

## Avis des ACVM

*Règlement modifiant le Règlement 45-102 sur la revente de titres*

**Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 45-102 sur la revente de titres**

*Règlement modifiant le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*

**Modification de l'Instruction générale 11-206 relative au traitement des demandes de révocation de l'état d'émetteur assujetti**

**Le 29 mars 2018**

### **Introduction**

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») mettent en œuvre le *Règlement modifiant le Règlement 45-102 sur la revente de titres* (le « Règlement 45-102 ») et la modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 45-102 sur la revente de titres* (l'« Instruction générale 45-102 ») (collectivement, les « modifications »).

Nous mettons aussi en œuvre les modifications corrélatives au *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le « Règlement 31-103 ») ainsi qu'à l'*Instruction générale 11-206 relative au traitement des demandes de révocation de l'état d'émetteur assujetti* (l'« Instruction générale 11-206 »).

Le personnel de l'Alberta Securities Commission n'a pas encore sollicité l'approbation des modifications ou des modifications corrélatives, mais compte le faire en avril 2018.

Sous réserve de l'approbation des autorités de réglementation et des ministres compétents, les modifications entreront en vigueur le 12 juin 2018.

Le texte des modifications et des modifications corrélatives est publié avec le présent avis et peut être consulté sur les sites Web des membres des ACVM, notamment :

[www.bsc.bc.ca](http://www.bsc.bc.ca)

[www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)

[www.fcaa.gov.sk.ca](http://www.fcaa.gov.sk.ca)

www.mbsecurities.ca  
www.osc.gov.on.ca  
www.lautorite.qc.ca  
www.fcnb.ca  
nssc.novascotia.ca

## Objet

Les modifications introduisent à l'article 2.15 du Règlement 45-102 (l'« article 2.15 ») une nouvelle dispense de prospectus pour la revente de titres (et de titres sous-jacents) d'un émetteur étranger qui s'applique dans l'ensemble des territoires, sauf l'Alberta et l'Ontario, si les conditions suivantes sont réunies :

- l'émetteur n'est émetteur assujéti dans aucun territoire au Canada;
- la revente est effectuée soit sur une bourse ou un marché à l'extérieur du Canada, soit avec une personne à l'extérieur du Canada.

Un émetteur étranger est un émetteur qui n'est pas constitué en vertu des lois du Canada, à moins qu'il n'existe des circonstances laissant croire qu'il a plus qu'un lien minimal avec le Canada (c'est-à-dire que son siège est situé au Canada ou que la majorité de ses membres de la haute direction ou de ses administrateurs résident ordinairement au Canada).

L'article 2.15 vise à répondre aux commentaires reçus voulant que les plafonds de propriété prévus à l'article 2.14 du Règlement 45-102 (l'« article 2.14 ») puissent être devenus pour certains participants au marché une entrave à la participation aux placements effectués par des émetteurs étrangers sous le régime d'une dispense de prospectus.

Nous avons priorisé les modifications en raison des commentaires obtenus et du nombre de demandes de dispense discrétionnaire reçues relativement à l'article 2.14. Nous continuons d'examiner l'intégralité du régime de revente prévu par le Règlement 45-102 afin d'établir sa pertinence dans le contexte actuel des marchés et d'évaluer l'incidence d'autres approches réglementaires.

En Alberta et en Ontario, la nouvelle dispense prévue à l'article 2.15 et la dispense actuellement prévue à l'article 2.14 figureront dans les textes locaux suivants :

- en Alberta, le *Blanket Order 45-519 Prospectus Exemptions for Resale Outside Canada* de l'Alberta Securities Commission (le « Blanket Order 45-519 de l'ASC »);
- en Ontario, le *Rule 72-503 Distributions Outside Canada* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (le « Rule 72-503 de la CVMO »).

L'Ontario assure ainsi la cohérence globale de son approche en matière d'opérations transfrontalières tant pour les placements initiaux (*primary distributions*) à l'extérieur du Canada que pour les reventes de titres à l'extérieur du Canada. En Alberta, il s'agit d'une étape en vue d'assurer la cohérence globale de l'approche envisagée en matière d'opérations transfrontalières tant pour les placements initiaux à l'extérieur du Canada que pour les reventes de titres à l'extérieur du Canada.

Aux fins du présent avis, à moins que le contexte ne s'y prête pas, les exposés sur les articles 2.14 et 2.15 s'appliquent également aux dispenses analogues en Alberta et en Ontario.

## **Contexte**

L'article 2.14 prévoit une dispense de prospectus pour la revente de titres (et de titres sous-jacents) lorsque l'émetteur n'est émetteur assujéti dans aucun territoire au Canada et que les conditions suivantes sont réunies :

- la revente est effectuée soit sur une bourse ou un marché à l'extérieur du Canada, soit avec une personne à l'extérieur du Canada;
- des résidents du Canada ne détiennent pas plus de 10 % des titres en circulation de l'émetteur et ne représentent pas plus de 10 % du nombre de propriétaires des titres (les « plafonds de propriété »).

L'article 2.14 part du principe qu'il n'est pas nécessaire de restreindre la revente de titres sur un marché à l'extérieur du Canada ou avec une personne à l'extérieur du Canada si l'émetteur a un lien minimal avec le Canada et qu'il est peu probable, voire presque impossible, qu'un marché pour les titres s'y développe. Les plafonds de propriété visent à mesurer si l'émetteur a un lien minimal avec le Canada.

Depuis la prise du Règlement 45-102, un certain nombre de modifications ont été apportées à la réglementation en valeurs mobilières et à l'accessibilité de l'information, et l'accès aux marchés des valeurs mobilières s'est accru à l'échelle mondiale. Les investisseurs canadiens, particulièrement les investisseurs institutionnels, acquièrent de plus en plus de titres d'émetteurs étrangers dans le cadre de placements privés ou sur des bourses étrangères pour participer à la croissance du marché international en investissant dans un portefeuille mondial plus diversifié.

Nous savons que bon nombre d'émetteurs étrangers, quoique n'ayant aucun autre lien avec le Canada, constatent qu'ils ont dépassé les plafonds de propriété, notamment du fait que des Canadiens ont acheté leurs titres sur des marchés étrangers. Les porteurs canadiens des titres de ces émetteurs auraient donc à conserver leurs titres pendant une période indéfinie. En outre, il arrive que des émetteurs étrangers décident de ne pas offrir leurs titres au Canada pour ne pas avoir à établir si les plafonds de propriété seront respectés, ce qui réduit les occasions pour les investisseurs canadiens de participer à des placements privés d'émetteurs étrangers.

Par conséquent, nous trouvons justifié d'offrir une solution de rechange aux plafonds de propriété pour mesurer si l'émetteur a un lien minimal avec le Canada.

L'article 2.15 prévoit cette autre façon de faire. En effet, il dispense le porteur de l'obligation de prospectus pour la revente de titres acquis sous le régime d'une dispense de prospectus si la revente est effectuée soit sur une bourse ou un marché à l'extérieur du Canada, soit avec une personne à l'extérieur du Canada, et si l'émetteur des titres est émetteur étranger. Un émetteur étranger est un émetteur qui n'est pas constitué en vertu des lois du Canada, ou d'un territoire du Canada, sauf s'il remplit l'une des conditions suivantes :

- son siège est situé au Canada;
- la majorité de ses membres de la haute direction ou de ses administrateurs résident ordinairement au Canada.

Le principe sous-tendant l'article 2.15 est conforme à celui derrière l'article 2.14 : prévoir une dispense pour les reventes à l'extérieur du Canada de titres d'un émetteur ayant un lien minimal avec le Canada.

### **Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM**

Nous avons publié les projets de modification pour consultation le 29 juin 2017. Au cours de la période de consultation qui a pris fin le 27 septembre 2017, nous avons reçu les mémoires de huit intervenants. Nous les avons étudiés et remercions les intervenants de leur participation. Leurs noms figurent à l'Annexe A, et un résumé de leurs commentaires, accompagné de nos réponses, à l'Annexe B du présent avis.

### **Résumé des changements**

Après examen des commentaires reçus, nous avons apporté les changements suivants :

#### *1. Article 2.14*

Nous avons conservé l'article 2.14. Il continue d'offrir une dispense limitée aux émetteurs canadiens non assujettis qui ont un lien minimal avec le Canada, en fonction des plafonds de propriété.

Pour éviter toute confusion, nous avons renuméroté le projet d'article 2.14.1 comme article 2.15.

#### *2. Définition d'émetteur étranger*

Nous avons modifié la définition d'émetteur étranger comme suit :

- Nous en avons supprimé l'élément « actif consolidé ». À notre avis, la définition révisée dénote convenablement si un émetteur a un lien minimal avec le Canada.
- Nous avons donné des indications dans l'Instruction générale 45-102 sur ce que l'on entend par « administrateur » et « membre de la haute direction » dans la définition d'émetteur étranger. Plus particulièrement, nous y expliquons leur signification dans le contexte des émetteurs non constitués sous forme de société par actions, y compris de société en commandite, et clarifions le sens de l'expression « résident ordinairement ».

#### *3. Définition de membre de la haute direction*

Nous avons révisé la définition de membre de la haute direction pour supprimer toute mention de personnes physiques exerçant un pouvoir de décision, car il pourrait être difficile pour les porteurs d'établir qui exerce un tel pouvoir. Conformément à notre objectif d'aider les investisseurs à établir plus aisément qui sont les membres de la haute direction, nous avons aussi restreint la définition aux personnes responsables de l'une des principales unités

d'exploitation, divisions ou fonctions, notamment les ventes, les finances ou la production, tel qu'il est énoncé dans le document d'offre ou le dernier document d'information public de l'émetteur.

Les porteurs peuvent établir si un émetteur est émetteur étranger en utilisant l'information qui se trouve dans le document d'offre ou le dernier document d'information public de l'émetteur, à moins d'avoir des raisons de croire que l'information qui s'y trouve est inexacte.

*4. Condition voulant qu'aucun effort inhabituel ne soit fait*

Nous avons retiré cette condition.

Nous sommes d'avis qu'elle n'est pas nécessaire. Le porteur vendeur qui souhaite se prévaloir de la dispense doit remplir ses conditions, dont celle voulant que l'opération visée soit effectuée soit sur une bourse ou un marché à l'extérieur du Canada, soit avec une personne à l'extérieur du Canada. Par conséquent, le porteur vendeur qui exerce des activités en vue de vendre des titres ou de stimuler la demande à leur égard au Canada ne pourrait se prévaloir des dispenses prévues aux articles 2.14 et 2.15.

### **Modifications corrélatives**

Nous mettons en œuvre les modifications corrélatives à l'article 8.16 du Règlement 31-103 et à l'article 14 de l'Instruction générale 11-206 pour inclure un renvoi à l'article 2.14 un renvoi à l'article 2.14 et au nouvel article 2.15, ainsi qu'au Blanket Order 45-519 de l'ASC et aux articles analogues du Rule 72-503 de la CVMO. Nous avons également modifié l'article 14 de l'Instruction générale 11-206 pour supprimer l'obligation de vérifier si les porteurs canadiens ont souscrit des titres.

### **Points d'intérêt local**

Une annexe au présent avis contient des modifications corrélatives à la législation en valeurs mobilières locale ainsi que du texte supplémentaire, au besoin, pour répondre aux points d'intérêt local dans un territoire intéressé. Chaque territoire qui propose des modifications locales publie une annexe.

L'Alberta Securities Commission met en œuvre le Blanket Order 45-519 de l'ASC et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario met en œuvre les modifications au Rule 72-503 de la CVMO ainsi qu'au *Companion Policy 72-503 Distributions Outside Canada* pour introduire des dispenses correspondant à celles prévues aux articles 2.14 et 2.15.

## **Liste des annexes**

Les annexes suivantes sont publiées avec présent avis :

Annexe A – Liste des intervenants

Annexe B – Résumé des commentaires et réponses des ACVM

## **Questions**

Veillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

Rosetta Gagliardi  
Analyste experte, Financement des sociétés  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4365  
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Jennifer McLean  
Analyste, Financement des sociétés  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4387  
jennifer.mclean@lautorite.qc.ca

Leslie Rose  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6654  
lrose@bcsc.bc.ca

Larissa M. Streu  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6888  
lstreu@bcsc.bc.ca

Victoria Steeves  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6791  
vsteeves@bcsc.bc.ca

Tracy Clark  
Senior Legal Counsel  
Alberta Securities Commission  
403 355-4424  
Tracy.Clark@asc.ca

Sonne Udemgba  
Deputy Director, Legal, Securities Division  
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan  
306 787-5879  
Sonne.udemgba@gov.sk.ca

Chris Besko  
Director, General Counsel  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
204 945-2561  
Chris.besko@gov.mb.ca

Jo-Anne Matear  
Manager, Corporate Finance  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416 593-2323  
jmatear@osc.gov.on.ca

Stephanie Tjon  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416 593-3655  
stjon@osc.gov.on.ca

Ella-Jane Loomis  
Conseillère juridique principale, Valeurs mobilières  
Commission des services financiers et des services aux consommateurs  
(Nouveau-Brunswick)  
506 658-2602  
Ella-jane.loomis@fcnb.ca

Heidi G. Schedler  
Senior Enforcement Counsel, Enforcement  
Nova Scotia Securities Commission  
902 424-7810  
Heidi.schedler@novascotia.ca

## ANNEXE A

### LISTE DES INTERVENANTS

PIÈCE	INTERVENANT	DATE
1	Caisse de dépôt et placement du Québec	Le 27 septembre 2017
2	Blake, Cassels & Graydon S.E.N.C.R.L./s.r.l.	Le 27 septembre 2017
3	Office d'investissement du RPC, OMERS Administration Corporation, Conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario	Le 27 septembre 2017
4	Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l.	Le 27 septembre 2017
5	Invesco Canada Ltée	Le 27 septembre 2017
6	Association canadienne du commerce des valeurs mobilières	Le 27 septembre 2017
7	Stikeman Elliott S.E.N.C.R.L., s.r.l.	Le 27 septembre 2017
8	Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.	Le 27 septembre 2017



**ANNEXE B**

**Résumé des commentaires et réponses des ACVM**

Le tableau qui suit présente un résumé des commentaires et des réponses des ACVM concernant les modifications proposées à l'article 2.14 du *Règlement 45-102 sur la revente de titres* (le « Règlement 45-102 ») et les modifications proposées à l'*Instruction générale relative au Règlement 45-102 sur la revente de titres* (l'« Instruction générale 45-102 ») (les « modifications proposées »), ainsi que les modifications corrélatives proposées publiées le 29 juin 2017.

**PARTIE I. OBSERVATIONS GÉNÉRALES**

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
1.	<b>Appui général des modifications proposées</b>	<p>Nous avons reçu huit mémoires. Cinq intervenants appuient en général les modifications proposées. Six intervenants appuient la proposition des ACVM visant à supprimer les plafonds de propriété et à simplifier les critères et le processus relatifs aux financements effectués par des émetteurs étrangers.</p> <p>Voici des exemples des commentaires reçus :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les plafonds de propriété ne sont plus appropriés et ne sont pas la meilleure manière d'établir l'existence d'un lien minimal avec le Canada. Ils sont source d'incertitude et de complexité pour les investisseurs canadiens et les obligent à engager des coûts afin de déterminer si ces plafonds sont atteints.</li> <li>• La dispense actuelle est difficile à obtenir parce que ce ne sont pas tous les émetteurs étrangers qui sont disposés à fournir des assurances quant aux plafonds de propriété, ce qui entraîne une perte d'occasions de placement. Les modifications proposées confèrent une plus grande prévisibilité au processus et donnent aux investisseurs</li> </ul>	<p>Nous prenons note de ces commentaires favorables et remercions les intervenants.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
		<p>canadiens la certitude dont ils ont grandement besoin, en plus de réduire les entraves à la participation aux placements effectués par des émetteurs étrangers.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les modifications proposées aideront les gestionnaires de caisses de retraite canadiens à diversifier leurs placements au moyen d'investissements dans des titres étrangers. Elles les aideront également à devenir de plus en plus concurrentiels sur les marchés étrangers, leur permettront de mieux remplir leur mandat et contribueront ainsi au bien-être des retraités canadiens.</li> <li>• Les modifications proposées permettent d'établir un juste équilibre entre la protection des investisseurs canadiens et le soutien de marchés financiers équitables et efficaces.</li> </ul> <p>Un intervenant ne donne des commentaires que sur des aspects particuliers des modifications proposées.</p>	
2.	<p><b>Appui général de l'initiative visant à réformer la dispense existante, mais non de l'approche proposée</b></p> <p><i>Solutions de rechange suggérées</i></p>	<p>Deux intervenants appuient l'initiative visant à réformer la dispense de revente actuelle, mais s'opposent généralement aux modifications proposées et suggèrent des solutions de rechange.</p> <p>L'un de ces intervenants soutient que, bien qu'il comprenne l'objectif des ACVM, l'article 2.14 actuel et l'article 2.14.1 proposé établissent des seuils arbitraires qui ne précisent pas les circonstances dans lesquelles l'obligation de prospectus ne devrait pas s'appliquer à une revente de titres extraterritoriale. Par exemple, l'intervenant suggère plutôt que nous examinions les circonstances où il existe un faible risque que l'opération visée constitue un placement indirect au Canada parce qu'il n'y a pas de marché canadien significatif dans lequel les titres négociés sont susceptibles de retourner (<i>flow back</i>) sans d'abord avoir</p>	<p>Nous remercions les intervenants de leur appui. Nous avons étudié les suggestions formulées par les intervenants. Toutefois, nous sommes d'avis que notre approche est plus conforme au principe sur lequel est fondée la dispense et qu'elle permet d'établir adéquatement si un émetteur a un lien minimal avec le Canada.</p> <p>Nous avons renuméroté le projet d'article 2.14.1 comme article 2.15.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
		<p>abouti à l'extérieur du Canada. Cet intervenant soutient que l'inscription à la cote (dans le cas d'un premier appel public à l'épargne) et/ou le volume des opérations sur un marché organisé permettent d'établir le risque de retour beaucoup plus adéquatement que les plafonds de propriété canadiens ou le concept d'« émetteur étranger » proposé et que tous les investisseurs ont accès à cette information.</p> <p>L'autre intervenant note que la modification proposée applique aux reventes le cadre de réglementation selon lequel un placement à partir d'un territoire constitue un placement dans le territoire. L'intervenant n'est pas d'accord avec cette approche. Selon lui, si les titres de l'émetteur sont inscrits à la cote au Canada, le volume des opérations au Canada et le risque de retour devraient être considérés comme une justification de la réglementation canadienne des opérations étrangères. En revanche, si l'émetteur n'est pas un émetteur assujéti au Canada, la définition proposée d'« émetteur étranger » ne s'appliquerait que s'il ne dépose pas de documents d'information continue dans un « bon » territoire.</p>	

## PARTIE II. COMMENTAIRES PORTANT SUR DES QUESTIONS PRÉCISES

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
1.	<p><b>Définition d'« émetteur étranger »</b></p> <p><i>Appui de la définition telle qu'elle est proposée</i></p>	Trois intervenants sont en général d'accord avec la définition telle qu'elle est proposée. Un intervenant fait valoir que la définition proposée gagne plus en simplicité et en prévisibilité, ce qui a pour effet de rendre le processus plus efficace et de ne pas dissuader les émetteurs d'effectuer ces opérations. Dans certaines	Nous prenons note de ces commentaires favorables et remercions les intervenants.

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
		<p>circonstances, la définition pourrait aussi englober des émetteurs qui n'ont pas de lien significatif avec Canada, mais ces situations ne se produiraient pas souvent et seraient mieux gérées par l'obtention d'une ordonnance de dispense plutôt que par leur prise en compte dans le règlement.</p> <p>Un intervenant convient que les éléments proposés de la définition d'« émetteur étranger » sont adéquats pour établir si l'émetteur a un lien minimal avec le Canada.</p> <p>Un autre intervenant est d'avis que la définition proposée d'« émetteur étranger » va dans le sens du principe énoncé à l'article 2.14 et que, si les éléments sont respectés, cette définition permet de présumer philosophiquement qu'un émetteur ne développera rien d'autre qu'un lien minimal avec le Canada.</p>	
2.	<p><b>Définition d'« émetteur étranger »</b></p> <p><i>Solution de rechange suggérée :</i></p> <p><i>Définitions actuelles d'« émetteur étranger » contenues dans la législation canadienne en valeurs mobilières</i></p>	<p>Un intervenant suggère que, afin d'assurer l'uniformité d'interprétation, les ACVM envisagent de réviser la définition d'« émetteur étranger » pour qu'elle corresponde au libellé utilisé ailleurs dans la législation canadienne en valeurs mobilières, par exemple dans le <i>Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers</i> (le « Règlement 71-102 ») ou la <i>Norme canadienne 71-101 : Régime d'information multinational</i> (la « Norme canadienne 71-101 »), à moins qu'il n'y ait intentionnellement une différence de fond entre ces définitions.</p> <p>Un autre intervenant suggère que, conformément à l'approche adoptée dans le <i>Règlement 71-102</i> et la <i>Norme canadienne 71-101</i> et conformément au critère d'« émetteur privé étranger » (<i>foreign private issuer</i>) prévu par la <i>Securities Act</i> des États-Unis, la définition d'« émetteur étranger » soit fondée sur des liens beaucoup plus significatifs avec le Canada, comme le</p>	<p>Après avoir examiné les définitions actuelles contenues dans la réglementation canadienne sur les valeurs mobilières suggérées par les intervenants, nous avons conclu qu'elles ne convenaient pas à la nouvelle dispense. Nous sommes d'avis que, dans le contexte de la définition d'« émetteur étranger », qui constitue une solution de rechange aux plafonds de propriété pour déterminer si un émetteur a un lien avec le Canada, le critère du plafond de propriété est inutile parce qu'il est trop difficile à appliquer.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
		fait que la majorité des titres avec droit de vote de l'émetteur sont détenus au Canada, ainsi que sur l'un des facteurs de la définition proposée d'« émetteur étranger ».	
3.	<p><b>Définition d'« émetteur étranger »</b></p> <p><i>Solution de rechange suggérée :</i></p> <p><i>Constitution à l'extérieur du Canada uniquement</i></p>	<p>Un intervenant suggère que les ACVM envisagent de réviser la définition d'« émetteur étranger » afin que tout émetteur constitué en société ou organisé à l'extérieur du Canada soit admissible à ce titre, et continue de l'être, sans égard à aucun des éléments actuellement énumérés dans la définition proposée.</p> <p>L'intervenant reconnaît que les critères relatifs au siège, à la résidence des administrateurs et des membres de la haute direction et à l'emplacement des éléments d'actif servant à établir l'existence de liens avec le Canada sont utilisés dans le Règlement 71-102 et dans la Norme canadienne 71-101 et qu'ils sont inclus dans le critère de l'état d'« émetteur privé étranger » prévu par les règles de la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») des États-Unis. Toutefois, c'est à l'émetteur qu'il revient de déterminer s'il respecte les critères lui permettant de se prévaloir d'un bénéfice.</p>	Nous sommes d'avis que des facteurs additionnels sont nécessaires pour établir si un émetteur a un lien minimal avec le Canada.
4.	<p><b>Définition d'« émetteur étranger »</b></p> <p><i>Modifications suggérées à la définition proposée</i></p>	<p>Plusieurs intervenants suggèrent que nous apportions des modifications aux éléments de la définition d'« émetteur étranger », notamment en raison de la difficulté de déterminer si chacun de ces éléments peut être respecté.</p> <p>1. Critère de l'emplacement des actifs</p> <p>Deux intervenants ont exprimé des préoccupations quant au risque qu'il soit impossible de déterminer si le critère de l'emplacement des actifs est respecté ou qu'il ne soit pas pratique de demander à l'émetteur de faire des déclarations en ce sens. Un émetteur multinational n'est normalement pas tenu de présenter,</p>	<p>Nous avons étudié les commentaires reçus et convenons que certaines modifications qu'il est suggéré d'apporter à la définition sont appropriées.</p> <p>Nous avons révisé la définition d'« émetteur étranger » pour supprimer le critère de l'emplacement des actifs. Selon nous, la définition révisée permet d'établir adéquatement si un</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
		<p>dans ses documents d'information, la ventilation géographique de ses actifs. Il peut être difficile de déterminer l'emplacement des actifs détenus par les filiales d'un émetteur pour l'application de ce critère.</p> <p>L'un des intervenants suggère que l'utilisation d'un critère fondé sur l'emplacement des actifs pourrait ne pas permettre d'établir adéquatement si un marché risque de se développer au Canada. L'intervenant est d'avis que le critère fondé sur l'emplacement des actifs peut être supprimé de la définition d'« émetteur étranger » et que les autres éléments suffisent pour faire en sorte qu'un marché pour les titres ne se développe pas au Canada. Subsidiairement, l'intervenant suggère que nous envisagions d'adopter la définition de « titre étranger admissible » contenue dans le <i>Règlement 45-107 sur les dispenses relatives à la déclaration d'inscription à la cote et à la communication des droits d'action prévus par la loi</i>.</p> <p>L'autre intervenant est d'avis qu'un émetteur dont la majorité des actifs est située au Canada peut établir qu'il existe un marché canadien pour ses produits; toutefois, il ne s'agit pas d'un d'indicateur pertinent quant à l'existence d'un marché pour ses titres.</p> <p>2. Non-admissibilité</p> <p>Un intervenant suggère que le défaut de respecter un seul des éléments proposés de la définition d'« émetteur étranger » ne suffit pas à établir l'existence d'un lien avec le Canada. Ainsi, il faudrait établir que l'émetteur respecte tous les éléments proposés de la définition d'« émetteur étranger » avant qu'il ne soit privé du bénéfice de la dispense.</p>	<p>émetteur a un lien minimal avec le Canada.</p> <p>Nous ne sommes pas d'accord avec la suggestion selon laquelle tous les éléments de la définition doivent être respectés avant d'établir qu'un émetteur n'est pas admissible à titre d'émetteur étranger. Toutefois, nous sommes d'avis que la définition révisée permet de déterminer si un émetteur a un lien minimal avec le Canada tout en n'étant pas trop difficile à appliquer. Si nous exigeons que tous les éléments soient respectés, cela pourrait permettre à un émetteur considéré comme ayant un lien significatif avec le Canada d'utiliser la dispense.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
5.	<p><b>Définition d'« émetteur étranger »</b></p> <p><i>Indications d'interprétation</i></p>	<p>Un intervenant suggère que, dans le contexte d'une société en commandite, nous fournissions des indications sur la façon de respecter l'élément « majorité des administrateurs » contenu dans la définition.</p> <p>Deux intervenants suggèrent que nous clarifiions l'expression « résident ordinairement » applicable aux membres de la haute direction et aux administrateurs d'un émetteur.</p>	<p>Nous avons donné des indications dans l'Instruction générale 45-102 pour aider les investisseurs à établir si le paragraphe <i>b</i> de la définition de l'expression « émetteur étranger » s'applique aux émetteurs. En particulier, ces indications visent à expliquer le sens attribué aux termes « administrateur » et « membre de la haute direction » dans le contexte d'émetteurs non constitués en société, y compris les sociétés en commandite, et à préciser ce que l'on entend par « résident ordinairement ».</p>
6.	<p><b>Définition de « membre de la haute direction »</b></p>	<p>Deux intervenants proposent une définition très étroite du terme « membre de la haute direction » qui n'englobe que les personnes nommées dans les documents d'information publics et qui supprime la mention de personnes ayant un « pouvoir de décision », étant donné qu'un investisseur pourrait ne pas être en mesure de déterminer qui sont ces personnes si elles ne sont pas expressément nommées dans les documents d'information de l'émetteur.</p>	<p>Nous avons étudié les commentaires reçus et convenons que certaines modifications sont appropriées. Nous avons révisé la définition de « membre de la haute direction » pour supprimer la mention de personne physique ayant un « pouvoir de décision ».</p> <p>Conformément à notre objectif de simplifier l'obligation d'un investisseur de déterminer qui sont les membres de la haute direction, nous avons limité la définition aux personnes responsables de l'une des principales unités d'exploitation, divisions ou fonctions, notamment les ventes, les finances ou la production, tel qu'il est indiqué dans</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
			le document d'offre ou le dernier document d'information public de l'émetteur.
7.	<b>Disponibilité de l'information permettant d'établir l'état d'émetteur étranger</b>	<p>Quatre intervenants donnent leur point de vue sur l'accès des investisseurs à l'information.</p> <p>Un intervenant avance que le document d'offre et les documents d'information publics sont les seuls renseignements auxquels les investisseurs canadiens auront accès pour l'application du critère proposé.</p> <p>Il soutient qu'en conséquence d'une demande de renseignements adressée à l'émetteur, il se pourrait qu'aucun titre ne soit vendu à des investisseurs canadiens (comme il est arrivé dans certains cas où des investisseurs canadiens avaient demandé une attestation quant au respect des plafonds de propriété) et suggère que l'information soit fondée sur des renseignements publics faciles à obtenir et susceptibles de faire partie des renseignements qu'un émetteur étranger doit fournir dans son pays d'origine.</p> <p>Selon un autre intervenant, il est possible que l'émetteur doive, à la date du placement, faire une déclaration sur le lieu de résidence des membres de sa haute direction et de ses administrateurs ainsi que sur l'emplacement de ses actifs.</p> <p>Un intervenant est d'avis que, sauf pour ce qui est de la répartition géographique des actifs, il devrait être relativement facile pour les investisseurs de déterminer si l'émetteur répond à la définition d'émetteur étranger.</p> <p>Un intervenant fait valoir que, pour connaître le territoire de constitution d'un émetteur, il suffit de consulter les documents d'information que ce dernier a établis ou déposés, mais que</p>	<p>Nous avons examiné les commentaires reçus et fourni des indications dans l'Instruction générale 45-102 afin d'aider les investisseurs à établir si un émetteur est un émetteur étranger à la date du placement. Un investisseur peut utiliser l'information communiquée dans le document d'offre ou le dernier document d'information public de l'émetteur étranger, à moins qu'il n'ait des raisons de croire que cette information est inexacte.</p>



RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
		<p>L'information sur l'emplacement du siège peut être plus difficile à obtenir. Il soutient que la non-admissibilité à titre d'« émetteur étranger » pourrait être fondée sur le fait que l'adresse du siège déclarée dans les documents d'information de l'émetteur est située au Canada.</p>	
8.	<p><b>Date de l'établissement de l'état d'émetteur étranger</b></p>	<p>Quatre intervenants conviennent que la date du placement devrait être la date à laquelle l'état d'émetteur étranger est établi. Un des intervenants propose plutôt la date du dernier document d'information public applicable.</p> <p>Deux de ces intervenants seraient d'accord pour qu'un choix soit offert entre la date du placement et la date de l'opération visée.</p> <p>Selon un autre intervenant, les émetteurs devraient pouvoir établir leur état d'« émetteur étranger » tous les ans, soit à la fin de l'exercice, soit à la fin du deuxième trimestre d'exercice, cette dernière étant la date limite à laquelle les sociétés étrangères sont tenues d'établir annuellement leur état d'« émetteur privé étranger » en vertu des règlements de la SEC. Cela pourrait aider les investisseurs (et les émetteurs) à établir avec plus de certitude l'état d'« émetteur étranger » parce que des états financiers et d'autres renseignements seraient disponibles à une date de référence précise.</p>	<p>Nous continuons de penser que la date du placement est la date qui convient parce que c'est à cette date qu'un investisseur prend une décision de placement, et qu'un état d'émetteur étranger qui changerait d'une période à l'autre créerait de l'incertitude.</p> <p>En réponse aux commentaires reçus, nous fournissons dans l'Instruction générale 45-102 des indications selon lesquelles les investisseurs peuvent utiliser les renseignements figurant dans le document d'offre ou le dernier document d'information public, à moins qu'ils n'aient des raisons de croire qu'ils sont inexacts.</p>
9.	<p><b>Date de l'établissement de l'état d'émetteur non assujetti</b></p>	<p>Deux intervenants appuient le choix entre la date du placement et la date de l'opération visée.</p> <p>Deux intervenants penchent pour la date du placement. Selon eux, c'est au moment où ils prennent une décision de placement que les investisseurs doivent pouvoir s'appuyer sur la certitude que la dispense proposée pour la revente des titres leur est ouverte.</p>	<p>Nous avons retenu le choix entre la date du placement et la date de l'opération visée pour l'établissement de l'état d'émetteur non assujetti, parce qu'il offre de la souplesse aux investisseurs. Par exemple, l'option d'utiliser la date de l'opération visée répond aux besoins des porteurs d'un</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
			<p>émetteur étranger qui était émetteur assujéti à la date du placement, mais qui ne l'est plus à la date de l'opération visée. Dans une telle situation, les titres seraient soumis à une période de conservation indéterminée. Grâce à la souplesse que le choix leur offre, les porteurs d'un émetteur étranger pourraient se prévaloir des dispositions de l'article 2.15 sur la revente, pourvu que les autres conditions de la dispense soient respectées.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
10.	<p><b>Condition voulant qu'aucun effort inhabituel ne soit fait</b></p>	<p>Deux des quatre intervenants qui ont présenté des commentaires sur cette condition sont d'avis que celle-ci engendre des difficultés pratiques, car la définition d'initié varie selon le territoire.</p> <p>L'un des intervenants suggère que la condition soit retirée, vu son inutilité. Il est peu probable qu'un porteur vendeur prenne des mesures afin de préparer le marché au Canada pour un placement de titres réalisé sur un marché extraterritorial. L'inclusion d'une disposition anti-évitement (semblable à celle qui figure dans le projet de règlement de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario intitulé <i>Rule 72-503 Distributions Outside of Canada</i>) donnerait le même résultat.</p> <p>Un autre intervenant demande que, si la condition est maintenue, les ACVM fournissent des explications supplémentaires quant au principe qui sous-tend la condition. La dispense proposée ne permet pas qu'une opération visée soit effectuée sur une bourse ou un marché du Canada ou avec une personne ou une société du Canada; l'intervenant ne voit pas en quoi la préparation du marché ou la stimulation de la demande au Canada soulève des préoccupations sur le plan réglementaire.</p> <p>Deux intervenants suggèrent que si nous maintenons la condition, nous fournissons des indications sur le sens des expressions « préparer le marché » et « aucun effort inhabituel ».</p> <p>Selon un intervenant, cette condition est pertinente et répond aux objectifs réglementaires. Premièrement, elle protège les investisseurs canadiens en veillant à ce que les personnes qui investissent au Canada n'acquièrent pas sur un marché étranger des titres qu'ils n'auraient pas pu acquérir directement auprès d'actionnaires canadiens. Elle préserve aussi l'intégrité des</p>	<p>Nous avons supprimé la condition voulant qu'« aucun effort inhabituel » ne soit fait.</p> <p>Nous sommes d'avis que les porteurs vendeurs qui souhaitent se prévaloir de la dispense ne peuvent pas prendre de mesures actives pour vendre les titres au Canada ou stimuler la demande à leur égard. Toute activité entreprise par un porteur vendeur en ce sens serait un acte en vue de la réalisation d'une opération visée et serait par conséquent considérée comme un « placement » se produisant au Canada. Ainsi, même sans cette condition, tout porteur vendeur exerçant de telles activités au Canada ne pourrait pas se prévaloir des dispenses prévues aux articles 2.14 et 2.15.</p> <p>Nous avons fourni des indications dans l'Instruction générale 45-102 pour clarifier que, dans le contexte d'une opération visée avec une personne de l'extérieur du Canada, un porteur vendeur ne peut vendre de titres à cette personne s'il a des motifs de croire qu'il les acquiert au nom d'un investisseur canadien.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
		<p>marchés financiers canadiens et mondiaux en dissuadant les participants au marché d'exploiter les écarts qui peuvent exister entre les mécanismes de protection des investisseurs de régimes juridiques différents.</p> <p>L'intervenant est d'avis que des efforts inhabituels pour préparer le marché au Canada, ou pour stimuler la demande au Canada, seraient contraires (i) au premier objectif s'il en découlait que des investisseurs canadiens soient incités avec succès à acheter sur une bourse ou un marché à l'extérieur du Canada des titres qu'ils ne pourraient pas légalement acheter directement du vendeur au Canada, et (ii) au second objectif parce qu'ils compromettraient l'intégrité des marchés financiers en permettant le contournement des restrictions de revente canadiennes par le truchement d'opérations transfrontalières.</p> <p>L'intervenant estime qu'en pratique, le nombre de situations dans lesquelles un initié au Canada pourrait préparer avec succès le marché au Canada, ou stimuler avec succès la demande au Canada, pour les titres d'un émetteur étranger risque d'être fort limité. Néanmoins, même s'il s'agit d'une préoccupation secondaire, l'intervenant pense que la restriction est pertinente et fait remarquer qu'elle s'harmonise avec les restrictions américaines sur les efforts de vente ciblés (<i>directed selling efforts</i>) aux termes du régime de la SEC visant les reventes à l'étranger.</p>	<p>Bien que tous les territoires considèrent les structures d'évitement comme contraires aux dispenses prévues aux articles 2.14 et 2.15, l'Alberta Securities Commission et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ont inclus une disposition anti-échappatoire dans leurs règles locales. Se reporter aux annexes sur les points d'intérêts locaux de ces territoires pour de plus amples renseignements à ce sujet.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
11.	<b>Abrogation de la dispense prévue à l'article 2.14</b>	<p>Un intervenant suggère que nous abrogeons la dispense. Il soutient que de telles circonstances pourraient se produire, mais qu'elles seraient extrêmement rares et qu'elles pourraient être réglées au moyen d'une ordonnance de dispense particulière.</p> <p>Selon deux intervenants, nous devrions maintenir l'article 2.14. L'un d'eux suggère que nous apportions des modifications à la dispense.</p> <p>Trois intervenants suggèrent que si nous abrogeons l'article 2.14, nous incluons des dispositions pour protéger les opérations antérieures qui ont bénéficié de la dispense.</p>	<p>Après avoir étudié les commentaires reçus, nous avons décidé de conserver l'article 2.14.</p> <p>Pour éviter toute confusion, nous avons renuméroté le projet d'article 2.14.1 comme article 2.15.</p> <p>Le principe qui sous-tend l'article 2.14 correspond à celui sur lequel repose l'article 2.15, c.-à-d. prévoir une dispense pour la revente à l'extérieur du Canada à l'égard des titres d'un émetteur ayant un lien minimal avec le Canada.</p> <p>La définition d'« émetteur étranger » prévue à l'article 2.15 est la solution de rechange aux plafonds de propriété prévus à l'article 2.14 qui servent à déterminer si un émetteur a un lien avec le Canada.</p> <p>Le maintien de l'article 2.14 établirait une transition permettant aux placements antérieurement dispensés de continuer à profiter de la dispense et offrirait une dispense limitée aux titres d'émetteurs <b>canadiens</b> non assujettis qui ont un lien minimal avec le Canada.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
12.	<p><b>Dispense pour les émetteurs canadiens</b></p> <p><i>Devrions-nous envisager une dispense similaire?</i></p>	<p>Quatre intervenants encouragent les ACVM à prévoir une dispense pour la revente à l'extérieur du Canada de titres d'émetteurs canadiens.</p> <p>L'un de ces intervenants soutient qu'une telle dispense serait utile aux émetteurs dont le seul lien important avec le Canada se résume à leur organisation ou à leur constitution.</p> <p>Un autre de ces intervenants évoque une situation où un émetteur canadien effectue un placement de titres sous le régime d'une dispense de prospectus au Canada en même temps qu'il procède à un appel public à l'épargne à l'étranger. Dans une telle situation, les investisseurs canadiens seraient pénalisés par rapport aux investisseurs étrangers participant au même placement du fait que, contrairement aux investisseurs étrangers, ils seraient soumis à des restrictions à la revente.</p> <p>Un intervenant s'oppose à une telle dispense qui, selon lui, pourrait encourager les émetteurs à inscrire leurs titres à la cote à l'extérieur du Canada et à placer des titres auprès d'investisseurs canadiens qui ne seraient pas tenus de les détenir pendant une certaine période. Une telle dispense pourrait inciter les émetteurs à contourner la législation canadienne en valeurs mobilières et à vendre des titres aux Canadiens hors du régime réglementaire canadien sans avoir à se soumettre aux dispositions en matière de prospectus et de revente.</p>	<p>Nous remercions les intervenants de leurs commentaires.</p> <p>Nous examinerons les commentaires et suggestions dans le cadre de notre examen général du régime de revente prévu dans le Règlement 45-102. Entre-temps, nous continuerons à nous en remettre aux demandes de dispense dans ce genre de situation.</p>

RUBRIQUE	SUJET ET SOUS-SUJET	RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES	RÉPONSE DES ACVM
13.	<p><b>Dispense pour les émetteurs canadiens</b></p> <p><i>Conditions suggérées de la dispense</i></p>	<p>Un intervenant suggère que nous envisagions une dispense similaire pour la revente à l'extérieur du Canada de titres d'un émetteur canadien placés principalement dans des territoires étrangers sans qu'il soit nécessaire que l'émetteur devienne un émetteur assujéti au Canada. Selon cet intervenant, il faudrait prévoir la condition selon laquelle aucun effort inhabituel ne doit être fait en vue de préparer le marché ou de stimuler la demande.</p> <p>Un intervenant estime qu'une dispense pour la revente de titres d'un émetteur canadien à l'extérieur du Canada devrait être soumise à d'autres conditions ou restrictions jugées nécessaires pour protéger les investisseurs canadiens et éviter tout abus potentiel susceptible de discréditer les marchés financiers. Cet intervenant suggère que nous nous inspirions du modèle américain pour déterminer à quelles conditions soumettre la dispense.</p> <p>Selon un autre intervenant, nous devrions, dans le cas des titres cotés en bourse, appliquer un critère relatif au volume des opérations, car il s'agit d'un bon indicateur de l'existence d'un important marché canadien pour les titres. Plus particulièrement, la dispense devrait prévoir que la première opération visée sur les titres d'un émetteur non assujéti ne constituera pas un placement si cette opération est effectuée avec une personne à l'extérieur du Canada ou sur une bourse ou un marché à l'extérieur du Canada.</p>	<p>Nous remercions les intervenants de leurs commentaires.</p> <p>Nous examinerons les commentaires et suggestions dans le cadre de notre examen général du régime de revente prévu dans le Règlement 45-102. Entre-temps, nous continuerons à nous en remettre aux demandes de dispense dans ce genre de situation.</p>