vote par procuration et d'établir des exigences formelles en matière de divulgation par le biais de la réglementation. Les ACVM ont déjà envisagé la possibilité de réglementer les conseiller·ères en vote par procuration (mais pas spécifiquement dans le contexte des questions ESG) et pourraient réexaminer cette possibilité.⁶³¹ Toute mesure réglementaire à cet effet devrait préserver l'indépendance des conseiller·ères en vote par procuration et les protéger de toute ingérence politique.

5.5. Instruments financiers FDISR

Recommandation n°19 : Adopter une taxonomie obligatoire de la durabilité fondée sur la science et alignée sur les engagements mondiaux en matière d'environnement et de droits humains (gouvernement du Canada)

Il n'existe actuellement aucune taxonomie officielle et obligatoire que les acteur·trices du marché doivent utiliser pour classer les actifs, les projets et les activités du point de vue de la durabilité. Cette situation a conduit les acteur·trices du marché à développer leurs propres taxonomies, définitions et labels en matière de durabilité, ce qui contribue à la confusion des investisseur·euses et favorise l'écoblanchiment.

Pour remédier à cette situation, le gouvernement du Canada devrait établir une taxonomie de la durabilité qui classe les activités économiques en fonction de leur potentiel à produire des avantages environnementaux ou sociaux et de leur alignement sur les obligations internationales pertinentes telles que les objectifs des accords de Paris et de Kunming-Montréal.

Pour éviter de donner le feu vert à des activités nuisibles à l'environnement, cette taxonomie devrait exclure les activités qui soulèvent des risques de verrouillage carbone et les projets d'expansion des combustibles fossiles, qui sont incompatibles avec les engagements mondiaux en matière d'environnement. Une telle limitation constituerait une contrainte financière mineure pour les entreprises exploitant des actifs polluants, car elle n'empêcherait aucune activité d'être financée. Elle priverait simplement les projets nuisibles à l'environnement des avantages potentiels liés à l'affichage d'un label de durabilité.

⁶³¹ Voir : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2015). De même, en 2021, le groupe de travail sur la modernisation des marchés financiers mis en place par le gouvernement de l'Ontario a suggéré la mise en place d'une réglementation dans ce secteur, dans le but de donner aux émetteurs le droit de «réfuter» les rapports des conseillers en procuration et de limiter les conflits d'intérêts. Voir: Capital Markets Modernization Taskforce (2021). L'UE, les États-Unis et le Royaume-Uni ont également établi des règles contraignantes pour les conseillers en vote par procuration en ce qui concerne les conflits d'intérêts et la divulgation d'informations. Voir : Simmons & Simmons LLP (2018); U.S. Securities and Exchange Commission (sans date); PwC Australia (2021).



Si la taxonomie peut initialement se concentrer sur les activités vertes et de transition, elle devrait être progressivement étendue pour couvrir un éventail plus large d'aspects de la durabilité (tels que les océans et la biodiversité) et permettre une différenciation (par exemple, en prévoyant un système de « classement » qui distingue les projets vert clair des projets vert foncé). La taxonomie devrait être basée sur des critères scientifiques qui évoluent avec le temps, au fur et à mesure de l'émergence de nouvelles technologies et du développement de la science environnementale.

Recommandation n°20 : Intégrer la taxonomie de la durabilité dans les obligations d'information sur les valeurs mobilières et les normes prudentielles (AMF / ACVM / BSIF / gouvernement du Canada / gouvernement du Québec / OCRI)

Pour garantir l'adoption généralisée de la taxonomie décrite dans la recommandation n°19 et empêcher l'émergence de systèmes de classification concurrents assortis de critères et de processus de contrôle plus faibles, le BSIF, l'AMF et leurs homologues des ACVM devraient intégrer la taxonomie dans la législation et la réglementation financières après son adoption par le gouvernement du Canada. Pour éviter les perturbations du marché et assurer une réallocation rapide des actifs, cette intégration devrait se faire en deux étapes.

À court terme, les acteur-trices du marché devraient être tenus de divulguer des informations sur leur conformité aux critères de la taxonomie. Par exemple :

- **Fonds d'investissement.** L'AMF pourrait modifier le R 81-106 afin d'indiquer qu'elle s'attend à ce que tous les fonds d'investissement distribués au public indiquent si leur politique d'investissement est conforme aux critères de la taxonomie et le pourcentage de leurs actifs canadiens qui sont conformes à la taxonomie. De même, les fonds d'investissement pourraient être tenus de communiquer un tableau décrivant de manière simple leur niveau d'alignement sur la taxonomie dans leur prospectus ou dans l'aperçu du fonds.

Tableau 6 - Exemple de liste de contrôle pour l'alignement à la taxonomie

Type de fonds	Objectifs ESG
Exclut les actifs liés aux combustibles fossiles	OUI
Pourcentage d'actifs « verts » alignés sur la taxonomie	35%
La politique d'investissement exige des investissements dans des actifs « verts » alignés sur la taxonomie	NON

- **Intermédiaires financiers.** L'AMF et l'OCRI pourraient modifier les obligations d'information des intermédiaires financiers afin que toute recommandation de produit soit accompagnée d'une information sur l'alignement taxonomique au stade précontractuel.
- **Émetteurs assujettis.** Les ACVM pourraient modifier les obligations de divulgation dans le prospectus des émetteurs assujettis pour exiger qu'ils indiquent s'ils prévoient utiliser le



produit d'une émission pour financer des projets conformes aux définitions établies dans la taxonomie. Les ACVM pourraient également adopter des obligations d'information supplémentaires concernant l'alignement d'un émetteur sur la taxonomie, en exigeant par exemple des émetteurs qu'ils indiquent dans leurs documents réglementaires le pourcentage de leurs dépenses d'investissement qui sont alignées sur la taxonomie, le cas échéant.

- **Institutions financières.** Comme le suggère la recommandation n°5, le BSIF et l'AMF pourraient respectivement modifier la Ligne directrice B-15 et la Ligne directrice sur la gestion des risques liés aux changements climatiques afin d'exiger des institutions financières qui font référence aux labels de durabilité dans leurs documents réglementaires qu'elles divulguent des informations spécifiques sur leur alignement avec les critères de la taxonomie (par exemple, le pourcentage d'actifs ou de prêts émis qui sont alignés sur la taxonomie).

À moyen terme, il devrait être interdit aux acteur-trices financier-es de faire la publicité d'un produit financier, d'un projet ou d'une entité au Canada comme étant « vert » ou « en transition », à moins qu'il ne réponde à certains critères d'alignement avec la taxonomie, ce qui établirait effectivement un régime d'étiquetage obligatoire non exclusif.⁶³²

- **Fonds d'investissement.** Les ACVM pourraient modifier les obligations d'information des fonds d'investissement afin d'exiger que les fonds qui se qualifient de « verts » détiennent un pourcentage minimum d'actifs certifiés verts selon la taxonomie et excluent tout actif associé à des activités significativement nuisibles (par exemple, exclusion des activités ou des entités responsables de violations des droits humains, exclusion des activités à forte intensité de carbone, etc.). Le pourcentage devrait être calibré avec précision pour garantir que le nombre et les caractéristiques des fonds éligibles soient appropriés.⁶³³ Cette approche serait cohérente avec les règles de dénomination proposées par l'AEMF, le Royaume-Uni et les États-Unis, qui fixent tous des seuils de pourcentage d'actifs alignés.⁶³⁴
- **Obligations ayant un label de durabilité:** L'AMF pourrait modifier le R 41-101 afin d'exiger que les émetteurs assujettis souhaitant distribuer des titres portant un label de durabilité, tels que des obligations vertes ou des obligations de transition, se conforment aux critères de la taxonomie, y compris ses exigences en matière de NPCDS, de garanties sociales et d'alignement net zéro.

D'autres politiques pourraient également être envisagées par le gouvernement du Canada et le gouvernement du Québec pour favoriser l'adoption de la taxonomie, comme

⁶³² D'autres labels de durabilité pourraient exister, mais l'utilisation des termes couverts par la taxonomie (tels que les mots « vert » ou « transition ») serait limitée aux actifs alignés sur la taxonomie.

⁶³³ Des critères d'exclusion trop stricts pourraient réduire la pertinence du label du fonds sur le marché, tandis que des critères trop faibles pourraient faciliter l'écoblanchiment. Voir : Autorité européenne des marchés financiers (2022).

⁶³⁴ Morningstar (2024); Carabia et Olausson (2024); U.S. Securities and Exchange Commission (2023b).



l'incorporation de ses critères dans les politiques d'approvisionnement gouvernementales, son utilisation pour développer des programmes d'investissement public, l'obligation pour les sociétés d'État de rendre compte de leur alignement sur la taxonomie, etc.

Afin de garantir la véracité des allégations relatives à l'alignement sur la taxonomie, le gouvernement du Canada ou le gouvernement du Québec pourrait mettre en place un mécanisme de vérification indépendant obligatoire de l'alignement à la taxonomie. Comme pour les normes biologiques canadiennes, les gouvernements pourraient s'appuyer sur un modèle de prestation de services par une tierce partie pour superviser le respect du label.⁶³⁵ Dans le cadre de ce modèle, une agence gouvernementale accréditerait des organismes de certification – comme la CBI – pour certifier l'alignement sur la taxonomie. Les gouvernements pourraient également adopter un registre central gratuit administré par les ministères de l'environnement où les projets, activités ou produits certifiés pourraient être répertoriés.⁶³⁶

En intégrant la taxonomie dans les obligations d'information financière, le Québec et le Canada rejoindraient la liste des juridictions qui ont déjà développé des labels de durabilité pour les produits d'investissement, comme la France et le Royaume-Uni.

Recommandation n°21 : Réglementer l'émission d'instruments UoP (gouvernement du Québec / AMF / OCRI)

Comme indiqué précédemment, l'un des problèmes d'écoblanchiment soulevés par les instruments UoP est le risque qu'un émetteur fixe des contraintes insuffisantes en matière de protection de l'environnement. Comme indiqué dans la recommandation n° 19, ce risque devrait être traité en exigeant que les émetteurs d'obligations UoP se conforment aux critères d'une taxonomie émise par le gouvernement. Cela permettrait de créer une norme formelle pour l'éligibilité des instruments UoP, comme cela est actuellement envisagé dans l'UE.

Une autre forme d'écoblanchiment associée aux instruments UoP est le risque de déplacement de la pollution, c'est-à-dire la possibilité que l'émission d'un instrument UoP ne conduise pas à une amélioration globale de la performance de l'émetteur en matière de développement durable. Ce risque pourrait également être traité par l'adoption d'une taxonomie de durabilité obligatoire, notamment en imposant aux émetteurs des exigences suffisantes au niveau de l'entreprise (par exemple, des objectifs environnementaux, des plans de transition et des informations sur la durabilité), comme le propose le CAFD.

Cependant, même si une telle taxonomie était adoptée, d'autres sources de risque d'écoblanchiment liées aux instruments UoP continueraient à exister. Pour y remédier, le gouvernement du Québec devrait modifier la LVM afin de permettre à l'AMF d'adopter un règlement concernant l'émission de tels instruments. Ce règlement devrait

- Exiger des émetteurs qu'ils développent un cadre obligatoire UoP conformément aux GBP de l'ICMA afin de fournir des informations de base sur la stratégie de durabilité de l'émetteur et l'alignement sur les exigences de la taxonomie.

⁶³⁵ Gouvernement du Canada (2021b).

⁶³⁶ Comme le recommande l'OCDE (2021).



- Exiger des émetteurs qu'ils désignent un réviseur externe pour évaluer, avant l'émission, l'adéquation de leurs cadres de référence en matière d'obligations UoP et leur alignement sur la taxonomie, et après l'émission, le suivi et l'affectation appropriée des fonds aux projets éligibles, ainsi que l'impact du financement. Le règlement devrait fixer des exigences minimales pour la qualification des évaluateurs externes.
- Exiger des émetteurs qu'ils démontrent, dans leurs prospectus, que l'émission de l'instrument aura un impact positif sur la durabilité qui n'aurait pas été atteint sans son émission.
- Exiger des émetteurs qu'ils publient, dans leurs Documents IC, des informations sur la gestion des recettes de l'instrument, des rapports sur l'affectation des fonds et l'impact de l'instrument, ainsi que les résultats de l'examen externe.
- Exiger des émetteurs qu'ils fournissent systématiquement des informations sur tout changement dans l'utilisation du produit d'un instrument UoP qui n'est pas conforme aux critères de la taxonomie.

Ces exigences, qui pourraient s'inspirer de celles des POLD ou de la CBS, garantiraient que toutes les obligations de l'UE émises dans le cadre de la LVM répondent à des normes suffisantes en matière de transparence et de responsabilité.

Afin d'assurer un alignement des normes à l'échelle nationale, cette mesure devrait être mise en œuvre en coordination avec les gouvernements des autres provinces et les homologues de l'AMF au sein des ACVM.

En complément, les ACVM devraient réviser l'AP 41-307 - *Enjeux relatifs à la situation financière de l'émetteur et à la suffisance du produit du placement au moyen d'un prospectus*, afin de clarifier leurs attentes en matière d'information sur les instruments UoP et d'indiquer que les clauses d'exclusion et de déni de responsabilité qui vident de leur sens les engagements des émetteurs en matière d'UoP sont incompatibles avec les exigences du R 41-101.⁶³⁷

Recommandation 22 : Réglementer l'émission d'instruments fondés sur la performance (gouvernement du Québec / AMF / ACVM).

L'élaboration d'une taxonomie de la durabilité pourrait théoriquement atténuer certains risques d'écoblanchiment associés aux instruments fondés sur la performance. Par exemple, une taxonomie pourrait établir des IPD minimales que les émetteurs doivent respecter et imposer des restrictions sur les UoP pour s'assurer que les instruments basés sur la performance ne soutiennent pas des activités préjudiciables à l'environnement et à la société.

Les contraintes proposées par la CAFD pour les émetteurs, qui stipulent qu'un émetteur doit fixer des objectifs de carboneutralité pour être éligible à la taxonomie, représentent déjà une

⁶³⁷ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2021b).



certaines formes d'IPD. Cependant, dans sa version proposée par le CAFD, la taxonomie n'est pas bien adaptée à l'étiquetage des instruments fondés sur la performance, étant donné qu'elle met l'accent sur la classification de projets.

Dans l'hypothèse où le gouvernement du Canada émettait une taxonomie qui ne serait pas compatible avec l'émission d'instruments fondés sur la performance, le gouvernement du Québec devrait modifier la LVM afin de permettre à l'AMF de réglementer l'émission de tels instruments. Cette réglementation, qui pourrait s'inspirer des normes volontaires existantes basées sur la performance comme les POLD de l'ICMA, devrait :

- Fixer des exigences minimales en ce qui concerne la fixation d'objectifs, la reddition de comptes et la vérification par des tiers.
- Exiger des émetteurs qu'ils démontrent, dans leurs prospectus, que l'émission de l'instrument aura un impact positif sur la durabilité qui n'aurait pas été atteint sans son émission.
- Fixer des exigences minimales en ce qui concerne la mise en place d'incitations financières et empêcher les émetteurs de déjouer les sanctions.
- Établir des garanties sociales et environnementales minimales, telles que l'interdiction d'utiliser les recettes pour des activités nuisibles à l'environnement et l'obligation pour les émetteurs de s'aligner sur des trajectoires nettes zéro.

Cette mesure serait cohérente avec la recommandation n°5, qui suggère de limiter la capacité des institutions financières à faire des déclarations environnementales qui reposent sur des instruments fondés sur la performance de faible qualité.

Afin d'assurer un alignement des normes à l'échelle nationale, cette mesure devrait être mise en œuvre en coordination avec les gouvernements des autres provinces et les homologues de l'AMF au sein des ACVM.

À titre de mesure complémentaire, les ACVM devraient réviser l'AP 41-307 - Enjeux relatifs à la situation financière de l'émetteur et à la suffisance du produit du placement au moyen d'un prospectus afin de préciser leurs attentes en matière d'information sur les instruments fondés sur la performance.

Recommandation n°23 : Réglementer les CVC (gouvernement du Canada / gouvernement du Québec / AMF).

Contrairement aux crédits carbone de conformité, les CVC ne sont pas directement réglementés au Québec et au Canada. Bien que les règles de divulgation existantes ou à venir en matière de changements climatiques exigent que les entités déclarantes divulguent des informations sur la manière dont elles prévoient d'utiliser les CVC pour atteindre leurs



objectifs climatiques, ces mesures sont insuffisantes pour garantir l'intégrité du marché des CVC.⁶³⁸

Tout d'abord, ces règles n'établissent aucune exigence d'intégrité qui empêcherait les entités d'acheter des CVC de mauvaise qualité pour atteindre leurs objectifs climatiques. Deuxièmement, elles ne s'appliquent pas aux CVC achetés dans d'autres contextes que la réalisation des objectifs climatiques, tels que les CVC achetés par les consommateur-trices à des fins de compensation. Troisièmement, ces obligations ne s'appliquent qu'aux entités soumises à un régime d'information obligatoire sur le climat, ce qui exclurait un grand nombre d'acheteurs de CVC. Quatrièmement, ces obligations d'information sont trop générales pour permettre aux parties prenantes d'évaluer la qualité des CVC achetés par une entité déclarante.

Pour remédier à cette situation, le gouvernement du Québec ou le gouvernement du Canada pourrait réglementer les CVC en établissant une nouvelle loi sur les CVC, à l'instar de celle récemment adoptée par la Californie. Cette loi pourrait s'appuyer sur l'un des nombreux principes et normes d'intégrité des CVC élaborés par des organismes publics et privés, tels que CORSIA.

En vertu de cette loi, toutes les entreprises devraient être tenues de respecter des normes minimales lorsqu'elles font des déclarations environnementales reposant sur des CVC auprès des consommateur-trices, des investisseur-euses et du grand public (par exemple, interdiction des CVC *ex ante*, exigences de permanence, obligation de retirer un CVC du marché avant qu'il ne puisse être utilisé pour faire des déclarations liées au climat, etc.) La loi devrait également introduire des exigences en matière de divulgation afin de garantir que les utilisateurs et les émetteurs de CVC fournissent des informations complètes et normalisées sur les caractéristiques de ces instruments. La loi pourrait être administrée par les ministères de l'environnement respectifs des gouvernements fédéral et provincial ou, si elle est adoptée par le gouvernement du Québec, par l'AMF. Enfin, la loi devrait clarifier le statut juridique des CVC et établir un registre centralisé des CVC certifiés, qui serait également administré par les ministères de l'environnement ou l'AMF.

Ces mesures seraient cohérentes avec la recommandation n°5, qui suggère d'exiger des institutions financières qu'elles divulguent des informations détaillées sur les caractéristiques des CVC qu'elles utilisent et d'empêcher les entités de formuler des objectifs de consommation nette zéro qui reposent principalement sur l'achat de CVC.

⁶³⁸ Par exemple, la Ligne directrice B-15 indique que les IFF qui fixent des objectifs en matière d'émissions de GES doivent divulguer leurs objectifs à la fois avec et sans les compensations de carbone et divulguer le type de compensation utilisé. La norme IFRS S2, qui pourrait être intégrée dans le R 51-107, prévoit des informations similaires. La norme exige également que les entités indiquent « quel(s) système(s) tiers vérifiera(ont) ou certifiera(ont) les crédits carbone » et « tout autre facteur nécessaire aux utilisateurs des rapports financiers à usage général pour comprendre la crédibilité et l'intégrité des crédits carbone que l'entité prévoit d'utiliser (par exemple, les hypothèses concernant la permanence de la compensation carbone) ». Voir Conseil international des normes de durabilité (2023), pp. 17-18.



Entre-temps, les gouvernements pourraient adopter des règlements en vertu de l'article 128 de la *Loi sur la concurrence* ou de l'article 350 de la *Loi sur la protection du consommateur* afin de définir les circonstances dans lesquelles une représentation fondée sur les CVC est considérée comme fausse ou trompeuse.

5.6. Fonds d'investissement et fonds distincts

Recommandation n°24 : Réviser la Ligne directrice LD afin d'étendre les obligations d'information formulées dans l'AP 81-334 aux fonds distincts (AMF).

La ligne directrice qui définit les attentes de l'AMF en matière d'information pour les fonds distincts est actuellement muette sur l'information liée aux facteurs ESG. Les fonds d'investissement réglementés en vertu de la *LVM*, en revanche, sont soumis à des lignes directrices ESG très détaillées. L'AMF devrait modifier la Ligne directrice LD afin de s'assurer que les attentes en matière d'information sur les facteurs ESG sont cohérentes pour tous les fonds d'investissement et les produits d'assurance ayant une composante d'investissement distribués au public, quelle que soit l'entité qui les distribue.

Recommandation n°25 : Faire de la lutte contre l'écoblanchiment une priorité et rendre compte des résultats obtenus (AMF / ACVM)

L'AP 81-334 a été initialement publié en 2022. En 2024, les ACVM ont publié une version révisée de l'avis dans laquelle elles ont indiqué avoir observé plusieurs pratiques trompeuses de la part des fonds d'investissement en ce qui concerne l'investissement ESG. Toutefois, malgré ces pratiques, l'AMF n'a pris aucune mesure d'application de la loi publique liée à l'ESG à l'encontre des GFI en vertu de la *LVM*. En outre, comme indiqué ci-dessus, l'Énoncé annuel des priorités 2024-2025 de l'AMF ne mentionne pas l'écoblanchiment comme l'une des priorités de l'agence en matière d'application.

Maintenant qu'elles ont clairement défini leurs attentes en matière d'information sur les facteurs ESG, l'AMF et ses homologues des ACVM devraient intensifier leurs efforts de mise en œuvre et chercher à sanctionner les GFI qui se livrent à des pratiques trompeuses en matière de marketing et de divulgation sur les facteurs ESG. La lutte contre l'écoblanchiment devrait figurer dans le prochain Énoncé annuel des priorités de l'AMF.

En outre, l'agence devrait rendre compte des résultats de ses efforts d'application de la loi, notamment en publiant dans son rapport annuel le nombre d'enquêtes ESG menées par l'agence, le nombre de fonds d'investissement auxquels il a été demandé de modifier leur prospectus en raison d'allégations problématiques ESG, etc. Comme indiqué ci-dessus, cela serait conforme aux pratiques de reddition de comptes des autorités en valeurs mobilières d'autres juridictions, telles que l'Australie.⁶³⁹

⁶³⁹ Australian Securities & Investments Commission (2024a).



Recommandation n°26 : Inclure les considérations ESG dans la stratégie d'éducation financière du Québec (AMF)

Les fonds d'investissement ESG font encore l'objet de plusieurs mythes chez les investisseur-euses de détail. Certain-es investisseur-euses sont confus-es quant au profil risque-rendement de ces produits, tandis que d'autres peuvent interpréter « l'intégration ESG » comme un signe de bonne performance environnementale. L'AMF dispose d'une page de contenu éducatif sur le segment FDISR sur son site internet, qui fournit de la documentation et des outils concernant les produits et les approches FDISR.⁶⁴⁰ Toutefois, ce contenu devrait être étendu et intégré dans toutes les initiatives d'éducation financière menées par le gouvernement.

L'AMF, en collaboration avec ses homologues des autres provinces et les ACVM, devrait investir dans des programmes de littératie financière afin de sensibiliser les investisseur-euses de détail aux considérations ESG et de s'assurer qu'ils choisissent des produits financiers qui correspondent à leurs préférences en matière d'environnement. Ces activités devraient être intégrées à la Stratégie québécoise en éducation financière lancée par l'AMF en 2024 et réalisées en partenariat avec des partenaires de l'industrie, tels que Finance Montréal, l'IPF et l'Association pour l'investissement responsable.⁶⁴¹

⁶⁴⁰ Autorité des marchés financiers (sans date c).

⁶⁴¹ Autorité des marchés financiers (2024d).



Bibliographie

Agence de la consommation en matière financière du Canada (2020) 'Cadre de surveillance'. Disponible à l'adresse : <file:///Users/mayamokaddem/Downloads/cadre-surveillance.pdf>

Agence de la consommation en matière financière du Canada (2021a) 'Plan stratégique 2021-2026 : Leadership et innovation en matière de protection des consommateurs de produits financiers'. Disponible à l'adresse : <file:///Users/mayamokaddem/Downloads/plan-strategique-2021-2026.pdf>

Agence de la consommation en matière financière du Canada (2021b) 'Make Change that Counts : Stratégie nationale d'éducation financière 2021-2026'. Disponible à l'adresse : <https://www.canada.ca/en/financial-consumer-agency/programs/financial-literacy/financial-literacy-strategy-2021-2026.html#toc12>

Agence de la consommation en matière financière du Canada (2023a) 'Business Plan 2022-2023 to 2024-2025'. Disponible à l'adresse : <https://www.canada.ca/en/financial-consumer-agency/corporate/planning/business-plans/business-plan-2022-2023.html#toc2>

Agence de la consommation en matière financière du Canada (2023b) 'Stratégie ministérielle de développement durable 2023 à 2027'. Disponible à l'adresse : <https://www.canada.ca/fr/agence-consommation-matiere-financiere/organisation/planification/2023-2027-strategie-ministerielle-developpement-durable.html>

Agence de la consommation en matière financière du Canada (2024) 'Lignes directrices'. Disponible à l'adresse : <https://www.canada.ca/fr/agence-consommation-matiere-financiere/services/industrie/ligne-directrices-commissaire.html>

Agence internationale de l'énergie (2023) 'Net Zero Roadmap - A Global Pathway to Keep the 1.5 °C Goal in Reach'. Disponible à l'adresse suivante : https://iea.blob.core.windows.net/assets/9a698da4-4002-4e53-8ef3-631d8971bf84/NetZeroRoadmap_AGlobalPathwaytoKeepthe1.5CGoalinReach-2023Update.pdf

Arnold, J. (2023) 'La catégorisation des projets pétrogaziers selon la taxonomie des investissements climatiques du Canada, gage d'une transition harmonieuse', *L'institut climatique du Canada*. Disponible à l'adresse : <https://climateinstitute.ca/wp-content/uploads/2024/01/Fueling-the-Transition-FR-FINAL.pdf>

Association des banquiers canadiens (2022) 'Déclarations annuelles des banques'. Disponible à l'adresse : <https://cba.ca/banks-public-accountability-statements?l=fr>

Association pour l'investissement responsable (2022) '2022 RIA Investor Opinion Survey'. Disponible à l'adresse suivante : <https://www.riacanada.ca/research/2022-ria-investor-opinion-survey/>

Association pour l'investissement responsable (2023) '2023 Canadian Responsible Investment Trends Report'. Disponible à l'adresse : <https://www.riacanada.ca/research/2023-canadian-ri-trends-report/>



Association pour l'investissement responsable (2024) 'Canadian retail investors view artificial intelligence as more of a risk to responsible investment decisions than opportunity, want advisors to inform them on responsible investment options', *Cision*. Disponible à l'adresse : <https://www.newswire.ca/news-releases/canadian-retail-investors-view-artificial-intelligence-as-more-of-a-risk-to-responsible-investment-decisions-than-opportunity-want-advisors-to-inform-them-on-responsible-investment-options-805781625.html#:~:text=68%25%20of%20respondents%20are%20very,a%20risk%20than%20an%20opportunity>

Australian Securities & Investments Commission (2022) 'How to avoid greenwashing when offering or promoting sustainability-related products'. Disponible à l'adresse : <https://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/how-to-avoid-greenwashing-when-offering-or-promoting-sustainability-related-products/>

Australian Securities & Investments Commission (2023a) 'Red light for greenwashing'. Disponible à l'adresse : <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/articles/red-light-for-greenwashing/>

Australian Securities & Investments Commission (2023b) 'ASIC commences greenwashing case against Active Super'. Disponible à l'adresse : <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2023-releases/23-215mr-asic-commences-greenwashing-case-against-active-super/>

Australian Securities & Investments Commission (2023c) 'ASIC commences greenwashing case against Vanguard Investments Australia'. Disponible à l'adresse : <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2023-releases/23-196mr-asic-commences-greenwashing-case-against-vanguard-investments-australia/>

Australian Securities & Investments Commission (2023d) 'ASIC launches first Court proceedings alleging greenwashing'. Disponible à l'adresse : <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2023-releases/23-043mr-asic-launches-first-court-proceedings-alleging-greenwashing/>

Australian Securities & Investments Commission (2023f) 'ASIC issues infringement notices to energy company for greenwashing'. Disponible à l'adresse : <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2023-releases/23-001mr-asic-issues-infringement-notices-to-energy-company-for-greenwashing/>

Australian Securities & Investments Commission (2023g) 'ASIC's recent greenwashing interventions'. Disponible à l'adresse : <https://download.asic.gov.au/media/ao0lz0id/rep763-published-10-may-2023.pdf>

Australian Securities & Investments Commission (2024a) 'ASIC continues action on misleading claims to deter greenwashing misconduct. Available at: <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2024-releases/24-185mr-asic-continues-action-on-misleading-claims-to-deter-greenwashing-misconduct/?altTemplate=beta-newsroom>



Australian Securities & Investments Commission (2024b) 'ASIC wins first greenwashing civil penalty against Vanguard'. Disponible à l'adresse : <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2024-releases/24-061mr-asic-wins-first-greenwashing-civil-penalty-action-against-vanguard/>

Australian Securities & Investments Commission (2024c) 'Court finds Active Super made misleading ESG claims in a greenwashing action brought by ASIC'. Disponible à l'adresse : <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2024-releases/24-121mr-court-finds-active-super-made-misleading-esg-claims-in-a-greenwashing-action-brought-by-asic/>

Autorité européenne des marchés financiers (2022) 'TRV Risk Analysis – EU Ecolabel: Calibrating green criteria for retail funds'. Disponible à l'adresse : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2329_trv_trv_article_-_eu_e_colabel_calibrating_green_criteria_for_retail_funds.pdf

Autorité européenne des marchés financiers (2023) 'Progress Report on Greenwashing'. Disponible à l'adresse : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_Rfl_on_greenwashing_risks.pdf

Autorité européenne des marchés financiers (sans date) 'Climate benchmarks and ESG disclosure'. Disponible à l'adresse : <https://www.esma.europa.eu/emas-activities/sustainable-finance/climate-benchmarks-and-esg-disclosure>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2002) 'Instruction générale 51-201 : Lignes directrices en matière de communication de l'information'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/professionnels/reglementation-et-obligations/valeurs-mobilieres/5-obligations-permanentes-des-emetteurs-et-des-inities-51-101-a-58-201/51-201-lignes-directrices-en-matiere-de-communication-de-linformation>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2009) 'Avis 51-330 personnel des ACVMs : indications sur l'application des obligations relatives à l'information prospective prévues par le règlement 51-102 sur les obligations d'information continue'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2009/2009nov20-51-330-acvm-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2010) 'Avis 51-333 du personnel des ACVM- Indications en matière d'information environnementale'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2010/2010oct27-51-333-acvm-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2012) 'Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/25-101/2012-01-27/2012-jan27-25-101-avis-publication-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2015) 'Instruction générale 25-201 relative aux



indications l'intention des agences de conseil en vote'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/professionnels/reglementation-et-obligations/valeurs-mobilieres/2-marches-des-capitaux-certains-participants-21-101-a-25-101/25-201-indications-a-lintention-des-agen-ces-de-conseil-en-vote>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2018) 'Avis 51-354 du personnel des ACVMs - Rapport sur le projet d'information relatif au changement climatique'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2018/2018avril05-51-354-avis-acvm-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2019) 'Avis 51-358 du personnel des ACVMs - Information sur les risques liés au changement climatique'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2019/2019aout01-51-358-avis-acvm-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2021a) 'Consultation - Faits nouveaux concernant l'information liée au changement climatique et Avis de consultation des ACVM - Projet de Règlement 51-107 sur l'information liée aux questions climatiques'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/51-107/2021-10-18/2021oct18-51-107-avis-cons-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2021b) 'Avis 41-307 du personnel des ACVMs (révisé) - Enjeux relatifs à la situation financière de l'émetteur et à la suffisance du produit du placement au moyen d'un prospectus'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2021/2021mars25-41-307-avis-acvm-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2022a) 'Avis 81-334 du personnel des ACVM (révisé) - Information des fonds d'investissement au sujet des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2024/2024mars07-81-334-avis-acvm-revise-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2022b) 'Avis 51-364 du personnel des ACVMs - Activités du programme d'examen de l'information continue pour les exercices clos le 31 mars 2022 et le 31 mars 2021'. Disponible à l'adresse : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2022/2022nov03-51-364-avis-acvm-fr.pdf>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2022c) 'Les autorités en valeurs mobilières du Canada évaluent l'incidence des travaux menés à l'international sur leur projet réglementaire relatif à l'information liée au changement climatique'. Disponible à l'adresse : <https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/nouvelles/les-autorites-en-valeurs-mobilieres-du-canada-evaluent-lincidence-des-travaux-menes-a-linternational-sur-leur-projet-reglementaire-relatif-a-linformation-liee-au-changement/>



Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2023a) 'Déclaration des Autorités canadiennes en valeurs mobilières relativement au projet d'obligations d'information liées au changement climatique'. Disponible à l'adresse : <https://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/nouvelles/declaration-des-autorites-canadiennes-en-valeurs-mobilières-relativement-au-projet-dobligations-dinformation-liees-au-changement-climatique/>

Autorités canadiennes en valeurs mobilières (2023b) 'CSA Notice of Amendments to Multilateral Instrument 25-102 Designated Benchmarks and Benchmark Administrators and Changes to Companion Policy 25-102 Designated Benchmarks and Benchmark Administrators'. Disponible à l'adresse suivante : https://www.osc.ca/sites/default/files/2023-06/csa_20230629_25-102_amendments.pdf

Banque Royale du Canada (2022) 'Déclaration de responsabilité publique 2022'. Disponible à l'adresse : https://www.rbc.com/notre-impact/_assets-custom/pdf/RBC-PAS-f-2022.pdf

Berg, F., Kölbel, J.F. et Rigobon, R. (2022) 'Aggregate Confusion : The Divergence of ESG Ratings', *Review of Finance*, 26(6), pp. 1315-1344. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>

Berkow, J. (2023) 'Investors criticize popular sustainability-linked bonds as investors warn of false environmental claims', *The Globe and Mail*. Disponible à l'adresse : <https://www.theglobeandmail.com/business/article-investors-criticize-popular-sustainability-linked-bonds-over-false/?login=true>

Bickis, I. (2023) 'How big banks dominate Canada's financial landscape', *Global News*. Disponible à l'adresse : <https://globalnews.ca/news/9634933/canada-big-banks-analysis/>

Blais-Giroux, P. (2008) 'L'encadrement des fonds de couverture au Canada : une réflexion sur les principaux enjeux', *Université de Montréal*. Disponible à l'adresse : <https://papyrus.bib.umontreal.ca/xmlui/bitstream/handle/1866/3224/12041840.PDF?sequence=2&isAllowed=y>

Boffo, R. et R. Patalano (2020), 'ESG Investing : Pratiques, progrès et défis', *Perspectives de l'OCDE sur l'entreprise et la finance 2020 : Finance durable et résiliente*. Disponible à l'adresse : <https://www.oecd.org/fr/themes/finance-et-investissement.html>

Boffo, R., C. Marshall et R. Patalano (2020), 'ESG Investing : Environmental Pillar Scoring and Reporting', *OCDE*. Disponible à l'adresse suivante : <https://www.oecd.org/fr/themes/finance-et-investissement.html>



Boot, A. *et al.* (2023) 'The Controversy over Proxy Voting : The Role of Fund Managers and Proxy Advisors', *Financial Analysts Journal*, 79(4), pp. 8-15. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1080/0015198X.2023.2240081>

Bureau de la concurrence (2016) 'Recueil des pratiques commerciales trompeuses - Volume 2'. Disponible à l'adresse : <https://bureau-concurrence.canada.ca/recueil-pratiques-commerciales-trompeuses-volume-2>

Bureau de la concurrence (2024a) 'Letter to the Chair of the Senate Standing Committee on Banking, Commerce and the Economy'. Disponible à l'adresse : https://sencanada.ca/Content/Sen/Committee/441/NFFN/briefs/Ecojustice-CQDE_APE_f.pdf

Bureau de la concurrence (2024b) 'Consultation publique au sujet des nouvelles dispositions de la Loi sur la concurrence relatives à l'écoblanchiment'. Disponible à l'adresse : <https://bureau-concurrence.canada.ca/comment-nous-favorisons-concurrence/education-sensibilisation/consultation-publique-sujet-nouvelles-dispositions-loi-concurrence-relatives-lecoblanchiment>

Bureau du surintendant des institutions financières Canada (2023) 'Ligne directrice B-15 : Gestion des risques climatiques'. Disponible à l'adresse : <https://www.osfi-bsif.gc.ca/fr/print/pdf/node/571>

Bureau du surintendant des institutions financières (2024b) 'Le BSIF poursuit ses efforts pour renforcer la résilience face aux risques climatiques'. Disponible à l'adresse : <https://www.osfi-bsif.gc.ca/fr/nouvelles/bsif-poursuit-ses-efforts-pour-renforcer-resilience-face-risques-climatiques>

CFA Institute (2024a) '2024 Level I Topic Outlines'. Disponible à l'adresse : <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/study-session/2024-II-topics-combined.pdf>.

CFA Institute (2024b) 'Level I Topic Outlines'. Disponible à l'adresse : <https://www.cfainstitute.org/programs/cfa/candidate/level-i-study-sessions>

Chatterji, A.K. *et al.* (2016) 'Do ratings of firms converge ? Implications for managers, investors and strategy researchers', *Strategic Management Journal*, 37(8), pp. 1597-1614. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1002/smj.2407>

Christensen, D., Serafeim, G. et Sikochi, A. (2021) 'Why is Corporate Virtue in the Eye of the Beholder ? The Case of ESG Ratings', *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponible à l'adresse : <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/05/why-is-corporate-virtue-in-the-eye-of-the-beholder-the-case-of-esg-ratings/>

Clean 50 (2024) '230 Members of Canada's Clean50 and 160 of their organizations call upon the Federal Government to urgently implement a Sustainable Investment Taxonomy'. Disponible à l'adresse : <https://clean50.com/open-letter-clean-taxonomy/>



Climate Bonds Initiative (2019) 'Post-issuance reporting in the green bond market'. Disponible à l'adresse :

https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_post-issuance-reporting_032019_web.pdf

Climate Bonds Initiative (2023) 'Sustainable Debt Global State of the Market 2023'. Disponible à l'adresse : https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm23_02h.pdf

Climate Bonds Initiative (2024) 'Climate Bonds Standard - Version 4.1'. Disponible à l'adresse : <https://www.climatebonds.net/files/files/climate-bonds-standard-v4-1-202403.pdf>

Climate Bonds Initiative (sans date) 'Sustainability-Linked Debt Instrument Certification'. Disponible à l'adresse : <https://www.climatebonds.net/certification/get-certified/sld-certification>

Climate Case Chart (2016) 'Ramirez v. Exxon Mobil Corp.' Disponible sur : <https://climatecasechart.com/case/ramirez-v-exxon-mobil-corp/>

Climate Case Chart (2018) 'Barnes v. Edison International'. Disponible à l'adresse : <https://climatecasechart.com/case/barnes-v-edison-international/>

Climate Case Chart (2021a) 'In re Oatly Group AB Securities Litigation'. Disponible à l'adresse : <https://climatecasechart.com/case/jochims-v-oatly-group-ab/>

Climate Case Chart (2021b) 'Rosencrafts v. Danimer Scientific, Inc'. Disponible à l'adresse : <https://climatecasechart.com/case/rosencrafts-v-danimer-scientific-inc/>

Climate Case Chart (2022) 'Fagen v. Enviva Inc.'. Disponible à l'adresse : <https://climatecasechart.com/case/fagen-v-enviva-inc/>

Climate Case Chart (2023) 'Amberg Corp. and Olga Kiiker'. Disponible à l'adresse: <https://climatecasechart.com/non-us-jurisdiction/alberta-court-of-justice/>

Coiteux, V., Lapierre, S. et Rousseau, S. (2023) 'La divulgation accrue d'information sur les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) : enjeux, responsabilité et recours', *Développements récents en litige de valeurs mobilières*. Disponible à l'adresse suivante : <https://www.lareference.editionsyvonblais.com/maf/app/document?sp=sherbroo-01&docguid=m91F381F4D6834BBC9CA00F574D3A39B4&src=alrtrl&external=true>

Commodity Futures Trading Commission (2023a) 'Commission Guidance Regarding the Listing of Voluntary Carbon Credit Derivative Contracts ; Request for Comment'. Disponible à l'adresse : <https://www.federalregister.gov/documents/2023/12/27/2023-28532/commission-guidance-regarding-the-listing-of-voluntary-carbon-credit-derivative-contracts-request>

Commodity Futures Trading Commission (2023b) 'CFTC Division of Enforcement Creates Two New Task Forces'. Disponible à l'adresse : <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8736-23>

Commissaire à l'environnement et au développement durable (2022) 'Document de recherche sur la présentation d'informations financières liées au climat', *Bureau du vérificateur général du Canada*. Disponible à l'adresse : https://www.oag-bvg.gc.ca/internet/Francais/oth_202205_f_44031.html



Commission européenne (2021) 'Questions et réponses : Règlement sur les obligations vertes européennes'. Disponible à l'adresse : https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/qanda_21_3406

Commission européenne (2021) 'Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research'. Disponible à l'adresse : <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7d85036-509c-11eb-b59f-01aa75ed71a1>

Comité canadien de normalisation des fonds d'investissement (2023a) 'CIFSC Responsible Investment Identification Framework'. Disponible à l'adresse : <https://www.cifsc.org/wp-content/uploads/2023/02/2023.01.20-CIFSC-RI-Fund-Identification-Framework-Final.pdf>

Comité canadien de normalisation des fonds d'investissement (2023b) 'Qualifying Funds and Responsible Investing Flags'. Disponible à l'adresse : <https://www.cifsc.org/qualifying-funds-and-responsible-investing-flags/>

Commonwealth Climate and Law Initiative et Climate Governance Initiative (2021) 'Primer on Climate Change : Directors' Duties and Disclosure Obligations'. Disponible à l'adresse : <https://ccli.ubc.ca/wp-content/uploads/2021/06/Primer-on-Climate-Change-1.pdf>

Conseil canadien des ministres de l'environnement (2019) 'Cadre pancanadien de compensation des gaz à effet de serre'. Disponible à l'adresse : <https://ccme.ca/fr/res/pan-canadianghoffsetsframeworkfr1.0secured.pdf>

Conseil d'action en matière de finance durable (2023) 'Rapport sur la feuille de route de la taxonomie'. Disponible à l'adresse : [Rapport sur la feuille de route de la taxonomie \(canada.ca\)](https://canada.ca)

Conseil de l'Union européenne (2024) 'Proposition de règlement du règlement européen et du Conseil sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) et modifiant le règlement (UE) 2019/2088 - Confirmation du texte de compromis final en vue d'un accord : texte juridique'. Disponible à l'adresse suivante : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52023PC0314>

Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques (2015) U.N. Doc. FCCC/CP/2015/L.9/Rev/1 à l'article 2, paragraphe (c) (12 décembre 2015). Disponible à l'adresse suivante :

<https://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/fr/109f.pdf>

Corke, C. et Myers, J. (2019) 'Green Bonds Series : Part 4 - When 'green' bonds go brown', *Cors Chambers Westgarth*. Disponible à l'adresse : <https://www.corr.com.au/insights/green-bonds-series-part-4-when-green-bonds-go-brown>.

Côté, M. (2019) ' Le ' contrat de fonds distincts ' : un produit d'assurance à l'ombre du droit des évaluateurs mobiliers ? ', *Revue juridique Thémis*, 53(3). Disponible à l'adresse : <https://ssl.editionsthemis.com/revue/article-4995-le-l-contrat-de-fonds-distincts-r-un-produit-d-rassurance-a-l-ombre-du-droit-des-valeurs-mobilieres-.html>



Crête, R., Duclos, C. et Blouin, F. (2014) ' Les courtiers en épargne collective, leurs dirigeants et leurs représentants sont-ils à l'abri de sanctions disciplinaires au Québec ? ', *Revue générale de droit*, 42(1), pp. 267-446. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.7202/1026923ar>

Crona, B., Folke, C. et Galaz, V. (2021) 'The Anthropocene reality of financial risk', *One Earth*, 4(5), pp. 618-628. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1016/j.oneear.2021.04.016>

Curtis, Q., Weidemaier, M.C. et Gulati, M. (2023) 'Green Bonds, Empty Promises', *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.2139/ssrn.4350209>.

De Freitas Netto, S.V. et al. (2020) 'Concepts and forms of greenwashing : a systematic review', *Environmental Sciences Europe*, 32(1), p. 19. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>

De Lassus St-Geniès, G., et Previti, G (2024) 'UNCITRAL/UNIDROIT study on the legal nature of verified carbon credits issued by independent carbon standard setters', *UNCITRAL*. Disponible à l'adresse : <https://www.unidroit.org/wp-content/uploads/2023/10/Study-LXXXVI-W.G.1-Doc.-2-Issues-Paper.pdf>

Deloitte (2023) 'While brands think they have consumer trust, most Canadians are skeptical about sustainability claims'. Disponible à l'adresse suivante : <https://www2.deloitte.com/ca/en/pages/press-releases/articles/while-brands-think-they-have-consumer-trust-most-canadians-are-skeptical-about-sustainability-claims.html>

Desjardins (2023) ' Rapport annuel sur l'investissement responsable 2023 '. Disponible à l'adresse : https://www.fondsdesjardins.com/information/Rapport_Annuel_Investissement_Responsable.pdf

Dill, H. (2024) 'Carbon pricing initiatives and green bonds : are they contributing to the transition to a low-carbon economy?', *Climate Policy*, 24(4), pp. 529-544. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1080/14693062.2023.2210107>

Direction Générale du Trésor (2023) 'Label ISR : publication du nouveau référentiel', *Ministère de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique*. Disponible à l'adresse : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2023/12/11/label-isr-publication-du-nouveau-referentiel>

Doran, M. et Tanner, J. (2019) 'Green bond challenges', *International Financial Law Review*. Disponible à l'adresse : [https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/09/iflr--green-bonds-\(002\).pdf](https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/09/iflr--green-bonds-(002).pdf)

Duclos (2021) 'La protection des épargnants dans l'industrie des services d'investissement : une analyse de l'influence des défaillances organisationnelles sous l'angle du Swiss Cheese Model', *Éditions Yvon Blais*

Duclos, C., Crête, R. et Côté, M. (2024) 'Droit des services d'investissement - Encadrement des intermédiaires financiers et protection des épargnants', *Yvon Blais*



Ecojustice (2022) 'Application for inquiry regarding the Royal Bank of Canada's apparent false and misleading representations about action on climate change while continuing to finance fossil fuel development'. Disponible à l'adresse suivante : https://ecojustice.ca/wpcontent/uploads/2022/07/2022-06-10-Complaint-to-Competition-Bureau-re_-RBC-climaterepresentations-Final.pdf

Ecojustice (2023) 'Two-thirds of Canadians want financial sector regulated to ensure environmental sustainability'. Disponible à l'adresse : <https://ecojustice.ca/news/two-thirds-of-canadians-want-financial-sector-regulated-to-ensure-environmental-sustainability/>

Éduc Épargne (2022). Sondage 2022 sur l'investissement responsable. Disponible à l'adresse suivante : <https://educépargne.ca/chroniques/sondages-et-etudes/sondage-2022-sur-linvestissement-responsable/>

Edwards, A., Lovegrove, S., Gregory, M., Saadah, H. et Ynis, U. (2024) 'FCA publishes finalised guidance on the anti-greenwashing rule', *Norton Rose Fulbright*. Disponible à l'adresse : <https://www.regulationtomorrow.com/eu/fca-publishes-finalised-guidance-on-the-anti-greenwashing-rule/>

EFRAG (2022). Draft European Sustainability Reporting Standards - ESRS E1 - Changement climatique. Available at <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F08%2520Draft%2520ESRS%2520E1%2520Climate%2520Change%2520November%25202022.pdf>

Ellmen, E. (2023) 'Global ESG assets drop 14% as industry tightens grip on sustainability claims', *Corporate Knights*. Disponible à l'adresse : <https://www.corporateknights.com/category-finance/global-esg-assets-drop-14-as-industry-tightens-grip-on-sustainability-claims/>

Ellmen, E. (2024) 'Are Canadian banks greenwashing, misleading investors on sustainability-linked debt', *The Globe and Mail*. Disponible à l'adresse : <https://www.theglobeandmail.com/business/commentary/article-are-canadian-banks-greenwashing-misleading-investors-on-sustainability/>

Environmental Defence (2024) 'No Canadian Taxonomy Unless It Excludes Fossil Fuels : A guide to a taxonomy from Climate Experts'. Disponible à l'adresse : <https://environmentaldefence.ca/wp-content/uploads/2024/04/Climate-Experts-Guide-to-a-Taxonomy-2.pdf>

European Banking Authority 'EBA Progress Report on Greenwashing Monitoring and Supervision'. Disponible à l'adresse : https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greenwashing.pdf

Fatica, S. et Panzica, R. (2021) 'Green bonds as a tool against climate change?', *Business Strategy and the Environment*, 30(5), pp. 2688-2701. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1002/bse.2771>



Fichtner, J., Jaspert, R. et Petry, J. (2023) 'Mind the ESG capital allocation gap : The role of index providers, standard-setting, and 'green' indices for the creation of sustainability impact', *Regulation & Governance*, p. rego.12530. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1111/rego.12530>

Financial Conduct Authority (2023a) 'Review of the Sustainability-Linked Loans (SLL) Market'. Disponible à l'adresse : <https://www.ACF.org.uk/publication/correspondence/sll-letter-june-2023.pdf>

Financial Conduct Authority (2023b) 'Policy Statement PS23/16 - Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels'. Disponible à l'adresse : <https://www.ACF.org.uk/publication/policy/ps23-16.pdf>

Financial Conduct Authority (2024) 'Finalised non-handbook guidance on the Anti-Greenwashing Rule'. Disponible à l'adresse suivante : <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg24-3.pdf>

First Nations Financial Management Board, First Nations Major Projects Coalition, NATOA et Dara Kelly (2021) 'Letter to Laura Belloni, Secretary General of the Canadian Securities Administrators, dated September 3, 2021'. Disponible à l'adresse : https://fnfmb.com/sites/default/files/2022-02/fmb_letter_to_csa_on_esg_and_diversity_202109_09_v2.pdf

Flammer, C. (2020) 'Green Bonds : Effectiveness and Implications for Public Policy', *Environmental and Energy Policy and the Economy*, 1, pp. 95-128. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1086/706794>

Flammer, C. (2021) 'Corporate green bonds', *Journal of Financial Economics*, 142(2), pp. 499-516. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>

Forum économique mondial (2024) 'The Global Risks Report 2024 - 19th Edition'. Disponible à l'adresse suivante : https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2024.pdf

Freeburn, L. et Ramsay, I. (2020) 'Green Bonds : Legal and Policy Issues', *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.2139/ssrn.3715969>

Fumard, C. (2024) 'The anti-ESG backlash is not just an American phenomenon as Europe waters down its sustainability agenda', *Fortune*. Disponible à l'adresse : <https://fortune.com/europe/2024/02/22/anti-esg-backlash-america-europe-waters-down-sustainability-agenda-environment-politics/>

George, S. (2024) 'ESG ratings agencies to be regulated in UK, new Government confirms', *Edie*. Disponible à l'adresse : <https://www.edie.net/esg-ratings-agencies-to-be-regulated-in-uk-new-government-confirms/>

Gilotta, S. (2023) 'Green Bonds : A Legal and Economic Analysis', *Research Handbook on Environmental, Social, and Corporate Governance*, Edward Elgar, (à paraître). Disponible à l'adresse : <https://ssrn.com/abstract=4427927>



Goodlett et al. (2023) 'The 'anti-ESG' movement : Balancing conflicting stakeholder concerns and inconsistent regulatory regimes', *DLA Piper*. Disponible à l'adresse : <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2023/02/the-anti-esg-movement-balancing-conflicting-stakeholder-concerns-and-inconsistent-regulatory-regimes>

Goodlett, B., Schottenstein, N. et McGuire V. (2023) 'The 'anti-ESG' movement : Balancing conflicting stakeholder concerns and inconsistent regulatory regimes', *DLA Piper*. Disponible à l'adresse : <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2023/02/the-anti-esg-movement-balancing-conflicting-stakeholder-concerns-and-inconsistent-regulatory-regimes>

Gouvernement du Canada (2021a) 'Budget 2021 - Une relance axée sur les emplois, la croissance et la résilience'. Disponible à l'adresse : <https://www.budget.canada.ca/2021/home-accueil-fr.html>

Gouvernement du Canada (2021b) 'Réglementation des produits biologiques'. Disponible à l'adresse : <https://inspection.canada.ca/fr/etiquetage-aliments/produits-biologiques/reglementation>

Gouvernement du Canada (2022a) 'Budget 2022 - Un plan pour faire croître notre économie et rendre la vie plus abordable'. Disponible à l'adresse : <https://www.budget.canada.ca/2022/home-accueil-fr.html>

Gouvernement du Canada (2022b) 'Défi carboneutre guide technique'. Disponible à l'adresse : <https://www.canada.ca/fr/services/environnement/meteo/changementsclimatiques/plan-climatique/carboneutralite-2050/defi/guide-technique.html>

Gouvernement du Canada (2023) 'Énoncé économique de l'automne 2023'. Disponible à l'adresse : <https://www.budget.canada.ca/fes-eea/2023/home-accueil-fr.html>

Gouvernement du Canada (2024a) 'Budget 2024 - Une chance équitable pour chaque génération'. Disponible à l'adresse : <https://budget.canada.ca/2024/home-accueil-fr.html>

Gouvernement du Canada (2024b) 'Le gouvernement du Canada émet une deuxième série d'obligations vertes'. Disponible à l'adresse : <https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/nouvelles/2024/02/le-gouvernement-du-canada-e-met-une-deuxieme-serie-dobligations-vertes.html>

Gouvernement du Canada (2024c) 'Régime de crédits compensatoires pour les gaz à effet de serre du Canada : Protocoles'. Disponible à l'adresse : <https://www.canada.ca/fr/environnement-changement-climatique/services/changements-climatiques/fonctionnement-tarification-pollution/systeme-tarification-fonde-rendement/systeme-federal-credits-compensatoires-gaz-effet-serre/protocoles.html>

Grandjean, P. (2023) 'ESG ratings must disaggregate ESG parameters to repair sustainable investors' trust', *Finance Watch*. Disponible à l'adresse : <https://www.finance-watch.org/blog/esg-ratings-must-disaggregate-esg-parameters-to-repair-sustainable-investors-trust/>



Greenpeace Canada (2018) 'Alberta Securities Commission reviewing Greenpeace complaint of inadequate disclosure of climate risk by Kinder Morgan'. Disponible à l'adresse : <https://www.greenpeace.org/canada/en/press-release/285/press-release-alberta-securities-commission-reviewing-greenpeace-complaint-of-inadequate-disclosure-of-climate-risk-by-kinder-morgan/>

Greenpeace Canada (2021) 'A precautionary approach to climate risk in financial policy and supervision'. Disponible à l'adresse : <https://www.greenpeace.org/static/planet4-canada-stateless/2021/07/66675875-gpca-submission-to-osfi-april-2021.pdf>

Greenpeace Canada (2023) 'Complaint concerning potentially incomplete climate risk disclosures by Suncor Energy Incorporated'. Disponible à l'adresse suivante : <https://www.greenpeace.org/static/planet4-canada-stateless/2023/10/5f0f702e-greenpeace-canada-2023-alberta-securities-commission-complaint-re-suncor-climate-disclosures.pdf>.

Greenpeace Canada (2023) 'Désengagement climatique : que faire face à la « démission silencieuse » des banques canadiennes?'. Disponible à l'adresse : https://www.greenpeace.org/static/planet4-canada-stateless/2023/06/d9db2f5d-gp_banquesd-emissionsilencieuse_2023_fr.pdf

Grewal, J., Richardson, G.D. et Wang, J. (2022) 'The Effect of Mandatory Carbon Reporting on Greenwashing', *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.2139/ssrn.4166184>

Groupe d'experts en adaptation du Québec (2024) 'Agir dès aujourd'hui pour que le Québec s'adapte à la réalité des changements climatiques qui s'accroissent - Recommandations du Groupe d'experts en adaptation aux changements climatiques (GEA)', *Ouranos*. Disponible à l'adresse suivante : https://www.ouranos.ca/sites/default/files/2024-05/Rapport_Groupe_experts_adaptation_changements_climatiques_GEA.pdf

Groupe Financier BMO (2021) 'Six des plus grandes banques canadiennes se joignent à l'Alliance bancaire Net Zéro convoquée par les Nations Unies', *Cision*. Disponible à l'adresse : <https://aproposde.bmo.com/six-des-plus-grandes-banques-canadiennes-se-joignent-a-lalliance-bancaire-net-zero-convoquee-par-les-nations-unies/>

Hallez, E. (2023) 'GOP attorneys general set anti-ESG sights on proxy advisors', *PA Future*. Disponible à l'adresse : <https://future.portfolio-adviser.com/gop-attorneys-general-set-anti-esg-sights-on-proxy-advisors/>

Heeb, F. *et al.* (2023) 'Sustainable Investing and Political Behavior', *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.2139/ssrn.4484166>

HM Treasury (2023) 'Future regulatory regime for Environmental, Social, and Governance (ESG) ratings providers : Consultation'. Disponible à l'adresse : https://assets.publishing.service.gov.uk/media/642556f460a35e00120cb180/ESG_Ratings_Consultation



ation_.pdf

Hu, C. C. (2024) 'The EU Green Bond Standard : Evolution but not a Revolution', *Oxford Business Law Blog*. Disponible à l'adresse : <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2024/03/eu-green-bond-standard-evolution-not-revolution>

Inclusive Development International (2024) 'ESG investing giants under scrutiny for fueling rights abuses in Myanmar'. Disponible à l'adresse : <https://www.inclusivedevelopment.net/esg/esg-investing-giants-under-scrutiny-for-fueling-rights-abuses-in-myanmar/>

InfluenceMap (2021) 'Climate Funds : Are They Paris Aligned?'. Disponible sur : <https://influencemap.org/report/Climate-Funds-Are-They-Paris-Aligned-3eb83347267949847084306dae01c7b0>

InfluenceMap (2024) 'Canada's Big Five Banks : Heading to Net Zero ?' (Les cinq grandes banques du Canada : vers le net zéro ?). Disponible à l'adresse : <https://influencemap.org/report/Canada-s-Big-Five-Banks-26501>

ING (sans date) 'Les principes de l'Équateur'. Disponible à l'adresse suivante : <https://www.ing.com/Sustainability/Partnerships-and-collective-action/Equator-Principles.htm>

Initiative canadienne de droit climatique (2024) 'Renforcer la résilience climatique dans le secteur des services financiers : Un résumé de notre conversation avec l'Autorité des Marchés financiers au sujet de sa ligne directrice'. Disponible à l'adresse suivante : <https://ccli.ubc.ca/fr/un-resume-de-notre-conversation-avec-lautorite-des-marches-financiers-au-sujet-de-sa-ligne-directrice/>

Institut canadien des valeurs mobilières (2024) 'Cours sur les valeurs mobilières au Canada'. Disponible à l'adresse : <https://www.csi.ca/fr/learning/courses/csc/curriculum>

Institut de planification financière (2023) 'Le rôle des Pl. Fin'. Disponible à l'adresse : <https://institutpf.org/la-planification-financiere-cest-quoi/le-role-des-planificateurs-financiers>.

Institut des fonds d'investissement du Canada (2023) 'Rapport sur les fonds d'investissement'. Disponible à l'adresse : https://www.ific.ca/wp-content/themes/ific-new/util/downloads_new.php?id=28966&lang=fr_CA

Tréfois, F. (2024) 'CSDDD ou CS3D : la due diligence au cœur de la nouvelle réglementation européenne', *Traace*. Disponible à l'adresse : <https://www.traace.co/post/csddd-due-diligence#quel-est-le-calendrier-d%E2%80%99application-de-la-csddd->.

Institute For Monetary And Financial Research, H.K. (2023) 'The Shade of Green : Greenwashing in The Corporate Green Bond Markets', *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.2139/ssrn.4342360>

International Capital Market Association (2021) 'Principes applicables aux obligations vertes - Lignes directrices d'application volontaire pour l'émission d'Obligations Vertes'. Disponible à



l'adresse :
https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Translations/French-GBP-2021_06-230222.pdf

International Capital Market Association (2023a) 'Code of Conduct for ESG Ratings and Data Products Providers' (Code de conduite pour les fournisseurs de produits de notation et de données ESG). Disponible à l'adresse :
<https://www.icmagroup.org/assets/DRWG-Code-of-Conduct-for-ESG-Ratings-and-Data-Products-Providers-v3.pdf>

International Capital Market Association (2023b) 'Principes applicables aux obligations sociales - Lignes directrices d'application volontaire pour l'émission d'Obligations Sociales'. Disponible à l'adresse :
https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Translations/French-SBP-2021_06.pdf?vid=2

International Capital Market Association (2023c) 'Guidance Handbook'. Disponible à l'adresse :
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/The-Principles-Guidance-Handbook-November-2023-291123.pdf>

International Capital Market Association (2024) 'Sustainability-Linked Bond Principles'. Disponible à l'adresse suivante :
<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-OLDp/>

International Sustainability Standards Board (2023) 'IFRS S2 - Climate-related disclosures'. Disponible à l'adresse suivante :
<https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/#standard>

Investment Advisers and Investment Companies'. Disponible à l'adresse :
<https://www.sec.gov/files/ia-6034-fact-sheet.pdf>

Investors for Paris Compliance (2022) 'Why We Filed a Shareholder Resolution with RBC on Greenwashing and Sustainable Finance'. Disponible à l'adresse suivante :
<https://www.investorsforparis.com/why-we-filed-a-shareholder-resolution-with-rbc-on-greenwashing-and-sustainable-finance/>

Investors for Paris Compliance (2023) 'Banks 2023 Net Zero Report Card'. Disponible à l'adresse :
<https://www.investorsforparis.com/banks-2023-net-zero-report-card/>

Investors for Paris Compliance (2024a) 'A Complaint to the Ontario Securities Commission and the Autorité des Marchés Financiers of Québec'. Disponible à l'adresse :
<https://www.investorsforparis.com/wp-content/uploads/2024/01/14PC-CVMO-AMF-EN-1.pdf>

Investors for Paris Compliance (2024b) '2023 Canadian Climate Voting Record'. Disponible à l'adresse :
<https://www.investorsforparis.com/wp-content/uploads/2024/02/2023-Canadian-Climate-Voting>



-Report-English.pdf

J.P. Morgan Asset Management (2022). Why 2022 is a key year for sustainability-related disclosures' (Pourquoi 2022 est une année clé pour les informations relatives au développement durable).

Disponible à l'adresse suivante :
<https://jpmam.ft.com/why-2022-is-a-key-year-for-sustainability-related-disclosures>

Jeffery J., MacDougall A. et Valley, J. (2019) 'Le Canada est le premier territoire de compétence à exiger la divulgation de la diversité au-delà du genre', *Osler*. Disponible à l'adresse :
<https://www.osler.com/fr/articles/mises-%C3%A0-jour/le-canada-est-le-premier-territoire-de-compete-a-exiger-la-divulgation-de-la-diversite-au-dela-du/>

Johnson (2023) 'Companies with good ESG scores pollute as much as low-rated rivals', *Financial Times*. Disponible à l'adresse :
<https://www.ft.com/content/b9582d62-cc6f-4b76-b0f9-5b37cf15dce4>

Jones (2024) 'Frustrated with inaction, panel tasked with bolstering sustainable finance markets end its work', *Globe and Mail*. Disponible à l'adresse :
<https://www.theglobeandmail.com/business/article-frustrated-with-inaction-panel-tasked-with-bolstering-sustainable/>

Jones et Radwanski (2023) 'Canada's green taxonomy playbook stuck in limbo, industry group says', *The Globe and Mail*. Disponible à l'adresse :
<https://www.theglobeandmail.com/business/article-canadas-green-taxonomy-playbook-stuck-in-limbo-industry-group-says/>

Kaplan, S. (2023) 'Laser-focused on bridging the climate finance gap at COP28', *World Bank Blogs*. Disponible à l'adresse :
<https://blogs.worldbank.org/ppps/laser-focused-bridging-climate-finance-gap-cop28>

Keidan, M. (2024) 'Canada green bond issuance seen recovering in 2024 after slump', *Reuters*. Available at:
<https://www.reuters.com/markets/canada-green-bond-issuance-seen-recovering-2024-after-slump-2024-02-21/#:~:text=Canadian%20companies%20raised%20%245.7%20billion,2020%2C%20acording%20to%20LSEG%20data>

Kim, S. et Yoon, A. (2020) 'Analyzing Active Managers' Commitment to ESG : Evidence from United Nations Principles for Responsible Investment', *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Disponible à l'adresse :
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3555984>

Kishan, S. (2020) 'What's \$35 trillion got to do with it ?', *Ethical Markets*. Disponible à l'adresse :
<https://www.ethicalmarkets.com/whats-35-trillion-got-to-do-with-it/>

Kölbel, J. et Lambillon, A.-P. (2023) 'Who Pays for Sustainability ? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds', *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Disponible à l'adresse :
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4007629>



KPMG (2021), 'Closing the disconnect in ESG data'. Disponible à l'adresse : <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/10/closing-the-disconnect-in-esg-data.pdf>

KPMG (2023a) 'Get ready for the next wave of ESG reporting'. Disponible à l'adresse : <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2023/01/csrd-thought-leadership.pdf>

KPMG (2023b) 'Get ready for European Sustainability Reporting Standards'. Disponible à l'adresse : <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/07/talkbook-get-ready-for-esrs.pdf>

KPMG (2024) 'Comparing sustainability reporting requirements'. Disponible à l'adresse : <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/06/comparing-sustainability-reporting-proposals-talkbook.pdf>

Kravitz, N. et Roy, S. (2010) 'Fascicule 2 - Appel public à l'épargne : régime du prospectus', *JurisClasseur Québec - Valeurs mobilières*, Montréal : LexiAPexis Canada

Label ISR (2024) 'Référentiel du label'. Disponible à l'adresse : <https://www.lelabelisr.fr/wp-content/uploads/Referentiel-Label-ISR-mars24.pdf>

Langton, J. (2022) 'European regulators integrate ESG into CSC', *Investment Executive*. Disponible à l'adresse : <https://www.investmentexecutive.com/tag/esg/page/26/>

Larcker, D.F. et Tayan, B. (2024) 'Seven Questions about Proxy Advisors', *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4808820

Leader Arena (2020) 'ESG market growth accelerates in 2020, led by greater ESG integration among US investors'. Disponible à l'adresse : <https://www.leadersarena.global/single-post/esg-market-growth-accelerates-in-2020-led-by-greater-esg-integration-among-us-investors>

Lee, F. (2023) 'Which Test is Best? Materiality in ESG Related Misrepresentation Claims', *The Canadian Bar Association*. Disponible à l'adresse : <https://www.cba.org/Sections/Business-Law/Resources/Resources/2023/BusinessEssayWinner2023?lang=en-ca>

Loan Market Association, Asia Pacific Loan Market Association et Loan Syndicated and Trading Association (2023) 'Green Loan Principles'. Disponible à l'adresse : <https://www.lsta.org/content/green-loan-principles/>

Loan Market Association, Asia Pacific Loan Market Association et Loan Syndicated and Trading Association (2019) 'Sustainability Linked Loan Principles'. Disponible à l'adresse : file:///Users/mayamokaddem/Downloads/Sustainability-Linked-Loan-Principles-2023_V07.pdf

Maison Blanche (2024) 'FACT SHEET : Biden-Harris administration announces new principles for High-Integrity Voluntary Carbon Markets' (Fiche d'information : l'administration Biden-Harris annonce de nouveaux principes pour les marchés volontaires du carbone à haute intégrité). Disponible à l'adresse : <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2024/05/28/fact-sheet-biden-h>



arris-administration-announces-new-principles-for-high-integrity-voluntary-carbon-markets/

Malaver-Vojvodic, B. (2020) 'Credit Rating Agencies in Canada : Industry Issues and How to Regulate Them', *SSRN Electronic Journal* [Preprint]. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.2139/ssrn.3757290>

Malhotra, N., Monin, B. et Tomz, M. (2019) 'Does Private Regulation Preempt Public Regulation?', *American Political Science Review*, 113(1), pp. 19-37. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1017/S0003055418000679>

Marché des capitaux BMO (2021) 'BMO aide Boralex à aller au-delà des énergies renouvelables en transformant sa facilité de crédit en un prêt lié au développement durable '. Disponible à l'adresse : <https://marchesdescapitaux.bmo.com/fr/nouvelles-et-conseils/communiqués/finance-durable/bmo-aide-boralex-aller-au-dela-des-energies-renouvelables-en-transformant-sa-facilite-de-credit-en-un-pret-lie-au-developpement-durable/>

Mathew, J. (2020) 'Sustainability-Linked Bonds and the Sustainability-Linked Bond Principles', *DLA Piper*. Disponible à l'adresse : <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2020/10/finance-and-markets-global-insight-issue-19-2020/sustainability-linked-bonds-and-the-sustainability-linked-bond-principles>

Mauffette-Whyte, E. (2022) 'L'avenir du marché des obligations vertes : pour ou contre une réglementation en son sein ?' Disponible à l'adresse : <https://www.cba.org/Sections/Business-Law/Resources/Resources/2022/EssayWinner2022FreBusiness>

McCarthy, S. (2022) 'Advocates urge regulation of banks' climate commitments to avoid greenwashing', *Corporate Knights*. Disponible à l'adresse : <https://www.corporateknights.com/responsible-investing/advocates-urge-regulation-of-banks-climate-commitments-to-avoid-greenwashing/>

McCarthy Tétrault (2024) 'Greener on the Other Side : Environmental Amendments to the Competition Act'. Disponible à l'adresse : <https://www.mccarthy.ca/en/insights/articles/greener-other-side-environmental-amendments-competition-act>

Mighty Earth (2023) 'Mighty Earth dépose une plainte auprès de la US Securities and Exchange Commission contre les ' obligations vertes ' de JBS '. Disponible sur : <https://mightyearth.org/article/mighty-earth-has-filed-a-whistleblower-complaint-to-the-securities-and-exchange-commission-against-the-worlds-largest-meat-processor-jbs-we-are-calling-for-the-sec-the-usas-primary-financial-re/>

Millani (2024) 'Semi-Annual ESG Sentiment Study of Canadian Institutional Investors'. Disponible à l'adresse : https://www.millani.ca/_files/ugd/66e92b_f15bc0c6b93b4b81bcc84af26194f6a3.pdf

Milligan, D. (2022) 'The Rise of Sustainability-Linked Loans', *Norton Rose Fulbright*. Disponible à l'adresse : <https://www.nortonrosefulbright.com/en-ca/knowledge/publications/3ff84c08/the-rise-of-sustain>



ability-linked-loans#section4

Montgomery, A.W., Lyon, T.P. et Barg, J. (2023) 'No End in Sight ? A Greenwash Review and Research Agenda', *Organization & Environment*, p. 108602662311689. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1177/10860266231168905>

Moore, B. (2023) *Code civil du Québec : Annotations - Commentaires*. 8th ed. Montréal : Yvon Blais

Morningstar (2022) 'Morningstar Simplifies ESG Investing with New Investable World'. Disponible à l'adresse:

<https://newsroom.morningstar.com/newsroom/news-archive/press-release-details/2022/Morningstar-Simplifies-ESG-Investing-with-New-Investable-World/default.aspx>

Morningstar (2024) 'ESMA Guidelines Could Force 1,600-Plus ESG Funds to Rename or Divest'.

Disponible à l'adresse :

<https://www.morningstar.com/business/insights/blog/esg/eu-guidelines-esg-fund-names>.

MSCI (2024) 'Indice MSCI World ESG Leaders'. Disponible à l'adresse :

<https://www.msci.com/documents/10199/db88cb95-3bf3-424c-b776-bfdcca67d460>

Mouvement Desjardins (2021) 'Le Mouvement Desjardins annonce sa première émission d'obligations durables d'un montant de 500 millions de dollars sur le marché canadien', *Cision*.

Disponible à l'adresse :

<https://www.newswire.ca/fr/news-releases/le-mouvement-desjardins-annonce-sa-premiere-emission-d-obligations-durables-d-un-montant-de-500-millions-de-dollars-sur-le-marche-canadien-836012462.html>

Nemes, N. *et al.* (2022) 'An Integrated Framework to Assess Greenwashing', *Sustainability*, 14(8), p.

4431. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.3390/su14084431>

Net Zero Banking Alliance (sans date) 'Principles for Responsible Banking'. Disponible à l'adresse suivante :

<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2023/03/10-NZBA-PRB-Commitment-statement-D3.pdf>

OCDE (2021) 'Scaling up green, social, sustainability and sustainability-linked bond issuances in developing countries'. Disponible à l'adresse suivante :

[https://one.oecd.org/document/DCD\(2021\)20/En/pdf](https://one.oecd.org/document/DCD(2021)20/En/pdf)

Organisation internationale des commissions de valeurs (2021) 'Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers - Final Report'. Disponible à l'adresse suivante

<https://www.iCVMOo.org/library/pubdocs/pdf/ICVMOOPD690.pdf>

Organisation internationale des commissions de valeurs (2023) 'Voluntary Carbon Markets Consultation Report'. Disponible à l'adresse suivante

<https://www.iCVMOo.org/library/pubdocs/pdf/ICVMOOPD749.pdf>

Organisme canadien de réglementation des investissements (2021) 'La connaissance du client et l'évaluation de la convenance pour la clientèle de détail'. Disponible à l'adresse :

<https://www.ocri.ca/salle-de-presse/publications/la-connaissance-du-client-et-levaluation-de-l>



a-convenance-pour-la-clientele-de-detail

Organisme canadien de réglementation des investissements (2023) 'L'OCRI obtient une délégation de pouvoirs à l'égard des courtiers en épargne collective au Québec'. Disponible à l'adresse : <https://www.ocri.ca/salle-de-presse/publications/locri-obtient-une-delegation-de-pouvoirs-lega-rd-des-courtiers-en-epargne-collective-au-quebec>

Organisme canadien de réglementation des investissements (2024a) 'Priorités de l'OCRI pour l'exercice 2025'. Disponible à l'adresse : <https://www.ocri.ca/salle-de-presse/publications/priorites-de-locri-pour-lexercice-2025>

Organisme canadien de réglementation des investissements (2024b) 'Plan stratégique de l'OCRI'. Disponible à l'adresse : <https://www.ocri.ca/media/7981/download?inline>

Paul Weiss (2021), 'ESG Ratings and Data : How to Make Sense of Disagreement'. Disponible à l'adresse : https://www.paulweiss.com/insights/esg-thought-leadership/publications/esg-ratings-and-data-how-to-make-sense-of-disagreement?id=39303#_ednref16

Peirce, H.M. (2019) 'Scarlet Letters: Remarks before the American Enterprise Institute', *U.S. Securities and Exchange Commission*. Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/news/speech/speech-peirce-061819>

Plantinga, A. et Scholtens, B. (2024) 'The finance perspective on fossil fuel divestment', *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 66, p. 101394. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1016/j.cosust.2023.101394>

Poulin-Goyer, G. (2024) 'ESG : vers de nouvelles obligations de formation pour les conseillers ?', *Finance et investissement*. Disponible à l'adresse : <https://www.finance-investissement.com/edition-papier/perspectives-esg/esg-vers-de-nouvelles-obligations-de-formation-pour-les-conseillers-2/>

Practical Law Canada Corporate & Securities (2024) 'Debt Securities in Canada : Overview', *Thomson Reuters*. Disponible à l'adresse : [https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/w-003-9747?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/w-003-9747?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)

Principes pour l'investissement responsable (sans date) 'About the PRI'. Disponible à l'adresse : <https://www.unpri.org/download?ac=10965>

PwC Australia (2021), 'Government consults about whether to regulate proxy advisers'. Disponible à l'adresse : <https://www.pwc.com.au/legal/publications/govt-consults-about-whether-to-regulate-proxy-advisers.html>

Programme des Nations unies pour l'environnement (2023) 'Cadre mondial de la biodiversité de Kunming à Montréal'. Disponible à l'adresse : <https://www.unep.org/fr/resources/cadre-mondial-de-la-biodiversite-de-kunming-montreal#:~:text=Gr%C3%A2ce%20aux%20cibles%20C3%A9tablies,et%20la%20r%C3%A9duction%20des%2>



Osubventions

RBC Global Asset Management (2021) 'Are All Green Bonds Actually Green ?' (Toutes les obligations vertes sont-elles réellement vertes ?). Disponible à l'adresse : https://institutional.rbcgam.com/en/us/documents/en/common/article/Are_All_Green_Bonds_Green.pdf?language_id=1

Reuters (2024) 'Britain says it will regulate ESG ratings later in 2024'. Disponible à l'adresse : <https://www.reuters.com/world/RU/britains-finance-ministry-regulate-esg-ratings-2024-03-06/>

Rioux, W.G., 2017. 'Analyse des récentes décisions relatives à l'action collective à la lumière des objectifs des recours de la Loi sur les valeurs mobilières : Analyse et critique', *Université de Montréal, Faculté de droit*. Disponible à l'adresse : https://papyrus.bib.umontreal.ca/xmlui/bitstream/handle/1866/20388/Rioux_William_Gabriel_2017_Memoire.pdf?sequence=2&isAllowed=y

Roberts, E., Byeff, S., Cheng, L., Zilberberg, D., Comstock, M. et Sullivan, T. (2023) 'Major California climate-related disclosure bills poised to become law', *DavisPolk*. Disponible à l'adresse : <https://www.davispolk.com/insights/client-update/major-california-climate-related-disclosure-bills-poised-become-law>

Robertson, J.L., Montgomery, A.W. et Ozbilir, T. (2023) 'Employees' response to corporate greenwashing', *Business Strategy and the Environment*, 32(7), pp. 4015-4027. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1002/bse.3351>

Rousseau, S. (2010) 'Fascicule 13 - Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire', *JurisClasseur Québec - Valeurs mobilières*, Montréal : LexiAPexis Canada

Roy, M. et Bergeron, M.-E. (2024) 'Enquête sur l'investissement reponsable', *Protégez-Vous*. Disponible à l'adresse : <https://www.protegez-vous.ca/argent/fonds-esg>

Sadikman, J., Duncanson, S., Saric, D., Brinker, C., Pacholok, S. et Miller, L. (2022) 'The Evolution of Canada's Carbon Markets and Their Role in Energy Transition', *Alberta Law Review*, 60(2), pp.329. Disponible à l'adresse : <https://canlii.ca/t/7n0qb>

Sarra, J. (2024) 'Canada's securities regulators must finalize climate-disclosure rules without delay', *The Globe and Mail*. Disponible à l'adresse : <https://www.theglobeandmail.com/business/commentary/article-canadas-securities-regulators-must-finalize-climate-disclosure-rules/>

Sarra, J., Irish, M. et Copithorne, J. (2022) 'Summary of Submissions to Canadian Securities Administrators on Proposed National Instrument 51-107 Disclosure of Climate-related Matters', *Canadian Climate Law Initiative*. Disponible à l'adresse : <https://ccli.ubc.ca/wp-content/uploads/2022/03/CCLI-Summary-of-submissions-to-CSA.pdf>.



Segal, M. (2024) 'SEC Defends its Climate Disclosure Rule in Court', *ESG Today*. Available at: <https://www.esgtoday.com/sec-defends-its-climate-disclosure-rule-in-court/>

Setzer, J. et Higham, C. (2023) 'Global trends in climate change litigation : 2023 APapshot', *Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment et Centre for Climate Change Economics and Policy*. Disponible à l'adresse : https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2023/06/Global_trends_in_climate_change_litigation_2023_APapshot.pdf

Sibarium, A. (2023) 'How Tobacco Companies Are Crushing ESG Ratings', *The Washington Free Beacon*. Disponible à l'adresse : <https://freebeacon.com/latest-news/how-tobacco-companies-are-crushing-esg-ratings/>

Simmons & Simmons LLP (2018) 'Shareholder Rights Directive II: Overview'. Disponible à l'adresse : <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/ck0agijsc6pvf0b94rrhkh3w/260418-shareholder-rights-directive-ii-overview>

Simpson, C., Rathi, A., et Kishan, S. (2021) 'The ESG Mirage'. Disponible à l'adresse : <https://www.bloomberg.com/graphics/2021-what-is-esg-investing-msci-ratings-focus-on-corporate-bottom-line/>

Stewart, L. (2023) '2023 proxy voting season : Volume of climate resolutions stays high', *Morningstar*. Disponible à l'adresse : <https://www.morningstar.ca/ca/news/237021/2023-proxy-voting-season-volume-of-climate-resolutions-stays-high.aspx>

Stikeman Elliott (2012a) 'Responsabilité civile du marché secondaire au Canada'. Disponible à l'adresse : <https://www.stikeman.com/fr-ca/savoir/guides/Responsabilite-civile-du-marche-secondaire-au-Canada>

Stikeman Elliott (2021) 'Les ACVM adoptent des règles pour réglementer les indices de référence financiers et les administrateurs'. Disponible à l'adresse : <https://www.stikeman.com/fr-ca/savoir/droit-canadien-valeurs-mobilieres/les-acvm-adoptent-des-regles-pour-reglementer-les-indices-de-reference-financiers-et-les-administrateurs>

Struthers, J., Carroll, N., Badour, A., Rezaei, S. et Anty, J.-J. (2024). L'organisme de réglementation prudentielle du Québec publie une ligne directrice sur la gestion des risques climatiques. Disponible à l'adresse : <https://www.mccarthy.ca/en/insights/articles/quebecs-prudential-regulator-releases-climate-risk-management-guideline>

Sustainalytics (2023a) 'ESG Risk Ratings - A consistent approach to assess material ESG risk'. Disponible à l'adresse : <https://bit.ly/3UZbLcN>

Sustainalytics (2023b) 'ESG Risk Ratings Methodology'. Disponible à l'adresse : https://connect.sustainalytics.com/esg-risk-ratings-methodology?_gl=1*7b73yh*_ga*ODk0MzIIMjMIljE3MDczMDI4ODk.*_ga_C8VBPP9KWH*MTcxMjI4MzIIMi43LjEuMTcxMjI4MzQ3OS43LjAuMA



Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2021). 'Guidance on Metrics, Targets and Transition Plans'. Disponible à l'adresse suivante : https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/07/2021-Metrics_Targets_Guidance-1.pdf

Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (2023) 'Commencer à adopter les recommandations de la TNFD'. Disponible à l'adresse : https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/09/Commencer-a-adopter-les-recommandations-de-la-TNFD_Septembre-2023.pdf

TELUS (2021) 'TELUS annonce la clôture de sa première émission d'obligations liées au développement durable'. Disponible à l'adresse: <https://www.telus.com/fr/about/news-and-events/media-releases/telus-closes-its-inaugural-sustainability-linked-bond-offering>

Temple-West, P., et Cumbo, J. (2024) 'ESG indices under fire over Myanmar', *Financial Times*. Available at: <https://www.ft.com/content/fd7c1fdc-e363-4f86-af7a-b0564540c537>

U.S. Federal Trade Commission (2012) 'Guides for the Use of Environmental Marketing Claims'. Disponible à l'adresse : <https://www.ftc.gov/sites/default/files/attachments/press-releases/ftc-issues-revised-green-guides/greenguides.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission (2021) 'The Division of Examinations' Review of ESG Investing'. Disponible à l'adresse : https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf?utm_medium=email&utm_source=govdelivery

U.S. Securities and Exchange Commission (2022a) 'SEC Charges BNY Mellon Investment Adviser for Misstatements and Omissions Concerning ESG Considerations'. Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-86>

U.S. Securities and Exchange Commission (2022b) 'SEC Charges Goldman Sachs Asset Management for Failing to Follow its Policies and Procedures Involving ESG Investments'. Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-209>

U.S. Securities and Exchange Commission (2022c) 'SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors' (La SEC propose des règles pour améliorer et standardiser les informations relatives au climat pour les investisseurs). Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>

U.S. Securities and Exchange Commission (2023a) 'Deutsche Bank Subsidiary DWS to Pay \$25 Million for Anti-Money Laundering Violations and Misstatements Regarding ESG Investments'. Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-194>

U.S. Securities and Exchange Commission (2023b) 'SEC Adopts Rule Enhancements to Prevent Misleading or Deceptive Investment Fund Names'. Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-188>



U.S. Securities and Exchange Commission (2024a) 'Fact Sheet - The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures : Final Rules'. Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/files/33-11275-fact-sheet.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission (2024b) 'Order Issuing Stay - In the Matter of the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors'. Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/files/rules/other/2024/33-11280.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission (sans date a) 'Fact Sheet - ESG Disclosures for

U.S. Securities and Exchange Commission (sans date b) 'Fact Sheet - Proxy Voting Advice'. Disponible à l'adresse : <https://www.sec.gov/files/34-95266-fact-sheet.pdf>

Uchida, T. (2007) 'Information Disclosure Policies : When Do They Bring Environmental Improvements ?', *International Advances in Economic Research*, 13(1), pp. 47-64. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1007/s11294-006-9062-y>

Ul Haq, I. et Doumbia, D. (2022) 'Structural loopholes in Sustainability-Linked bonds', *International Finance Corporation*. Available at: working-paper. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099237410062223046/pdf/IDU0e099a50307f86045a80b33201d0b7057cedf.pdf>

Usher, E. (2021) 'Eric Usher explains the false dichotomy in choosing between industry or government action on sustainability', *United Nations Environment Program Finance Initiative*. Disponible à l'adresse suivante : <https://www.unepfi.org/themes/climate-change/blog-eric-usher-explains-the-false-dichotomy-in-choosing-between-industry-or-government-action-on-sustainability/>

Vamburkar, M. (2017) 'Alberta regulator to review Greenpeace's Kinder Morgan IPO challenge', *The Globe and Mail*. Disponible à l'adresse : <https://www.theglobeandmail.com/news/british-columbia/alberta-regulator-to-review-greenpeace-kinder-morgan-ipo-challenge/article35055396/>

Verney, P. (2022) 'European investors get behind tax transparency proposals at US energy giants', *Responsible Investor*. Disponible à l'adresse : <https://www.responsible-investor.com/european-investors-get-behind-tax-transparency-propos-als-at-us-energy-giants/>

Weber, O. (2023) 'The Future of Sustainable Finance in Canada', *TheFutureEconomy.ca*. Disponible à l'adresse : <https://thefutureeconomy.ca/op-eds/sustainable-finance-olaf-weber-university-waterloo/>.

Werfel, S.H. (2017) 'Household behaviour crowds out support for climate change policy when sufficient progress is perceived', *Nature Climate Change*, 7(7), pp. 512-515. Disponible à l'adresse : <https://doi.org/10.1038/nclimate3316>

Wigley, C. (2023) 'On the origin of green bonds', *Environmental Finance*. Disponible à l'adresse : <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/on-the-origin-of-green-bonds.html>.



Wilkes, T. et Bahceli, Y. (2021) 'Insight : How companies can lower the bar in sustainability bond binge,' *Reuters*. Disponible à l'adresse : <https://www.reuters.com/markets/europe/how-companies-can-lower-bar-sustainability-bond-binge-2021-12-15/>

Wolfe, B. (2022) 'A look at the latest legal issues around ESG investing', *Benefits Canada*. Disponible à l'adresse : https://www.benefitscanada.com/archives_/benefits-canada-archive/a-look-at-the-latest-legal-issues-around-esg-investing/

Woodside, J. (2021), 'Canadian banks are loaning Enbridge over \$1B with questionable sustainability requirements', *Toronto Star*. Disponible à l'adresse : https://www.thestar.com/news/canada/canadian-banks-are-loaning-enbridge-over-1b-with-questionable-sustainability-requirements/article_bee163d4-6204-5952-b1c4-698a6610bfe4.html

