

Document de consultation 45-401 du personnel des ACVM
Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement
auprès d'investisseurs qualifiés

Consultation

Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») examine la dispense de prospectus pour investissement d'une somme minimale et la dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés prévues par le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*.

À l'issue de l'examen, le personnel pourrait recommander de conserver les dispenses actuelles ou proposer des modifications.

Dans le cadre de l'examen, nous consultons les parties intéressées, notamment les investisseurs, les émetteurs, les courtiers et les conseillers, dont les conseillers juridiques. Le document de consultation ci-joint contient davantage d'information sur la portée de l'examen ainsi qu'un historique des dispenses et des questions en vue de la consultation.

Prochaines étapes

Nous vous invitons à prendre connaissance du document de consultation et à nous faire part de vos commentaires par écrit. Nous prévoyons aussi tenir d'autres consultations auprès des parties intéressées dans le cadre de l'examen.

La période de consultation prendra fin le 29 février 2012. Veuillez envoyer vos commentaires par voie électronique en format Word.

Adressez vos commentaires aux membres des ACVM ci-dessous :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire générale
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, Tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Téléc. : 514-864-6381
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Gordon Smith
 British Columbia Securities Commission
 PO Box 10142, Pacific Centre
 701 West Georgia Street
 Vancouver (Colombie-Britannique) V7Y 1L2
 Téléc. : 604-899-6814
 Courriel : gsmith@bcsc.bc.ca

Veillez noter que tous les commentaires écrits reçus pendant la période de consultation seront publiés à l'adresse www.osc.gov.on.ca et sur le site Web de certaines autres autorités en valeurs mobilières par souci de transparence du processus réglementaire.

Veillez adresser vos questions aux personnes suivantes :

Québec

Sylvie Lalonde
Chef du service de la réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4461
sylvie.lalonde@lautorite.qc.ca

Alexandra Lee
Conseillère en réglementation
Service de la réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Colombie-Britannique

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656
Sans frais au Canada: 800-373-6393
gsmith@bcsc.bc.ca

George Hungerford
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6690
Sans frais au Canada: 800-373-6393
ghungerford@bcsc.bc.ca

Alberta

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

Saskatchewan

Dean Murrison
Deputy Director, Legal and Registration
Saskatchewan Financial Services Commission
306-787-5879
dean.murrison@gov.sk.ca

Manitoba

Chris Besko
Legal Counsel - Deputy Director
Commission des valeurs mobilières du
Manitoba
204-945-2561
cbesko@gov.mb.ca

Ontario

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

Jason Koskela
Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Elizabeth Topp
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-2377
etopp@osc.gov.on.ca

Melissa Schofield
Senior Legal Counsel, Investment Funds
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8777
mschofield@osc.gov.on.ca

Nouveau-Brunswick

Wendy Morgan
Conseillère juridique
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-
Brunswick
506-643-7202
wendy.morgan@nbsc-cvmnb.ca

Nouvelle-Écosse

Shirley Lee
Director, Policy and Market Regulation
Nova Scotia Securities Commission
902-424-5441
leesp@gov.ns.ca

Île-du-Prince-Édouard

Steve Dowling
Superintendent of Securities
Île-du-Prince-Édouard
902-368-4552
sddowling@gov.pe.ca

Nunavut

Louis Arki
Directeur du Bureau d'enregistrement
Ministère de la Justice
Gouvernement du Nunavut
867-975-6587
larki@gov.nu.ca

Yukon

Frederik J. Pretorius
Manager Corporate Affairs (C-6)
Ministère des Services aux collectivités
Gouvernement du Yukon
867-667-5225
Fred.Pretorius@gov.yk.ca

Terre-Neuve-et-Labrador

Don Boyles
Program & Policy Development
Securities Commission of Newfoundland and
Labrador
Gouvernement de Terre-Neuve-et-Labrador
709-729-4501
dboyles@gov.nl.ca

Territoires du Nord-Ouest

Donn MacDougall
Surintendant adjoint, Affaires juridiques et
application de la loi
Bureau du Surintendant des valeurs mobilières
Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
867-920-8984
donald_macdougall@gov.nt.ca

**EXAMEN DES DISPENSES POUR INVESTISSEMENT D'UNE SOMME MINIMALE ET POUR
PLACEMENT AUPRÈS D'INVESTISSEURS QUALIFIÉS**
Document de consultation

1. Introduction

Objet de la consultation

Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») examine actuellement la dispense de prospectus pour investissement minimal de 150 000 \$ (la « dispense pour investissement d'une somme minimale ») et la dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés (la « dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ») prévues par le *Règlement 45-106 sur les dispense de prospectus et d'inscription* (le « Règlement 45-106 »).

Nous consultons les parties intéressées, notamment les investisseurs, les émetteurs, les courtiers et les conseillers, dont les conseillers juridiques. Le présent document de consultation donne des renseignements contextuels et contient des questions auxquelles les parties intéressées sont invitées à répondre.

À l'issue de l'examen, le personnel des ACVM pourrait recommander de conserver les dispenses actuelles ou proposer des modifications.

Motifs de l'examen

La crise financière mondiale et les tendances récentes en matière de réglementation à l'échelle internationale soulèvent des questions en ce qui concerne l'application de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.

Les ACVM procèdent à la présente consultation pour connaître les préoccupations éventuelles des parties intéressées et recueillir des renseignements qui leur permettront de décider s'il est nécessaire ou opportun d'apporter des modifications.

Cadre d'examen

Pour décider s'il est nécessaire ou opportun de modifier la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et, le cas échéant, pour formuler des recommandations à cet égard, nous tiendrons compte de notre mandat, qui consiste à :

- protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, injustes ou frauduleuses;
- favoriser des marchés financiers équitables et efficaces et soutenir la confiance dans ceux-ci.

Nous serons également guidés par les principes suivants :

- la réglementation doit tenir compte des risques pour les investisseurs et les marchés concernés;
- les avantages de la réglementation doivent être proportionnels à leur coût pour le secteur et aux restrictions qu'elle impose aux participants au marché.

Propositions concernant les produits titrisés

Le 1^{er} avril 2011, les ACVM ont publié un avis de consultation relatif au projet de *Règlement 41-103 sur les obligations d'information supplémentaires relatives au prospectus applicables aux produits titrisés* (« l'avis relatif au Règlement 41-103 ») instaurant un nouveau régime pour certains de ces produits. Elles ont notamment proposé de modifier le Règlement 45-106 afin de créer un nouveau régime de dispense de prospectus pour le placement de produits titrisés. Le nouveau régime restreindrait la catégorie d'investisseurs autorisés à investir dans ces produits sous le régime d'une telle dispense et obligerait les émetteurs de produits titrisés à fournir de l'information au moment du placement et en continu par la suite. L'avis relatif au Règlement 41-103 invite les intéressés à formuler des commentaires sur plusieurs aspects du projet, et notamment sur la question de savoir si, aux fins du placement ou de la revente de produits titrisés sur le marché dispensé, il y a lieu de modifier ou d'exclure certaines catégories ou dispenses d'inscription actuelles.

L'avis relatif au Règlement 41-103 porte sur le placement de produits titrisés sur le marché dispensé, mais nous étudierons les commentaires reçus en réponse à cet avis dans le cadre de notre examen général de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Il importe en effet d'évaluer ces dispenses à la lumière de nos projets concernant les produits titrisés et des commentaires des parties intéressées à leur sujet.

2. Fondements de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

La dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés sont fondées sur l'hypothèse que les investisseurs doivent remplir au moins une des conditions suivantes :

- avoir un certain niveau de compétence;
- être en mesure de supporter des pertes financières;
- disposer de ressources financières pour obtenir des conseils spécialisés;
- avoir la motivation d'évaluer soigneusement l'investissement compte tenu de sa taille.

Questions en vue de la consultation

1. Quel doit être le fondement de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés? Ces dispenses doivent-elles par exemple reposer sur les caractéristiques suivantes des investisseurs?
 - Les ressources financières (la capacité de supporter des pertes financières ou d'obtenir des conseils spécialisés).
 - L'accès à de l'information financière ou à d'autres renseignements clés concernant l'émetteur.
 - La formation.
 - L'expérience professionnelle.
 - L'expérience en matière d'investissement.
 - D'autres critères.

Veillez fournir des explications.

2. Le fait qu'une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement répond-il à vos préoccupations éventuelles?

3. Dispense pour investissement d'une somme minimale

Contexte

On trouvera à l'Annexe A les conditions de la dispense pour investissement d'une somme minimale actuelle, un historique de la dispense et de l'information sommaire sur les dispenses comparables prévues par les régimes du marché dispensé de territoires étrangers.

Difficultés posées par la dispense pour investissement d'une somme minimale

- **L'absence de certitude que l'investisseur ait la compétence nécessaire.** La taille de l'investissement ne garantit pas à elle seule que l'investisseur ait la compétence ou qu'il ait accès à de l'information, surtout si la dispense pour investissement d'une somme minimale est invoquée pour vendre des produits nouveaux ou complexes sans aucun document d'information. La taille de l'investissement est tout au plus une indication de la capacité de l'investisseur de supporter des pertes financières.
- **Le seuil actuel d'investissement.** Le seuil actuel de 150 000 \$ à respecter pour bénéficier de la dispense pour investissement d'une somme minimale a été fixé en 1987 et n'a pas été modifié ni corrigé en fonction de l'inflation depuis lors. Il correspond à plus de 265 000 \$ en dollars de 2011¹. Certains ont affirmé qu'il est trop bas et permet à de petits investisseurs n'ayant pas la compétence nécessaire de participer au marché dispensé. En revanche, si le seuil était relevé, les investisseurs qui n'ont pas besoin des protections offertes par un placement au moyen d'un prospectus pourraient ne pas être en mesure de se prévaloir de la dispense.
- **L'incidence d'une « somme minimale » sur les décisions d'investissement.** Le fait que la dispense a pour condition l'investissement d'une somme minimale pourrait pousser les investisseurs à investir davantage que ce que dicteraient des considérations d'affaires ou des questions d'investissement. Ils pourraient par exemple investir 150 000 \$ simplement pour atteindre le seuil, alors qu'il serait peut-être plus sensé de n'investir que 50 000 \$. De même, un seuil plus élevé pourrait pousser les investisseurs à faire un investissement unique de 150 000 \$ ou plus, alors que des investissements progressifs de sommes moins importantes protégeraient peut-être mieux leurs intérêts.
- **Le recours à la dispense pour réunir des capitaux.** De nombreux émetteurs ont recours à la dispense pour investissement d'une somme minimale pour réunir des capitaux dans certains territoires. Si le seuil d'investissement était relevé ou que la dispense pour investissement d'une somme minimale était supprimée, la collecte de capitaux pourrait s'en ressentir, surtout chez les PME.

¹ Source du rajustement en fonction de l'inflation: Feuille de calcul de l'inflation de la Banque du Canada (<http://www.banqueducanada.ca/taux/renseignements-complementaires/feuille-de-calcul-de-linflation>).

Questions en vue de la consultation

3. Avez-vous des commentaires sur les points ci-dessus?
4. Avez-vous d'autres préoccupations à l'égard de la dispense pour investissement d'une somme minimale?

Solutions possibles en ce qui concerne la dispense pour investissement d'une somme minimale

Selon l'issue de la consultation, nous pourrions proposer les mesures suivantes :

- 1) conserver la dispense pour investissement d'une somme minimale dans sa forme actuelle;
- 2) ajuster le seuil de 150 000 \$;
- 3) limiter la dispense à certain investisseurs, par exemple les investisseurs institutionnels et non les personnes physiques;
- 4) utiliser d'autres critères ouvrant droit à la dispense;
- 5) fixer d'autres limites en matière d'investissement;
- 6) supprimer la dispense.

Questions en vue de la consultation**a) Maintien du statu quo**

5. Acceptez-vous que la dispense pour investissement d'une somme minimale soit conservée dans sa forme actuelle?

b) Ajustement du seuil de 150 000 \$

6. Quelle devrait être l'augmentation du seuil d'investissement? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
 - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
 - Le souscripteur est une personne physique, et non un investisseur institutionnel.
 - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
 - L'émetteur du titre est émetteur assujéti.
 - Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.
7. Faudrait-il indexer le seuil de 150 000 \$ sur l'inflation régulièrement?
8. Quelle serait l'incidence d'une modification du seuil de 150 000 \$ sur la collecte de capitaux?

c) Limitation du recours à la dispense par des personnes physiques

9. Les personnes physiques devraient-elles pouvoir acquérir des titres sous le régime de la dispense pour investissement d'une somme minimale? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
 - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
 - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
 - L'émetteur du titre est émetteur assujéti.

- Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

10. Si les personnes physiques ont le droit d'acquérir des titres sous le régime de la dispense pour investissement d'une somme minimale, faut-il fixer des limites?

11. Si le recours à la dispense était limité aux personnes morales, quelle serait l'incidence sur la collecte de capitaux?

d) Autres critères ouvrant droit à la dispense ou autres limites

12. Quels autres critères pourraient ouvrir droit à la dispense pour investissement d'une somme minimale?

13. Quelles autres limites pourrait-on fixer au recours à la dispense pour investissement d'une somme minimale?

e) Suppression de la dispense

14. Faudrait-il supprimer la dispense pour investissement d'une somme minimale? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?

- De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
- Le souscripteur est une personne physique, et non un investisseur institutionnel.
- La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
- L'émetteur du titre est émetteur assujéti.
- Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

15. Si la dispense pour investissement d'une somme minimale était supprimée :

- la capacité des émetteurs de réunir des capitaux serait-elle sérieusement compromise?
- la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés (sous sa forme actuelle ou sous une autre forme) serait-elle un substitut adéquat?

f) Autres solutions

16. Quelles autres possibilités de modification de la dispense pour investissement d'une somme minimale devrions-nous envisager?

4. Dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

Contexte

On trouvera à l'Annexe B les conditions de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés actuelle, un historique de la dispense et de l'information sommaire sur les dispenses comparables prévues par les régimes du marché dispensé de territoires étrangers.

Difficultés posées par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

- **Les seuils actuels de revenu et d'actif.** Les seuils que les personnes physiques doivent atteindre pour être investisseurs qualifiés ont été fixés par la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1982 puis adoptés par les ACVM au début des années 2000. Ils n'ont pas été modifiés ni rajustés en fonction de l'inflation depuis lors. Certains soutiennent que ces seuils sont trop bas compte tenu des normes actuelles. Le seuil de revenu actuel pour une personne physique est de 200 000 \$. En dollars de 2011, il s'établirait à plus de 443 000 \$ par rapport au dollar de 1982 (année d'adoption par la SEC) ou 245 000 \$ par rapport au dollar de 2001 (année d'adoption de la dispense par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario)². Comme dans le cas de la dispense pour investissement d'une somme minimale, certains prétendent que ces seuils sont trop bas et permettent à de petits investisseurs n'ayant pas la compétence nécessaire de participer au marché dispensé, mais que tout relèvement de ces seuils pourrait exclure les investisseurs qui n'ont pas besoin des protections offertes par un placement au moyen d'un prospectus.
- **Les critères ouvrant droit à la dispense.** Certains ont affirmé que les seuils de revenu et d'actif ne sauraient remplacer la compétence. Les personnes physiques peuvent avoir un patrimoine important mais ne pas avoir assez d'expérience, notamment en matière d'investissement, pour prendre une décision d'investissement sans les protections offertes par un placement au moyen d'un prospectus.
- **Le recours à la dispense pour réunir des capitaux.** De nombreux émetteurs ont recours à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés pour réunir des capitaux. Si elle était modifiée ou supprimée, la collecte de capitaux pourrait s'en ressentir, surtout chez les PME.
- **Le respect des critères ouvrant droit à la dispense.** Les organismes de réglementation craignent que certaines personnes qui achètent des titres sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ne soient pas vraiment des investisseurs qualifiés.

Questions en vue de la consultation

17. Avez-vous des commentaires sur les points ci-dessus?
18. Avez-vous d'autres préoccupations à l'égard de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés?

Solutions possibles en ce qui concerne la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

Selon l'issue de la consultation, nous pourrions proposer les mesures suivantes :

- 1) conserver la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés dans sa forme actuelle;
- 2) ajuster les seuils de revenu et d'actif de la définition d'investisseur qualifié;

² *Ibid.*

- 3) utiliser d'autres critères ouvrant droit à la dispense pour les personnes physiques;
- 4) limiter la dispense à certains investisseurs, par exemple les investisseurs institutionnels et non les personnes physiques;
- 5) fixer d'autres limites en matière d'investissement.

Questions en vue de la consultation

a) Maintien du statu quo

19. Acceptez-vous que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et la définition d'« investisseur qualifié » soient conservées dans leur forme actuelle?

b) Ajustement des seuils de revenu et d'actif de la définition d'investisseur qualifié

20. Quels devraient être les seuils de revenu et d'actif? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
 - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
 - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
 - L'émetteur du titre est émetteur assujéti.
 - Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.
21. Faudrait-il indexer les seuils de revenu et d'actif sur l'inflation?
22. Quelle serait l'incidence d'une modification des seuils de revenu et d'actif sur la collecte de capitaux?

c) Autres critères ouvrant droit à la dispense pour les personnes physiques

D'autres critères ouvrant droit à la dispense, comme les suivants, pourraient être utilisés pour les personnes physiques :

- *l'expérience en matière d'investissement* (par exemple, l'investisseur a effectué des opérations importantes sur les marchés des valeurs mobilières à une certaine fréquence);
 - *la taille du portefeuille* (par exemple, le portefeuille de l'investisseur doit dépasser un certain montant);
 - *l'expérience professionnelle* (par exemple, l'investisseur exerce ou a exercé dans le secteur financier une fonction qui demande des connaissances en matière d'investissement dans les valeurs mobilières);
 - *la formation* (par exemple, l'investisseur a réussi le cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada, obtenu le titre de CFA ou reçu un diplôme d'études supérieures en affaires ou en finance).
23. Quels critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés faudrait-il utiliser pour les personnes physiques? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
 - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.

- La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
- L'émetteur du titre est émetteur assujéti.
- Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

24. Quelle serait l'incidence d'une modification des critères ouvrant droit à la dispense sur la collecte de capitaux?

d) Limitation du recours à la dispense par des personnes physiques

25. Les personnes physiques devraient-elles pouvoir acquérir des titres sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?

- De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
- La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
- L'émetteur du titre est émetteur assujéti.
- Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

e) Autres limites en matière d'investissement

26. Faudrait-il fixer une limite d'investissement pour les investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques? Dans l'affirmative, que devait-elle être? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?

- De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
- La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
- L'émetteur du titre est émetteur assujéti.
- Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

27. Si des limites d'investissement étaient fixées pour les personnes physiques, quelle serait l'incidence sur la collecte de capitaux?

f) Respect des critères ouvrant droit à la dispense

Un des défis posés par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est de veiller au respect des critères y ouvrant droit. On pourrait notamment améliorer le respect en exigeant que la qualité d'investisseur qualifié soit attestée par un tiers indépendant, comme un avocat ou un comptable agréé.

28. Faudrait-il en tenir compte dans l'examen de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés?

29. Acceptez-vous que cette obligation soit imposée?

30. Quelles solutions de rechange devrions-nous envisager?

g) Autres solutions

31. Quelles autres solutions devrions-nous envisager pour réviser la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ou y substituer une autre dispense?

Annexe A

Information sur la dispense pour investissement d'une somme minimale

Forme actuelle de la dispense pour investissement d'une somme minimale

La dispense pour investissement d'une somme minimale prévue à l'article 2.10 du Règlement 45-106 est libellée comme suit :

- 1) L'obligation de prospectus ne s'applique pas à un placement de titres lorsque sont réunies les conditions suivantes :
 - a) l'acquéreur acquiert les titres pour son propre compte;
 - b) les titres ont un coût d'acquisition pour l'acquéreur d'au moins 150 000 \$ payé comptant au moment du placement;
 - c) les titres placés sont ceux d'un seul émetteur.

- 2) Le paragraphe 1 ne s'applique pas au placement de titres effectué auprès d'une personne créée ou dont on se sert uniquement pour souscrire ou détenir des titres sous le régime de la dispense de prospectus prévue à ce paragraphe.

Il n'y a aucune limitation du type de titres placés sous le régime de la dispense, du nombre de sollicitations, du nombre d'acquéreurs ni du nombre de recours à la dispense. Il n'est obligatoire de fournir aucun document d'information aux investisseurs.

Historique de la dispense pour investissement d'une somme minimale

La dispense pour investissement d'une somme minimale a été créée en 1966 par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario avec un seuil fixé à 97 000 \$ (soit 100 000 \$ moins une commission ou un escompte de 3 %) et n'était pas ouverte aux personnes physiques. Avec le temps :

- les autres territoires représentés au sein des ACVM ont adopté une dispense analogue;
- l'application de la dispense a été élargie aux personnes physiques;
- le seuil a été porté à 150 000 \$ dans certains territoires.

De 2001 à 2005, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a remplacé la dispense pour investissement d'une somme minimale par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés parce qu'une somme minimale ne constituait pas, selon elle, un bon substitut de compétence. Avec la prise du Règlement 45-106 en 2005, tous les territoires représentés au sein des ACVM ont adopté (ou adopté de nouveau) la dispense pour investissement d'une somme minimale avec un seuil de 150 000 \$ qui est prévue à l'article 2.10.

Régimes étrangers du marché dispensé

Voici un résumé des dispenses fondées sur l'investissement d'une somme minimale qui ont été adoptées dans certains pays.

Pays	Dispense
Australie	L'Australie a une dispense pour investissement d'une somme minimale de 500 000 \$A depuis 1989 ³ .
Royaume-Uni	Au Royaume-Uni, le seuil de la dispense pour investissement d'une somme minimale a été de 40 000 euros (1995), de 50 000 euros (2005), et est maintenant de 100 000 euros (depuis 2010) ⁴ .
États-Unis d'Amérique	<p>La Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis a adopté une dispense pour investissement d'une somme minimale de 100 000 \$US en 1979. En 1982, cette limite a été portée à 150 000 \$US, du moment que cette somme représente au plus 20 % de l'avoir net de l'investisseur.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale a été supprimée en 1988, lorsque la dispense pour investisseur qualifié a été adoptée. La SEC a exprimé les préoccupations suivantes :</p> <p>[Traduction] La taille de l'investissement, notamment à hauteur de 150 000 \$, ne garantit pas à elle seule que l'investisseur a la compétence nécessaire ou qu'il a accès à de l'information. Certaines personnes auparavant qualifiées cesseraient de l'être (c'est-à-dire les personnes physiques avec un avoir net de 750 000 \$ à 1 000 000 \$ [...]), tandis que nombre de personnes qui se sont prévaluées de la disposition relative à l'acquisition de 150 000 \$ deviendront investisseurs qualifiés sous le régime de la [dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés].</p>

³ 500 000 \$A équivalaient approximativement à 509 000 \$CA le 15 septembre 2011 selon le Convertisseur de devises – taux du jour de la Banque du Canada (<http://www.banqueducanada.ca/taux/taux-de-change/convertisseur-de-devises-taux-du-jour>).

⁴ 100 000 euros équivalaient approximativement à 137 000 \$CA le 15 septembre 2011 selon le Convertisseur de devises – taux du jour de la Banque du Canada (<http://www.banqueducanada.ca/taux/taux-de-change/convertisseur-de-devises-taux-du-jour>).

Annexe B**Information sur la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés****Forme actuelle de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés**

La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés prévue à l'article 2.3 du Règlement 45-106 est libellée comme suit :

- 1) L'obligation de prospectus ne s'applique pas à un placement si l'acquéreur ou le souscripteur acquiert ou souscrit les titres pour son propre compte et est investisseur qualifié.

Il n'y a aucune limitation quant au type de titres placés sous le régime de la dispense, au nombre de sollicitations, au nombre d'acquéreurs ni au nombre de recours à la dispense. Il n'est obligatoire de fournir aucun document d'information aux investisseurs.

Selon la définition contenue à l'article 1.1 du Règlement 45-106, un « investisseur qualifié » s'entend notamment des personnes suivantes :

- j) une personne physique qui, à elle seule ou avec son conjoint, a la propriété véritable d'actifs financiers ayant une valeur de réalisation globale avant impôt de plus de 1 000 000 \$, déduction faite des dettes correspondantes;
- k) une personne physique qui, dans chacune des 2 dernières années civiles, a eu un revenu net avant impôt de plus de 200 000 \$ ou, avec son conjoint, de plus de 300 000 \$ et qui, dans l'un ou l'autre cas, s'attend raisonnablement à excéder ce revenu net dans l'année civile en cours;
- l) une personne physique qui, à elle seule ou avec son conjoint, a un actif net d'au moins 5 000 000 \$.

Historique de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés a été adoptée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en 2001; elle a remplacé la dispense pour investissement d'une somme minimale. Elle prévoyait les mêmes seuils que la dispense prévue actuellement par le Règlement 45-106. Une dispense analogue a été adoptée en 2002 par la British Columbia Securities Commission et l'Alberta Securities Commission dans le *Multilateral Instrument 45-103 Capital Raising Exemptions*, lequel conservait pourtant la dispense pour investissement d'une somme minimale de 97 000 \$. Lorsque le Règlement 45-106 est entré en vigueur en 2005, tous les territoires représentés au sein des ACVM ont adopté la version actuelle de la dispense.

Régimes étrangers du marché dispensé

Voici un résumé des dispenses fondées sur la nature de l'acquéreur qui ont été adoptées dans certains pays.

Pays	Dispense
<p>Australie</p>	<p>En 1997, le programme de réforme économique du droit des sociétés (<i>Corporate Law Economic Reform Program</i> ou CLERP) du parlement australien s'est appuyé sur la réglementation des valeurs mobilières des États-Unis et de l'Ontario pour rédiger la définition d'« investisseur averti ». Voici les arguments qu'il a pris en considération selon son document intitulé <i>Fundraising: Capital raising initiatives to build enterprise and employment, Proposals for Reform: Paper No. 2</i> :</p> <p>[Traduction] Certains investisseurs comprennent la finance et sont tout à fait capables de protéger leurs investissements sans intervention réglementaire. Ils n'ont pas besoin de la protection des obligations d'information prévues par la loi sur les sociétés. Ils savent obtenir des protections d'un bon rapport coût-efficacité en négociant avec l'émetteur. Les émetteurs qui font des offres à ces personnes ne devraient pas avoir à supporter des coûts en sus de ceux négociés entre les parties. Les investisseurs avertis ne devraient pas avoir à supporter des coûts superflus qui s'ajoutent au prix des titres offerts.</p> <p>La dispense actuelle pour placement auprès d'<i>investisseurs avertis</i> n'est ouverte qu'aux personnes qui investissent plus de 500 000 \$ dans les titres visés. On estime que ces personnes n'ont pas besoin de la protection offerte par les obligations de prospectus prévues par la loi sur les sociétés parce qu'elles ont la capacité d'obtenir l'information pertinente de l'émetteur en raison de leur pouvoir de négociation et de leur proximité.</p> <p>Cependant, la nécessité d'investir une telle somme dans une entreprise individuelle qui ne dispose pas de prospectus peut dissuader les investisseurs vu les risques potentiels et les difficultés que cela leur cause en matière de diversification de leur portefeuille (à moins qu'ils ne disposent de ressources considérables). Du point de vue des émetteurs, le seuil de 500 000 \$ peut donc être trop élevé parce qu'il est difficile de trouver des investisseurs disposés à investir de telles sommes. De toute façon, bien des PME ne cherchent à réunir qu'une somme inférieure.</p> <p>Le CLERP a proposé de permettre de placer des titres sans prospectus, quel</p>

Pays	Dispense
	<p>que soit le montant du placement, auprès de personnes qui remplissent au moins l'une des conditions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • elles ont eu un revenu brut d'au moins 250 000 \$A au cours des deux derniers exercices; • elles ont un avoir net de 2,5 millions de dollars australiens⁵. <p>L'acquéreur doit avoir une attestation à jour établie par un comptable agréé et attestant qu'il dispose de l'avoir net ou du revenu brut prescrits.</p> <p>Ces propositions faisaient partie de la loi intitulée <i>Corporate Law Economic Reform Program Act 1999</i> et font désormais partie de la loi intitulée <i>Corporations Act 2001</i>.</p>
Royaume-Uni	<p>En vertu de la directive « prospectus » (<i>Prospectus Directive</i>) de l'Union européenne en date du 30 mai 2001, entrée en vigueur au Royaume-Uni le 1^{er} juillet 2005, les placements auprès d'« investisseurs qualifiés » sont dispensés des obligations de prospectus. La directive permet aux États membres de désigner les personnes physiques qui y résident comme des investisseurs qualifiés sur demande expresse. Ces personnes doivent remplir au moins deux des conditions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • avoir effectué des opérations importantes (au moins 1 000 euros) sur les marchés de valeurs à une fréquence minimale moyenne de dix par trimestre au cours des quatre derniers trimestres; • avoir un portefeuille d'une valeur dépassant 0,5 million d'euros; • exercer ou avoir exercé pendant au moins un an dans le secteur financier une profession qui nécessite des connaissances en matière d'investissement dans des valeurs mobilières⁶. <p>Les investisseurs qualifiés sont répertoriés dans le Qualified Investor Register, qui est public, bien que l'information qu'il contient ne puisse être fournie électroniquement qu'aux émetteurs et aux placeurs de titres.</p>
États-Unis d'Amérique	<p>En 1982, la SEC a créé la dispense pour investisseur qualifié dans la Regulation D (Reg D) pour les personnes qui remplissent une des conditions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • elles ont, à elles seules ou avec leur conjoint, un avoir net, au moment de l'acquisition, de 1 000 000 \$US; • elles ont eu un revenu de plus de 200 000 \$US au cours des deux derniers exercices et s'attendent raisonnablement à avoir le même

⁵ Équivalent d'un revenu brut de 254 000 \$CA ou d'un avoir net de 2 544 000 \$CA le 15 septembre 2011 selon le Convertisseur de devises – taux du jour de la Banque du Canada (<http://www.banqueducanada.ca/taux/taux-de-change/convertisseur-de-devises-taux-du-jour>).

⁶ 1 000 euros équivalaient à 1 368 \$CA et 0,5 million d'euros équivalait à 683 800 \$CA le 15 septembre 2011 selon le Convertisseur de devises – taux du jour de la Banque du Canada (<http://www.banqueducanada.ca/taux/taux-de-change/convertisseur-de-devises-taux-du-jour>).

Pays	Dispense
	<p>revenu dans l'exercice courant.</p> <p>La SEC a expliqué que cette dispense visait les personnes ayant de l'expérience et la compétence en matière de finances qui souhaitent investir moins de 100 000 \$US.</p> <p>En 1988, la SEC a modifié la Reg D en y ajoutant un critère de revenu des conjoints de 300 000 \$US ou un avoir net conjoint de 1 000 000 \$US. La dispense pour investissement d'une somme minimale a été révoquée.</p> <p>La loi intitulée <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i>, promulguée le 21 juillet 2010, modifie la définition d'investisseur qualifié en excluant la valeur de la résidence principale du critère de détermination de l'avoir de 1 000 000 \$US. La SEC réexaminera la définition tous les quatre ans.</p>