

**Avis de consultation des ACVM**  
**Projet de Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses**  
**de prospectus et d'inscription**  
**relatif aux dispenses de prospectus pour placement auprès**  
**d'investisseurs qualifiés et**  
**pour investissement d'une somme minimale**

Le 27 février 2014

### Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** » ou « **nous** ») publient pour une période de consultation de 90 jours un projet de *Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « **projet de règlement** »).

Si le projet de règlement est adopté, il aura notamment les répercussions suivantes :

- obliger les personnes qui se prévalent de la dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés prévue à l'article 2.3 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « **Règlement 45-106** ») et à l'article 73.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la « **dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés** ») à obtenir un formulaire de reconnaissance de risque signé dans la forme prévue à l'Annexe 45-106A9, *Formulaire de reconnaissance de risque des investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques* (l' « **Annexe 45-106A9** ») de certains investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques mais non des clients autorisés;
- restreindre la dispense de prospectus pour investissement d'une somme minimale prévue à l'article 2.10 du *Règlement 45-106* (la « **dispense pour investissement d'une somme minimale** ») aux placements effectués auprès d'investisseurs qui ne sont pas des personnes physiques;
- modifier la définition de l'expression « investisseur qualifié » en Ontario pour permettre aux comptes gérés sous mandat discrétionnaire de souscrire ou d'acquérir des titres de fonds d'investissement en se prévalant de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ouverte à la catégorie de compte géré, comme il est autorisé dans les autres territoires du Canada.

Le texte du projet de règlement est publié avec le présent avis et peut être consulté sur le site Web des membres des ACVM suivants :

[www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)  
[www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)  
[www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca)  
[www.nssc.gov.ns.ca](http://www.nssc.gov.ns.ca)  
[www.fcmb.ca](http://www.fcmb.ca)

www.osc.gov.on.ca  
www.fcaa.gov.sk.ca  
www.msc.gov.mb.ca

## Objet

Le projet de règlement vise à répondre aux préoccupations suivantes :

- certaines personnes physiques qui investissent (les « **investisseurs individuels** ») ne comprennent peut-être pas les risques d'un placement effectué sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ou ne sont peut-être pas admissibles, en fait, comme investisseurs qualifiés;
- le seuil de 150 000 \$ de la dispense pour investissement d'une somme minimale peut ne pas être un bon indicateur des connaissances des investisseurs individuels ou de leur capacité à assumer des pertes financières et pourrait les mener à surconcentrer leurs placements dans un seul investissement.

Nous ne proposons pas de changer les seuils en dollars de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ni de celle pour investissement d'une somme minimale parce que nous estimons que cela n'aura aucune incidence sur les préoccupations exprimées.

## Contexte

Les dispenses pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale ont toujours reposé sur l'hypothèse que l'investisseur doit remplir au moins une des conditions suivantes :

- avoir un certain niveau de connaissances;
- être en mesure d'assumer 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.

Les deux dispenses prévoient des mesures objectives rentables pour les émetteurs qui placent des titres en vue de réunir des capitaux ou à d'autres fins. Or, les seuils que les personnes physiques doivent atteindre pour être admissibles comme investisseurs qualifiés ont été fixés par la Securities and Exchange Commission (**SEC**) en 1982 puis adoptés par les ACVM au début des années 2000. Le seuil actuel de 150 000 \$ à respecter pour bénéficier de la dispense pour investissement d'une somme minimale a été fixé en 1987. Les seuils n'ont pas été modifiés ni rajustés en fonction de l'inflation depuis lors.

Les ACVM ont effectué un examen approfondi des deux dispenses en réponse aux craintes soulevées relativement à la protection des investisseurs lors de la crise financière de 2007-2008. Le 10 novembre 2011, les ACVM ont publié le 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* (le « **document de consultation** »). Le 7 juin 2012, elles ont publié l'Avis 45-310 du personnel des ACVM, *Le point sur le 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*.

Dans le cadre de l'examen, le personnel des ACVM a examiné l'information suivante :

- les 110 mémoires reçus au sujet du document de consultation;
- les opinions exprimées au cours des séances de consultation tenues partout au Canada;
- les données relatives au marché dispensé et à l'utilisation des dispenses de prospectus pour la collecte de capitaux tirées des déclarations de placement avec dispense déposées dans les territoires participants pour les placements effectués en 2011;
- les données provenant de Statistique Canada sur les niveaux de revenu des Canadiens;
- les renseignements fournis par le personnel responsable de la conformité et de l'application de la loi sur les plaintes et les enquêtes relatifs à l'utilisation de ces dispenses;
- les décisions qui découlent des mesures d'application de la loi des autorités en valeurs mobilières ayant trait aux dispenses;
- les indications publiées par les membres des ACVM sur la façon de démontrer que l'investisseur est admissible comme « investisseur qualifié ».

#### *Examen de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés*

Cet examen approfondi a permis aux ACVM de faire les constatations suivantes au sujet de cette dispense :

- Les données recueillies ont confirmé que cette dispense est celle qui est le plus souvent invoquée parmi les dispenses relatives à la collecte de capitaux ouvertes à tous les émetteurs (les fonds d'investissement et fonds autres que des fonds d'investissement, les émetteurs assujettis et émetteurs non assujettis) tant au chapitre du capital investi sous le régime de la dispense (134 milliards de dollars ou 90 % du montant total<sup>1</sup> investi par les Canadiens en 2011) qu'à celui du nombre de fois où elle a été invoquée pour des placements auprès d'investisseurs canadiens (64 %).
- La nécessité de maintenir ou d'améliorer l'accès aux capitaux était un thème récurrent dans les 110 mémoires reçus. De nombreux intervenants redoutent les changements à cette dispense qui pourraient limiter l'accès aux capitaux, particulièrement pour les petites et moyennes entreprises. La majorité est en faveur du maintien des seuils actuels de revenu et d'actif, tandis qu'environ un tiers souhaiterait voir les seuils diminués afin d'encourager les nouveaux investissements de capitaux.
- Très peu de Canadiens atteignent les seuils actuels pour être admissibles comme investisseur qualifié. Environ 1,1 % des Canadiens répondaient au critère du revenu net en 2011. L'augmentation du seuil de revenu à 245 000 \$, qui vise à tenir compte de l'inflation

---

<sup>1</sup>Les Canadiens ont investi au total 149,5 milliards de dollars dans des titres de fonds d'investissement et d'émetteurs qui ne sont pas des fonds d'investissement sous le régime des cinq principales dispenses de prospectus applicables à la collecte de capitaux : la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, la dispense pour placement auprès de parents, amis et partenaires prévue à l'article 2.5 du Règlement 45-106, la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre prévue à l'article 2.9, la dispense pour investissement d'une somme minimale, et la dispense pour investissement additionnel dans un fonds d'investissement prévue à l'article 2.19. Le montant du capital investi dans des titres de fonds d'investissement ne comprend pas que le nouveau capital investi, mais sans doute aussi le montant que les fonds investissent dans d'autres fonds et ceux des rachats de titres d'un fonds donné par les investisseurs qui déplacent leur capital dans un autre fonds. Les fonds d'investissement n'ont pas l'obligation de tenir compte des rachats lorsqu'ils déclarent leurs placements.

enregistrée depuis 2010, réduirait ce nombre du tiers au moins (seulement 0,7 % des Canadiens avaient un revenu net de 250 000 \$ ou plus en 2011, selon le tableau 111-0008 de Statistique Canada, qui représente les particuliers ayant produit une déclaration de revenus au Canada).

- La plupart des audiences relatives à l'application de la loi qui avaient trait à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés portaient précisément sur la question de savoir si les investisseurs répondaient adéquatement aux critères d'admissibilité pour être investisseur qualifié. Dans de nombreux cas, ils n'avaient pas été informés du détail de ces critères ou des risques liés à la souscription ou à l'acquisition de titres en vertu d'une dispense de prospectus.

#### *Examen de la dispense pour investissement d'une somme minimale*

À la suite de leur examen approfondi, les ACVM ont fait les constatations suivantes au sujet de cette dispense :

- Elle a permis de recueillir le deuxième montant en capital en importance (5,6 milliards de dollars ou 3,7 % du montant total<sup>1</sup> investi par les Canadiens en 2011) après la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Cependant, lorsque nous avons tenu compte du nombre de fois où des investisseurs s'en étaient prévalus, nous avons constaté qu'elle n'avait été invoquée que dans moins de 1 % des placements effectués auprès des investisseurs canadiens. Elle est moins souvent invoquée que d'autres dispenses liées à la « collecte de capitaux », dont la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, la dispense pour placement auprès de parents, amis et partenaires prévue à l'article 2.5 du Règlement 45-106 et la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre prévue à l'article 2.9.
- Les avis étaient partagés également entre le maintien de cette dispense et sa suppression. De nombreux intervenants souhaitent l'éliminer parce qu'elle repose sur un fondement philosophique faible et fait naître le risque de surconcentration dans un seul investissement. Ceux qui sont en faveur de son maintien estiment qu'elle constitue une solution de remplacement rentable et efficiente lorsque la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés n'est pas ouverte.
- La majorité des personnes physiques qui souscrivent ou acquièrent des titres en vertu de cette dispense investissent entre 150 000 \$ et 200 000 \$. Lorsque l'investisseur peut décider combien investir, le montant est nettement inférieur en général. Par exemple, la plupart des personnes physiques investissent 30 000 \$ ou moins en vertu de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.
- Selon l'information transmise par le personnel responsable de la conformité et de l'application de la loi de certains territoires, les problèmes les plus souvent observés avec cette dispense sont notamment les suivants :
  - dans certains cas, le placement ne convient manifestement pas à l'investisseur;
  - l'investisseur individuel est parfois incité à emprunter des fonds pour respecter les conditions de la dispense;

- il arrive que des pressions soient exercées pour qu'il investisse 150 000 \$ de façon à « saisir l'occasion » qui se présente, alors qu'il devrait opter pour un montant moindre.
- Même si cette dispense n'est pas largement utilisée dans l'ensemble des territoires ou des secteurs d'activité, elle offre une solution de remplacement abordable lorsque la personne n'est pas investisseur qualifié. La dispense fonctionne bien dans certains secteurs d'activité : par exemple, pour la vente de titres immobiliers, comme ceux de projets d'immeubles en copropriété dans lesquels les unités sont évaluées à plus de 150 000 \$. Lors des séances de consultation, de petites et moyennes entreprises de certains territoires ont indiqué n'être parfois pas en mesure d'investir sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés parce qu'elles ne répondaient pas au critère de l'actif net applicable aux sociétés par actions (actif net de 5 millions de dollars).
- Nous avons examiné tous les dossiers des souscripteurs ou acquéreurs canadiens qui se sont prévalus de la dispense pour investissement d'une somme minimale en 2011 et les avons classés dans les catégories « personnes physiques » et « autres que des personnes physiques ». En nous fondant sur notre examen, nous estimons que les montants investis par les personnes physiques en vertu de cette dispense représentaient moins de 1 % des 149,5 milliards de dollars investis au total par les Canadiens en 2011<sup>2</sup>.

## Résumé du projet de règlement

### *Modifications proposées à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés*

Pour le moment, nous ne proposons pas de modifier les seuils de revenu et d'actif utilisés dans la définition d'investisseur qualifié. Nous suivrons de près l'évolution de la situation ailleurs dans le monde.

Nous proposons certaines modifications à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés pour répondre aux craintes liées à la protection des investisseurs, particulièrement la possibilité que certains investisseurs individuels ne comprennent pas bien les risques associés aux placements dans des titres du marché dispensé ou ne soient pas, dans les faits, admissibles comme investisseurs qualifiés. Voici la liste des changements que nous proposons d'apporter à la dispense :

1. Les investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques doivent remplir et signer le nouveau formulaire de reconnaissance de risque prévu à l'Annexe 45-106A9, *Formulaire de reconnaissance de risque des investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques*. Cette

---

<sup>2</sup> Représente le montant investi par des investisseurs canadiens dans des titres de fonds d'investissement et d'émetteurs qui ne sont pas des fonds d'investissement en vertu des cinq principales dispenses de prospectus utilisées en vue de réunir des capitaux : la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, la dispense pour placement auprès de parents, amis et partenaires prévue à l'article 2.5 du Règlement 45-106, la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre prévue à l'article 2.9, la dispense pour investissement d'une somme minimale, et la dispense pour investissement additionnel dans un fonds d'investissement prévue à l'article 2.19. Le montant du capital investi dans des titres de fonds d'investissement ne comprend pas que le nouveau capital investi, mais sans doute aussi le montant que les fonds investissent dans d'autres fonds et ceux des rachats de titres d'un fonds donné par les investisseurs qui déplacent leur capital dans un autre fonds. Les fonds d'investissement n'ont pas l'obligation de tenir compte des rachats lorsqu'ils déclarent leurs placements.

annexe décrit, en langage simple, les catégories d'investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques et les protections auxquelles l'investisseur renonce en souscrivant ou en acquérant des titres sous le régime de la dispense. L'investisseur serait tenu d'indiquer dans l'Annexe 45-106A9 dans quelle catégorie il se classe selon les critères d'admissibilité.

2. L'obligation de remplir l'Annexe 45-106A9 s'appliquerait à toutes les catégories actuelles d'investisseurs qualifiés *qui sont des personnes physiques*, c'est-à-dire aux personnes physiques qui satisfont à l'une des conditions suivantes :
  - le revenu net gagné de la personne s'est élevé à 200 000 \$, ou à 300 000 \$ avec son conjoint, dans chacune des deux dernières années civiles, et elle s'attend raisonnablement l'excéder dans l'année civile en cours;
  - elle possède, seule ou avec son conjoint, un actif financier (incluant les espèces et les titres, mais aucun bien immobilier), d'une valeur supérieure à 1 million de dollars;
  - elle possède un actif net d'au moins 5 millions de dollars.
3. Les investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques admissibles comme clients autorisés en vertu du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispense d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le « **Règlement 31-103** ») ne seraient pas tenus de remplir et de signer la déclaration prévue à l'Annexe 45-106A9. Pour être client autorisé, la personne physique doit posséder un actif financier de plus de 5 millions de dollars. À ce titre, elle peut renoncer à l'application de l'obligation de convenance, comme le prévoit le paragraphe 4 de l'article 13.3 du Règlement 31-103.
4. Tout représentant ou toute autre personne, inscrit ou non, qui participe à l'opération avec l'investisseur individuel serait tenu de remplir et de signer l'Annexe 45-106A9.
5. Nous proposons d'indiquer dans l'instruction générale, à l'intention des émetteurs, la marche à suivre pour vérifier la qualité d'investisseur qualifié, notamment au moyen d'explications sur les différents critères applicables et de questions à poser aux souscripteurs ou acquéreurs pour obtenir des renseignements factuels sur leur revenu ou leur actif avant de parler de l'investissement.
6. Les émetteurs seraient tenus d'indiquer la catégorie d'investisseur qualifié de chaque souscripteur ou acquéreur dans la déclaration de placement avec dispense (Annexe 45-106A1 et, en Colombie-Britannique, l'Annexe 45-106A6). Il serait ainsi plus facile pour nos services responsables de la conformité et de l'application de la loi d'évaluer si les conditions de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés sont respectées.
7. La définition d'« investisseur qualifié » serait modifiée pour englober les fiducies familiales établies par un investisseur qualifié au profit de parents, pourvu que la majorité des fiduciaires soient investisseurs qualifiés. Nous proposons cette modification afin de répondre aux commentaires reçus depuis l'adoption du Règlement 45-106 et sur le document de consultation faisant état du manque de cohérence de l'interdiction faite à l'investisseur qualifié de souscrire ou d'acquérir des titres pour le compte de la fiducie qu'il a créée au profit de parents.

8. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « **CVMO** ») propose de modifier la définition d'« investisseur qualifié » pour permettre la souscription ou l'acquisition par les comptes sous gestion discrétionnaire de titres de fonds d'investissement dans cette province. Les conseillers inscrits de comptes sous gestion discrétionnaire ont un devoir fiduciaire envers les investisseurs. Ils sont investisseurs qualifiés au sens du Règlement 45-106 et peuvent acheter tous les types de titres pour le compte géré sous le régime d'une dispense sauf, en Ontario, les titres de fonds d'investissement. Un certain nombre de participants du secteur de la gestion de placements ayant formulé des commentaires sur cette exclusion ont indiqué être en faveur de sa suppression pour les raisons suivantes :
- l'obligation de compétence et le devoir fiduciaire du gestionnaire de portefeuille envers l'investisseur constituent pour ce dernier une protection adéquate;
  - le client qui détient un compte géré devrait pouvoir se prévaloir de la dispense, qu'il investisse dans les titres directement ou par l'intermédiaire d'un fonds d'investissement;
  - la catégorie des comptes gérés de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés serait harmonisée partout au Canada.

#### *Modifications proposées à la dispense pour investissement d'une somme minimale*

Nous proposons de modifier cette dispense pour que seules les personnes autres que des personnes physiques puissent s'en prévaloir. Nous visons ainsi à répondre aux craintes liées à la protection des investisseurs qui découlent de l'utilisation de la dispense pour le placement de titres auprès d'investisseurs individuels.

#### *Autres modifications proposées*

Nous proposons de modifier la forme de la **déclaration de placement avec dispense** (Annexe 45-106A1 et, en Colombie-Britannique, l'Annexe 45-106A6) pour y recueillir des renseignements supplémentaires, notamment :

- la catégorie d'investisseur qualifié de chaque souscripteur ou acquéreur;
- les catégories d'activité mises à jour;
- en ce qui concerne toute personne rémunérée dans le cadre du placement, l'identité des souscripteurs ou acquéreurs à l'égard desquels elle a été rémunérée, entre autres.

Ces renseignements supplémentaires nous aideront à évaluer la conformité et à recueillir les données. En connaissant davantage les types d'émetteurs qui se prévalent de ces dispenses, nous serons en mesure de mieux comprendre ce marché et de le réglementer plus efficacement.

Nous apportons en outre des **modifications d'ordre administratif** liées à la suppression, depuis le 27 mars 2010, des dispenses de l'obligation d'inscription à titre de courtier (anciennement la partie 3 du Règlement 45-106) pour tenir compte de l'adoption du Règlement 31-103. Nous remplaçons notamment l'intitulé du Règlement 45-106 par *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* et apportons des modifications corrélatives à d'autres règlements pour tenir compte du changement d'intitulé.

#### **Incidence sur les investisseurs**

Le projet de règlement vise à améliorer la protection des investisseurs.

Les modifications à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, à l'exception de celles apportées à la définition d'« investisseur qualifié » liées aux comptes sous gestion discrétionnaire et aux fiducies familiales, aideraient les investisseurs individuels à comprendre s'ils peuvent être investisseurs qualifiés, ainsi que les risques liés à un placement sur le marché dispensé.

La modification que la CVMO se propose d'apporter à cette définition pour permettre la souscription ou l'acquisition par les comptes sous gestion discrétionnaire de titres de fonds d'investissement en Ontario aurait pour effet d'autoriser ces comptes à souscrire ou à acquérir tous les types de titres sous le régime d'une dispense, y compris les titres de fonds d'investissement.

La modification de la définition pour y inclure les fiducies familiales permettrait à l'investisseur qualifié de créer une fiducie au profit de parents.

La modification de la dispense pour investissement d'une somme minimale vise à réduire le risque que les investisseurs individuels concentrent leurs actifs dans un seul investissement, tout en conservant l'efficacité de la dispense pour les sociétés ou les investisseurs institutionnels. Elle répond en outre à notre crainte que le montant investi ne soit pas un bon indicateur de leurs connaissances ou de leur capacité à assumer des pertes financières.

Grâce aux modifications à la déclaration de placement avec dispense, nous en saurions davantage sur ce marché, ce qui nous permettrait de le réglementer plus efficacement en ciblant mieux nos programmes d'examen de la conformité et de sensibilisation des investisseurs.

## **Modifications corrélatives**

### **Modification de textes d'application pancanadienne**

Nous modifierons corrélativement les règlements et instructions générales qui suivent pour tenir compte du remplacement de l'intitulé du Règlement 45-106 par *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* :

- l'Instruction générale relative au Règlement 11-102 sur le régime de passeport;
- le Règlement 13-102 sur les droits relatifs aux systèmes de SEDAR et de la BDNI;
- le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites;
- l'Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites;
- le Règlement 32-102 sur les dispenses d'inscription des gestionnaires de fonds d'investissement non-résidents;
- le Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs;
- le Règlement 41-101 sur les obligations générales de prospectus;
- le Règlement 45-102 sur la revente de titres;
- l'Instruction générale relative au Règlement 45-102 sur la revente de titres;
- le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue;

- l'Instruction générale relative au Règlement 51-105 sur les émetteurs cotés sur les marchés de gré à gré américains;
- le Règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables;
- le Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés;
- le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat.

### Points d'intérêt local

Une annexe est publiée dans tout territoire intéressé où des modifications sont apportées à la législation en valeurs mobilières locale, notamment à des avis ou à d'autres documents de politique locaux. Elle contient également toute autre information qui ne se rapporte qu'au territoire intéressé.

La British Columbia Securities Commission (BCSC) et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) proposent des modifications d'application locale au Règlement 45-106. De plus, la CVMO en propose également au Règlement 45-102 sur la revente de titres (le « **Règlement 45-102** ») et le Rule 45-501 Ontario Prospectus and Registration Exemptions de la CVMO (le « **Rule 45-501** »).

La BCSC propose de modifier l'Annexe 45-106A6 pour recueillir des renseignements supplémentaires sur les émetteurs, les souscripteurs ou acquéreurs et les personnes rémunérées lors de placements sous le régime de dispenses de prospectus. Elle propose en outre de modifier l'Annexe 45-106A6 et d'ajouter l'article 6.7 au Règlement 45-106 afin de codifier certaines dispenses des obligations de cette annexe qui sont actuellement prévues par le BC Instrument 45-533 *Exemptions from Form 45-106F6 Requirements*.

La CVMO propose de modifier le Règlement 45-106, le Règlement 45-102 et le Rule 45-501 pour refléter l'entrée en vigueur prévue de certaines modifications à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la « **LVMO** »). Ces modifications avaient été présentées à l'origine en 2009 conjointement avec des changements aux obligations d'inscription dans le projet de loi 162 *Loi concernant les mesures budgétaires et d'autres questions* (le « **projet de loi 162** »). Les modifications proposées devaient être faites en deux étapes, la seconde phase devant entrer en vigueur par proclamation. Conformément aux dispositions du projet de loi 162, certaines dispenses de prospectus actuellement prévues par le Règlement 45-106 ou le Rule 45-501 ont été remplacées par des dispenses législatives équivalentes. En supposant l'entrée en vigueur par proclamation des dispositions du projet de loi 162, les dispenses de prospectus suivantes (ou des éléments de ces dispenses), actuellement prévues par le Règlement 45-106, seront déplacées dans la LVMO :

- la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés prévue au paragraphe 1 de l'article 2.3 du Règlement 45-106, à l'article 73.3 de la LVMO;
- la dispense pour l'émetteur fermé prévue au paragraphe 2 de l'article 2.4 du Règlement 45-106, à l'article 73.4 de la LVMO.

Les modifications d'application locale proposées par la BCSC et la CVMO figurent dans les modifications au Règlement 45-102, dans le projet de règlement et dans la version soulignée

indiquant les modifications proposées au Règlement 45-106 (y compris les annexes), publiée avec le présent avis. Pour obtenir des explications plus détaillées, consulter l'annexe pertinente sur les sites Web de la BCSC, au [www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca), et de la CVMO, au [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

## **Consultation**

Les intéressés sont invités à commenter le projet de règlement (y compris les annexes), la modification de l'instruction générale et les modifications corrélatives.

Veillez présenter vos commentaires par écrit d'ici le 28 mai 2014. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

Veillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM, comme suit:

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

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire de l'Autorité  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Télec. : 514 864-6381  
[consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

Leslie Rose  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
P.O. Box 10142, Pacific Centre  
701 West Georgia Street  
Vancouver (Colombie-Britannique) V7Y 1L2  
Télec. : 604 899-6814  
[lrose@bcsc.bc.ca](mailto:lrose@bcsc.bc.ca)

The Secretary  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20 Queen Street West  
22nd Floor  
Toronto (Ontario) M5H 3S8  
Télec. : 416 593-2318  
[comments@osc.gov.on.ca](mailto:comments@osc.gov.on.ca)

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires. Veuillez prendre note que tous les commentaires reçus seront affichés sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers à l'adresse [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca) et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à l'adresse [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca). Par conséquent, nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe qu'ils précisent en quel nom leur mémoire est présenté.

Nous remercions d'avance les intervenants de leur participation.

### **Contenu des annexes**

Les annexes suivantes font partie du présent avis :

- |          |   |
|----------|---|
| Annexe A | Aperçu des commentaires reçus sur le document de consultation 45-401 du personnel des ACVM, <i>Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés</i> |
| Annexe B | Liste des intervenants – Document de consultation 45-401 du personnel des ACVM, <i>Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés</i>             |
| Annexe C | Résumé des commentaires sur le Document de consultation 45-401 du personnel des ACVM, <i>Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés</i>       |

## Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

### *Québec*

Sylvie Lalonde  
Directrice de la réglementation  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4461  
[sylvie.lalonde@lautorite.qc.ca](mailto:sylvie.lalonde@lautorite.qc.ca)

Alexandra Lee  
Conseillère en réglementation  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4465  
[alexandra.lee@lautorite.qc.ca](mailto:alexandra.lee@lautorite.qc.ca)

### *Colombie-Britannique*

Leslie Rose  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6654  
Sans frais au Canada : 800 373-6393  
[lrose@bcsc.bc.ca](mailto:lrose@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](mailto:ghungerford@bcsc.bc.ca)

### *Alberta*

Tracy Clark  
Legal Counsel  
Alberta Securities Commission  
403 355-4424  
[tracy.clark@asc.ca](mailto:tracy.clark@asc.ca)

Patrick Hlavac-Winsor  
Legal Counsel  
Alberta Securities Commission  
403 355-2803  
[patrick.hlavac-winsor@asc.ca](mailto:patrick.hlavac-winsor@asc.ca)

### *Saskatchewan*

Sonne Udemgba  
Deputy Director, Legal (Securities Division)  
Financial and Consumer Affairs Authority  
(Saskatchewan)  
306 787-5879  
[sonne.udemgba@gov.sk.ca](mailto:sonne.udemgba@gov.sk.ca)

### *Manitoba*

Chris Besko  
Directeur adjoint et conseiller juridique  
Commission des valeurs mobilières du  
Manitoba  
204 945-2561  
[cbesko@gov.mb.ca](mailto:cbesko@gov.mb.ca)

### *Ontario*

Jo-Anne Matear  
Manager, Corporate Finance  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416 593-2323  
[jmatear@osc.gov.on.ca](mailto:jmatear@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](mailto:etopp@osc.gov.on.ca)

Maria Carelli  
Senior Accountant, Compliance and Registrant  
Regulation  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416 593-2380  
[mcarelli@osc.gov.on.ca](mailto:mcarelli@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](mailto:mschofield@osc.gov.on.ca)

*Nouveau-Brunswick*

Susan W. Powell  
Directrice adjointe, valeurs mobilières  
Commission des services financiers et des services aux  
consommateurs (Nouveau-Brunswick)  
506 643-7697  
[susan.powell@fcnb.ca](mailto:susan.powell@fcnb.ca)

*Île-du-Prince-Édouard*

Steve Dowling  
General Counsel  
Consumer, Labour and Financial Services Division  
Department of Environment, Labour and Justice  
Gouvernement de l'Île-du-Prince-Édouard  
902 368-4551  
[sddowling@gov.pe.ca](mailto:sddowling@gov.pe.ca)

*Terre-Neuve-et-Labrador*

Don Boyles  
Superintendent of Securities (par intérim)  
Securities Commission of Newfoundland and Labrador  
Gouvernement de Terre-Neuve-et-Labrador  
709 729-4501  
[dboyles@gov.nl.ca](mailto:dboyles@gov.nl.ca)

*Territoires du Nord-Ouest*

Donn MacDougall  
Deputy Superintendent, Legal & Enforcement  
Bureau du surintendant des valeurs mobilières  
Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest  
867 920-8984  
[donald\\_macdougall@gov.nt.ca](mailto:donald_macdougall@gov.nt.ca)

*Nouvelle-Écosse*

Shirley Lee  
Director, Policy and Market Regulation  
Nova Scotia Securities Commission  
902 424-5441  
[leesp@gov.ns.ca](mailto:leesp@gov.ns.ca)

*Nunavut*

Louis Arki, Directeur du bureau  
d'enregistrement  
Ministère de la Justice, Gouvernement du  
Nunavut  
867 975-6587  
[larki@gov.nu.ca](mailto:larki@gov.nu.ca)

*Yukon*

Frederik J. Pretorius  
Surintendant des valeurs mobilières  
Ministère des Services aux collectivités  
Gouvernement du Yukon  
867 667-5225  
[fred.pretorius@gov.yk.ca](mailto:fred.pretorius@gov.yk.ca)

## Annexe A

### **Aperçu des commentaires reçus sur le 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***

Le 10 novembre 2011, le personnel des ACVM (ou « nous ») a publié le 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*, qui présentait de l'information sur les deux dispenses examinées et soumettait à la consultation 31 questions. La période de consultation a pris fin le 29 février 2012. D'autres mémoires nous ont été transmis après la date limite.

Nous avons reçu 110 mémoires et recueilli les observations de plus de 300 participants aux séances de consultation organisées à l'échelle du pays. Les points de vue exprimés dans les mémoires et les séances de consultation étaient très variés.

Nous remercions tous les intervenants pour leurs commentaires. Nous les avons examinés attentivement. L'Annexe B renferme la liste des intervenants et l'Annexe C, un résumé des commentaires écrits reçus.

#### **Aperçu des commentaires écrits**

##### ***Dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés***

Les mémoires avaient un thème en commun : l'importance de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés pour la collecte de capitaux. Bon nombre d'intervenants craignent que tout changement à cette dispense ne limite l'accès aux capitaux, particulièrement pour les petites et moyennes entreprises. Plus de la moitié appuient le maintien de la dispense selon les seuils de revenu et d'actifs actuels, alors que près d'un tiers estiment qu'il faut réduire les seuils afin de favoriser de nouveaux investissements de capitaux.

Certains intervenants sont en faveur de l'augmentation des seuils, principalement pour tenir compte de l'inflation. Par contre, un nombre égal d'intervenants rejettent l'indexation des seuils en fonction de l'inflation, pour les raisons suivantes :

- le nombre de Canadiens qui sont admissibles comme investisseurs qualifiés selon les seuils actuels représente un très faible pourcentage de la population
- l'inflation ne constitue pas nécessairement une bonne mesure puisqu'elle ne tient pas compte des augmentations de revenu.

Certains intervenants ont suggéré d'éliminer cette dispense et de la remplacer par d'autres dispenses ou d'ajouter des protections.

Les avis sont presque également partagés sur la question de l'attestation de la qualité d'investisseur qualifié par une tierce partie indépendante. Une faible majorité s'oppose à une telle attestation pour les motifs suivants :

- cela ajouterait une étape à un processus de conformité déjà coûteux
- la personne responsable de l'attestation serait tenue de se fier aux déclarations de l'investisseur, comme le font actuellement les émetteurs et les personnes inscrites. Pourquoi

un tiers serait-il mieux placé pour vérifier la sincérité de l'investisseur?

- les investisseurs pourraient considérer cette démarche comme indiscrete et être contrariés par le fait que leurs déclarations de soient pas suffisantes
- le fait que l'investisseur atteste qu'il est admissible devrait être suffisant en soi

### ***Dispense pour investissement d'une somme minimale***

Contrairement à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, les avis sont presque également partagés sur la question de savoir si nous devons supprimer la dispense pour investissement d'une somme minimale. À peine un peu plus d'intervenants sont en faveur de la suppression pour les raisons suivantes :

- elle est philosophiquement illogique; la taille du placement n'est pas pertinente pour juger des connaissances de l'investisseur et de sa capacité à faire face à des pertes simplement parce que le placement pourrait représenter une part importante de ses actifs financiers
- elle entraîne le risque que le portefeuille d'investissement de l'investisseur soit surreprésenté dans un placement;
- elle pose des risques pour les investisseurs : ils pourraient perdre les économies d'une vie entière ou être ruinés
- bon nombre d'investisseurs seraient également considérés comme investisseurs qualifiés en vertu de cette dispense.

Les intervenants qui souhaitent le maintien de la dispense soutiennent que :

- elle est simple et facile à utiliser
- elle constitue, au besoin, une solution de rechange utile à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés
- les autorités en valeurs mobilières doivent continuer à encourager l'accès aux capitaux pour les émetteurs durant la période économique actuelle difficile
- la somme de 150 000 \$ représente tout de même une somme importante pour la plupart des gens, et suppose que les personnes concernées disposent des ressources financières nécessaires pour obtenir des conseils si elles le souhaitent.

Une faible majorité des intervenants ayant répondu à cette question ont indiqué être **contre** l'indexation du seuil de 150 000 \$ en fonction de l'inflation, pour les raisons suivantes :

- le fait de combler l'inflation des trois dernières décennies représenterait une mesure trop draconienne
- elle aggraverait le problème de surreprésentation
- la dispense est philosophiquement illogique; l'augmentation du seuil ne ferait qu'aggraver le problème
- l'inflation et les indices de prix à la consommation ne sont pas des mesures pertinentes puisqu'elles mesurent le pouvoir d'achat et non le revenu ou la valeur nette du patrimoine.

## Annexe B

### Liste des intervenants 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

#	Intervenants
1.	Advocis, Association canadienne des conseillers en assurance et en finance (Greg Pollock and Dean Owen)
2.	AIMA Alternative Investment Management Association (Ian Pember)
3.	Alta West Mortgage Capital Corporation (Dave McKitrick)
4.	AMBA Alberta Mortgage Brokers (Dean Koeller and Dave McKitrick)
5.	Association canadienne des professionnels en conformité (Sandra L. Kegie)
6.	Atnikov, Brenna
7.	Bennett Jones (Nicholas P. Fader)
8.	Bentham, Craig L., Barrister and Solicitor
9.	Borden Ladner Gervais s.r.l. (David Surat and Rebecca Cowdery)
10.	British Columbia Technology Industry Association (Bill Tam)
11.	Burnet, Duckworth & Palmer LLP (Shannon Gangl, Steve Cohen, Alyson Goldman and Bill Maslechko)
12.	Calrossie Investment Management Inc. (David Ramsay)
13.	Calvert Home Mortgage Investment Corporation (Dean Koeller)
14.	Campbell, Donald I. - Law Office, Barrister & Lawyer
15.	Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies, The (Keith Summers, CFA)
16.	Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (Paige L. Ward)
17.	Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs (Philip Bousquet)
18.	Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (Susan Copland)
19.	Association des gestionnaires de portefeuilles du Canada (Katie Walmsley and Scott Mahaffy)
20.	Association du Barreau canadien (Québec)
21.	Association du Barreau de l'Ontario (Philippe Tardif, Brian Pril and Barbara Henrickson)
22.	CBG Cawkell Brodie Glaister LLP (Jacob Kojfman)

23.	CBI Group (Travis Cadman)
24.	Cedar Parks Management Corp. (Jesse Bobrowski)
25.	Centres Commerciaux Plazacorp Ltée, Les (Lynda M. Savoie, CA)
26.	Compliance Support Services (Stephanie A. McManus)
27.	Computershare (Marc Castonguay)
28.	Contact CapitalAdvisory Corp. (Peter Murray)
29.	Coulter, Jamie and Melillo, David
30.	CSI Global Education Inc. (Marc Flynn)
31.	CUE – Calgary Urban Equities [Actions] Limited (Jonathan K. Allen)
32.	CVCA Canada’s Venture Capital & Private Equity Association
33.	Davies Ward Phillips & Vineberg, S.E.N.C.R.L., s.r.l. (Brian Kujavsky)
34.	Dexterity Ventures Inc. (Gena Rotstein)
35.	Doucet McBride Laywers (Harold Geller)
36.	Enlightened Private Capital Inc. (Norman Light)
37.	Exempt Analyst (William McNarland, CFA)
38.	Exempt Market Consultants (Nancy Bacon)
39.	Exempt Market Dealers Association of Canada (Brian Koscak, David Gilkes and Geoffrey Richie)
40.	FAIR Fondation canadienne pour l’avancement des droits des investisseurs (Ermanno Pascutto)
41.	Federation of Mutual Fund Dealers (Sandra L. Kegie)
42.	Financial Value Inc./Privest Wealth Management (D. Cameron)
43.	Fiore Financial Corporation (Gordon Keep)
44.	Fonds de solidarité FTQ (Mario Tremblay)
45.	Fraser Milner Casgrain S.E.N.C.R.L. (Tom Houston, Andrea Johnson and Lara Vos Smith)
46.	Front Row Capital Inc. (Craig Burrows)
47.	Full Circle Parenting (Lisa Kathleen)
48.	Fundamental Research Corp. (Brian Tang, CFA)
49.	Gardiner Roberts LLP (William R. Johnstone)
50.	Gluskin Sheff (David R. Morris)

51.	GreensKeeper Asset Management (Michael McCloskey)
52.	Greystone Managed Investment Inc. (Jacqueline Hatherly)
53.	Groupe consultatif des investisseurs de la CVMO (Anita Anand et al.)
54.	Heathbridge Capital Management Ltd. (Richard M. Tattersall, CFA)
55.	Highstreet Asset Management Inc. (Paul A. Brisson)
56.	IBS Capital , s.e.n.c. (Claude Delage)
57.	IFIC Institut des fonds d'investissement du Canada (Joanne De Laurentis)
58.	IGM Financial Inc. (Murray J. Taylor)
59.	Independent Financial Brokers (John Whaley)
60.	Independent Planning Group (Vince Valenti)
61.	InvestPlus Properties Canada Ltd. (Stuart McPhail)
62.	Jarry Bazinet Avocats et Conseillers d'affaires inc. (Patrick Bazinet)
63.	Kenmar Associates (Ken Kivenko, P.Eng.)
64.	Ly, Micheal
65.	Lytton Financial Inc. (Glenn Gold)
66.	MacDonald, Shymko & Company Ltd. (David Shymko)
67.	MacNicol & Associates Asset Management Inc. (David A. MacNicol)
68.	McCrank Stewart LLP ( David J. Brundige, QC)
69.	McInnes Cooper Lawyers(Basia Dzierzanowska and Jeff Hoyt)
70.	Meckelborg Financial Group Ltd. (J.A. Meckelborg)
71.	Miller Thomson (Susan Han)
72.	Miller Thomson S.E.N.C.R.L., s.r.l. (Greg P. Shannon and Darren M. Smits)
73.	Momentum (Jeff Loomis)
74.	Network of Angel Organizations – Ontario
75.	Norton Rose Canada LLP (Tracey Kernahen)
76.	OCRCVM (R.J. Corner)
77.	Olympia Trust Company (James Bell)
78.	Omniarch Capital Corp. (Jay Modi)
79.	Optimus US Real Estate Fund (Arthur Wong, P.Eng.)

80.	Paradigm Portfolio Management Company (Kyle Kozuska)
81.	Paradigm Environmental Technologies Inc. (Gordon D. Skene)
82.	Pinnacle Wealth Brokers (Rod Burylo)
83.	Pinnacle Wealth Brokers Inc. (Chris Silverthorn)
84.	Prestige Capital Inc. (Curtis Potyondi)
85.	Prestigious Properties (Thomas Beyer)
86.	Prosperity Development Group Ltd.
87.	Provisus Wealth Management (Peter Webster, CFA)
88.	Purpose Inspired Solutions (Scott Morrison)
89.	Raintree Financial Solutions (D.R. Fournier)
90.	RBC Dominion valeurs mobilières Inc. (David Agnew) and RBC Phillips, Hager & North Services-conseils en placements Inc. (Vijay Parmar)
91.	REAP Business Association (Stephanie Jackman)
92.	Reed Pope LLP (R. Keith Reed and Jennifer McGregor-Geer)
93.	Richardson GMP (Leo Purcell)
94.	SecureCare Investments Inc. (Peter Johannes)
95.	Sentinel Financial Management Corp. (Merlin H. Chouinard)
96.	SIPA Small Investor Protector Association (Stan I. Buell)
97.	Sloane Capital Corp. (Stephen Freedman)
98.	Smith Law Corp. (William H. Smith, c.r.)
99.	Stevenson Hood Thornton Beaubier LLP (Beaty F. Beaubier)
100.	SVX, MaRS Centre for Impact Investing (Annie Malhotra and Adam Spence)
101.	Swizzlesticks Enterprises Ltd. (Ross Hahn)
102.	SWMI Skyline Wealth Management Inc. (Mike Bonneveld)
103.	Tacita Capital Inc. (Michael Nairne)
104.	Thompson, Bruce S.
105.	Traluent Asset Management (Bill Siddiqui, CA)
106.	VANTEC (Michael C. Volker)
107.	Walton Capital Management Inc. (Mark McKenna)
108.	WealthSpark Inc. (David G.L. McKenzie)

109.	WEMA Western Exempt Market Association (Craig Skauge) (now known as the National Exempt Market Association)
110.	Westcourt Capital Corporation (David R. Kaufman)
111.	White Rabbit Communications (Angela Joyce)
112.	WMCZ Wallace Meschishnick Clackson Zawada
113.	Wolverton Securities Ltd. (Brent Wolverton)

## Annexe C

### Résumé des commentaires sur le 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

#### Examen par les ACVM des dispenses de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale Résumé des commentaires

##### Termes définis :

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* (le « document de consultation »)

*Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « Règlement 45-106 »)

*Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le « Règlement 31-103 »)

Dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés (la « dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés »)

Dispense de prospectus pour investissement d'une somme minimale (la « dispense pour investissement d'une somme minimale »)

Dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre

N°	Sujet	Commentaires
<b>Généralités</b>		
1	<b>Principes et objectifs fondamentaux</b>	<p>Les investisseurs devraient disposer d'un grand choix de produits et de gestionnaires professionnels et y avoir un accès généralisé. Les principaux objectifs de l'examen devraient être d'ouvrir au plus grand nombre possible de Canadiens un plus vaste choix d'investissements et d'élargir le bassin de personnes capables d'investir dans le marché dispensé.</p> <p>Les ACVM devraient envisager d'autres objectifs stratégiques liés à ces dispenses tels que la stimulation de la croissance économique et la collecte de capitaux.</p> <p>Les ACVM devraient concentrer leurs efforts sur des exigences qui visent à augmenter la transparence, la connaissance des risques et la disponibilité de l'information sur le marché dispensé. Le marché dispensé serait mal servi par des exigences qui risquent de limiter la participation d'investisseurs qui ont manifestement les ressources financières nécessaires pour supporter des pertes ou obtenir des conseils spécialisés sur les investissements dispensés.</p> <p>Afin de concevoir un ensemble de règles qui permettent aux émetteurs de réunir des capitaux et qui protègent les investisseurs en l'absence de prospectus, il faudrait établir la liste des objectifs que vise la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Les règles relatives à ces dispenses ne devraient pas être contraignantes au point d'exclure les investissements relativement peu élevés dans des entreprises fermées.</p> <p>En l'absence de prospectus, les investisseurs devraient pouvoir obtenir aisément de l'information sur un investissement éventuel.</p> <p>Qu'ils soient ou non vendus au moyen d'un prospectus, les investissements doivent être réputés convenir aux investisseurs d'après les renseignements recueillis dans le cadre des processus de connaissance du produit et de connaissance du client et de l'analyse de la politique de placement.</p> <p>Les règles ne devraient ni exclure les investisseurs qui sont informés ni inclure ceux qui ne le sont pas. On ne devrait pas supposer que les règles protègent les</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>investisseurs de leur propre bêtise ou irresponsabilité. Aucune règle n'interdit à qui que ce soit d'investir la totalité de ses actifs investissables dans des actions cotées en cents par l'intermédiaire d'un courtier exécutant (c'est-à-dire qu'aucun conseiller ne participe à l'opération et, par conséquent, que la convenance n'est pas analysée). De même, les règles du marché dispensé ne devraient pas empêcher une personne avisée d'investir tous ses actifs dans un émetteur ou un produit donné si cet investisseur juge que cela est approprié. Dans un tel cas, le courtier qui participe à la vente a la responsabilité de déconseiller à l'investisseur de procéder à une telle opération, mais l'investisseur qui décide de passer outre ce conseil devrait pouvoir aller de l'avant.</p> <p>Les régimes réglementaires devraient veiller à ce que les investisseurs et les conseillers comprennent les produits dans lesquels ils investissent.</p> <p>Les autorités de réglementation doivent établir un équilibre entre la protection des investisseurs et la possibilité pour les petites entreprises de collecter des capitaux; le système actuel de dispenses de prospectus ne favorise pas cet équilibre.</p> <p>Les autorités de réglementation doivent établir un équilibre entre des intérêts divergents pour veiller à ce que les petites et moyennes entreprises autrement incapables financièrement de placer des titres au moyen d'un prospectus puissent accéder à un financement à un coût raisonnable.</p> <p>L'idée selon laquelle un prospectus protège les investisseurs d'une manière appréciable est fautive dans la mesure où la plupart des investisseurs ne lisent pas le prospectus.</p> <p>Bien que de nombreux investisseurs sur le marché dispensé soient des institutions (comme des banques, des caisses de retraite, des fonds d'assurance ou des organismes de placement collectif), de plus en plus de placements avec dispense sont réalisés et ouverts aux petits investisseurs. Ces investisseurs sont beaucoup plus vulnérables que les investisseurs institutionnels parce qu'ils n'ont pas de « coussin » et qu'ils sont incapables de subir les pertes que supportent les institutions. Il est essentiel d'établir la proportionnalité entre, d'une part, le maintien de l'efficacité du marché et, d'autre part, la protection des intérêts des petits investisseurs et des investisseurs institutionnels.</p> <p>À l'heure actuelle, seulement 1 % des Canadiens gagnent un revenu annuel qui atteint le seuil de 200 000 \$ (selon les données de Statistique Canada). Qui plus est, environ 1 % des Canadiens possèdent des actifs financiers atteignant le seuil de 1 million de dollars qui en font des investisseurs qualifiés. Le bassin d'investisseurs sur le marché dispensé est déjà très restreint.</p> <p>Examinons le type de personnes physiques qui investissent dans le marché dispensé. Ces personnes ont tendance à éviter les marchés publics au profit de projets d'entreprise plus petits (spéculatifs ou non). Ces investisseurs sont le plus susceptibles d'être eux-mêmes des entrepreneurs, soit des propriétaires de petites entreprises et d'immeubles productifs de revenu. Par ailleurs, ces personnes ont tendance à « vivre des fruits de leur entreprise », ce qui signifie que leur revenu personnel déclaré est souvent une piètre approximation de leur mode de vie ou de leur pouvoir d'achat. Ces mêmes personnes — des entrepreneurs avertis, instruits et prospères — sont les plus exclus, à tort, de la catégorie des investisseurs qualifiés et sont empêchés de faire de bons investissements dans des produits du marché dispensé, même les produits qui sont émis aux termes d'une notice d'offre (du moins en Ontario, où il n'existe pas de dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre). Ces investisseurs veulent accéder à des investissements qu'ils comprennent. Les prospectus, les documents d'information et les états financiers de bon nombre de sociétés ouvertes sont souvent indéchiffrables à leurs yeux. Il leur est impossible de rencontrer la haute direction afin d'évaluer la solidité d'un modèle d'affaires ou d'examiner d'autres aspects qualitatifs de l'entreprise. Ces personnes préféreraient effectuer personnellement le contrôle diligent approfondi des occasions d'investissement et des gestionnaires, et elles sont exactement le type de personnes que nous devrions encourager à investir dans les petites et moyennes entreprises.</p>

N°	Sujet	Commentaires
	<p><b>Quel doit être le fondement de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés?</b></p>	<p>Les dispenses devraient tenir compte du type d'entreprise qui émet les titres, du type de vendeur qui participe à l'opération et de la complexité du titre.</p> <p>Prenons les critères appliqués dans l'Union européenne conformément à la <i>Directive concernant les marchés d'instruments financiers</i>. Ces critères établissent une catégorie d'investisseurs « professionnels », soit des investisseurs chevronnés qui ont l'expertise et les connaissances nécessaires pour prendre des décisions d'investissement et pour évaluer adéquatement les risques qui sont en jeu.</p> <p>Ceux qui n'ont pas d'expérience en finances (on ne doit pas présumer que les particuliers fortunés ont une formation financière) éprouvent de la difficulté à comprendre certains investissements.</p> <p>La dispense ne tient pas compte du cycle de vie où en sont rendus les investisseurs, ce qui est certes difficile à établir en raison de l'évolution démographique au Canada.</p> <p>Le critère des actifs financiers et celui du revenu sont à la fois trop et pas assez inclusifs. Des investisseurs avertis sont exclus, tandis que des investisseurs non avertis sont inclus.</p> <p>Bien qu'un seuil monétaire ne soit pas un substitut parfait à la compétence, un seuil adéquat aura vraisemblablement un certain rapport avec le niveau de compétence de l'investisseur et sa capacité à supporter les pertes, et fournit une certaine protection pour les investisseurs. Il est toutefoissimpliste de penser que le fait de posséder certaines ressources financières est une indication de la capacité à supporter les pertes.</p> <p>Dans le cas des personnes physiques, la taille d'un investissement par rapport à l'avoir net total est le critère le plus pertinent pour déterminer si une perte aura ou non un effet nuisible. Il pourrait être recommandé qu'au plus de 5 % à 10 % de l'avoir net soit investi dans des placements privés ou des produits non traditionnels.</p> <p>La formation et l'expérience professionnelle d'un investisseur sont des atouts importants pour déterminer si un investissement lui convient ou non. Les professionnels de la finance, les avocats en droit des sociétés et les comptables professionnels ont tous une formation et une expérience financières qui leur permettent d'évaluer les risques. En effet, les formations financière et juridique aident la personne physique à exercer une diligence raisonnable et à déterminer à quel moment une expertise externe est requise. Toutefois, d'autres types de formation et d'expérience professionnelle peuvent être tout aussi pertinents lorsqu'il s'agit d'évaluer une entreprise en démarrage; selon la spécialité de l'entreprise, par exemple, la formation d'agent de brevets, de médecin, de dentiste ou d'informaticien peut notamment être pertinente.</p> <p>Les critères de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés qui sont indiqués dans le document de consultation demeurent appropriés. Il s'agit des critères suivants : avoir un certain niveau de compétence, être en mesure de supporter des pertes financières, disposer de ressources pour obtenir des conseils spécialisés et avoir la motivation d'évaluer un investissement compte tenu de sa taille.</p> <p>Les principaux éléments qu'il faut examiner pour déterminer si une personne est capable d'investir dans le marché dispensé sont les suivants : l'expérience en matière d'investissement, les ressources financières, l'accès à de l'information et à des conseils, l'expérience professionnelle et la formation pertinentes (dans cet ordre). La capacité à prendre une décision d'investissement éclairée repose sur l'expérience plus que sur les ressources.</p> <p>Aucun facteur (comme le revenu ou l'avoir net) ne peut à lui seul déterminer si un investisseur a ou non un niveau de compétence suffisant. En exigeant la participation d'un analyste professionnel pour fournir un avis éclairé, on règle cette question. Presque tous les analystes ont le titre de CFA, ce qui signifie qu'ils sont avertis.</p> <p>La bonne question à poser est la suivante : « Quelle information le personnel de vente et les émetteurs doivent-ils raisonnablement donner en plus de l'information qu'ils</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>ont l'obligation de fournir à l'heure actuelle? »</p> <p>L'objectif principal d'un prospectus est de permettre aux investisseurs d'obtenir tous les renseignements sur les risques auxquels ils s'exposent en investissant dans un titre donné. Les investisseurs choisissent de lire ou non le prospectus. Cependant, le fait que ces renseignements détaillés soient <i>disponibles</i> est clairement le fondement de l'obligation de prospectus. L'obligation de prospectus ne prévoit pas que l'on doive veiller à ce qu'un investissement convienne à un investisseur en particulier. Le fait qu'un investisseur puisse ouvrir un compte auprès d'un courtier exécutant et effectuer des opérations sans recevoir de conseils sur la convenance vient appuyer cette affirmation.</p> <p>Il est faux de supposer qu'un investisseur peut faire n'importe quel investissement dans n'importe quelle circonstance sur le fondement de ses ressources financières, de sa formation, de son expérience professionnelle ou de son expérience en matière d'investissement. Ces facteurs devraient plutôt faire partie du processus de détermination de la <i>convenance</i> au client appliqué au moment de l'investissement par une personne inscrite qui n'a pas de lien de dépendance avec l'investisseur.</p> <p>La capacité de supporter des pertes financières est une condition pertinente, qui tranche nettement avec le concept de compétence. Par exemple, il se peut que la personne physique qui n'a pas la compétence ou l'expérience et les connaissances nécessaires pour évaluer le risque d'un investissement ne se préoccupe pas du risque auquel elle s'expose, puisqu'elle a les moyens de supporter la perte de son investissement. Selon nous, cette condition ouvre la porte à un scénario valable et important qui n'est pas envisageable sous le régime des dispenses de prospectus actuelles. Une personne physique qui possède des ressources financières modestes, par exemple celle qui ne répond pas aux critères financiers d'un investisseur qualifié, peut accepter le risque de perdre un investissement moins important, comme un investissement qui représente seulement 10 % de son avoir net liquide total, contre la possibilité de réaliser un gain en capital considérable. Les règlements du marché dispensé empêchent de nombreux Canadiens de participer à ce marché, même avec de petites sommes, et nous croyons que, en bout de ligne, cela favorise les bien nantis plutôt que l'intérêt du public. Dans le scénario précédemment évoqué, le niveau de compétence devient moins pertinent. La question à poser est la suivante : « Qu'est-ce qui représente la capacité à assumer les risques et quelle en est la mesure appropriée? »</p> <p>Nous sommes d'avis que la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devraient être fondées sur les ressources financières d'une personne physique ou ses connaissances en matière d'investissement (dans le cas, par exemple, d'une personne inscrite à titre de conseiller financier, de gestionnaire de fonds, etc.), ou les deux.</p> <p>Après avoir lu la définition d'investisseur qualifié prévue dans le Règlement 45-106, j'ai supposé qu'il n'y aurait aucune difficulté avec la majorité des personnes qui figurent sur la liste de la définition puisque la plupart d'entre elles seraient des professionnels en investissement inscrits et réglementés du secteur des valeurs mobilières, ou auraient de tels professionnels à leur service. Je concentre donc mes commentaires sur les investisseurs qualifiés qui seraient des personnes physiques provenant de secteurs autres que celui de l'investissement et peut-être des personnes morales qui sont des entreprises individuelles ou des sociétés de portefeuille de familles ou de fiducies ayant peu de propriétaires véritables. En évaluant les critères séparément, on retient le degré auquel s'applique le critère à une personne physique, alors que cela ne devrait probablement pas empêcher la personne de faire un investissement dans certaines circonstances. Le problème est que, bien que chaque critère puisse avoir une valeur quantitative ou mesurable (l'élément objectif), il pourrait (ou devrait) y avoir une certaine subjectivité dans la pondération de chacun des critères pour en arriver à décider si une personne physique est ou non admissible à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Si les participants devaient classer les éléments de la liste en ordre de priorité, ou y ajouter des éléments ou en supprimer, en quoi la liste consisterait-elle? Les ressources financières (la capacité de supporter des pertes financières et celle d'obtenir des conseils spécialisés sont probablement deux critères réciproquement exclusifs, et la capacité d'obtenir des conseils spécialisés devrait être un élément distinct de la liste); l'accès à de l'information financière et à d'autres renseignements clés concernant l'émetteur (et la capacité à interpréter l'information); la formation (en précisant dans quels domaines); l'expérience professionnelle (et sa pertinence à l'égard des activités de l'émetteur); l'expérience en matière d'investissement ou l'âge (le fait que la personne soit retraitée plutôt que nouvellement arrivée sur le marché du travail ne devrait-il pas être pris en compte lors</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>de l'évaluation de certains des critères susmentionnés?) (ou cela serait-il discriminatoire?).</p> <p>Essentiellement, une somme arbitraire est un mauvais indicateur de convenance. La personne physique devrait pouvoir choisir elle-même la somme à investir en fonction de sa situation financière, et en assumer la responsabilité.</p> <p>En ce qui concerne l'objectif de protection des investisseurs non avertis, il existe peu de solutions et, selon nous, la plupart d'entre elles sont déjà en place. Dans le cas des petits investisseurs, des mécanismes (comme la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre offerte dans chaque province, sauf l'Ontario) prévoient la communication de davantage d'information et l'application de dispositions réglementaires concernant le placement de valeurs mobilières dispensé de l'obligation de prospectus.</p> <p>Selon nous, un système fondé sur un examen de la convenance par une personne inscrite et un responsable de la conformité est plus efficace qu'un système de règles contraignantes fondé sur la situation financière du client.</p> <p>Nous sommes d'avis que la définition actuelle d'investisseur qualifié pourrait être élargie pour inclure la formation, l'expérience professionnelle ou l'expérience en matière d'investissement. La définition est fondée essentiellement sur les ressources financières, et nous croyons qu'elle exclut inutilement de nombreux participants au marché qui ont un niveau de compétence suffisant pour se protéger.</p> <p>Selon nous, le critère fondamental de la dispense pour investissement d'une somme minimale, soit le seuil de 150 000 \$, n'est pas valable et devrait être supprimé. Quant à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, nous sommes également d'avis qu'une telle discrimination ouverte fondée sur les avoirs est injuste et, à vrai dire, donne une image faussée de l'objectif de l'acte d'investir. Il est irréaliste de réserver ce marché à une certaine catégorie de personnes physiques dont, doit-on le rappeler, les ressources financières ne sont pas garanties d'un niveau de compétence suffisant.</p> <p>Nous n'acceptons pas le postulat selon lequel un investisseur est supposément habilité à faire n'importe quel investissement en n'importe quelle circonstance sur le fondement de ses ressources financières, de sa formation, de son expérience professionnelle ou de son expérience en matière d'investissement, ou que ces éléments démontrent un niveau de compétence ou de compréhension suffisant pour faire n'importe quel investissement en n'importe quelle circonstance. Nous recommandons un régime selon lequel ces facteurs feraient partie du processus de détermination de la <i>convenance</i> par une personne inscrite qui n'a pas de lien de dépendance avec l'investisseur au moment de l'investissement.</p> <p>Nous estimons que la majorité des facteurs indiqués devraient faire partie de la dispense globale pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, dans la mesure raisonnable. Par exemple, le seuil financier ne devrait pas être l'unique motif de l'octroi d'une dispense à un client en particulier. L'accès à de l'information financière clé sur l'émetteur (comme les états financiers audités, qui aident énormément à connaître les véritables activités d'un émetteur, contrairement aux seuls documents de marketing) devrait assurément être une composante de la dispense. La formation et l'expérience professionnelle devraient avoir un certain poids, mais nous considérons qu'il est injuste d'affirmer qu'une personne ayant une formation universitaire plutôt que des aptitudes en investissement acquises d'expérience est plus compétente pour prendre une décision d'investissement éclairée. Nous estimons que la combinaison de ces facteurs et d'un cadre réglementaire exigeant que l'émetteur communique de l'information et des documents financiers (à l'instar du régime réglementaire du marché dispensé fondé sur la notice d'offre) en appui au modèle d'affaires répondrait aux préoccupations légitimes qui entourent la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et la dispense pour investissement d'une somme minimale.</p> <p>Notre organisation est d'avis que l'exigence d'une somme minimale comme critère d'une dispense n'est pas une bonne mesure de la capacité d'un investisseur à supporter une perte financière. Selon la formation de courtier du marché dispensé que reçoivent les intervenants de notre secteur, un certain nombre de facteurs doivent</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>être pris en compte pour déterminer si un investissement convient à une personne physique; il s'agit de l'âge, des économies, de la retraite, des régimes de retraite, de la tolérance aux risques, de la formation et de la connaissance des activités ou du produit. À tout le moins, la somme minimale ne devrait pas être augmentée. Il incombe au courtier sur le marché dispensé d'évaluer le profil du client et de déterminer si un investissement donné lui convient. Un simple montant d'argent ne fait pas d'une personne physique un investisseur qualifié ni ne devrait empêcher qui que ce soit de faire un investissement en particulier.</p> <p>Les seuils d'admissibilité aux dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés sont de bons substituts à la compétence, qui est autrement difficile à mesurer (bien qu'elle soit facile à reconnaître lorsqu'elle existe vraiment). Nous avons constaté que les règles relatives à la connaissance du client et le titre d'investisseur qualifié sont efficaces pour écarter les personnes qui ne devraient pas faire un investissement en particulier. De façon générale, la règle sur l'investissement d'une somme minimale s'applique dans une seule situation, soit lorsqu'une entité (telle une fiducie familiale ou une société par actions) n'a pas elle-même la qualité d'investisseur qualifié malgré qu'elle soit dirigée par un investisseur averti ou qu'elle soit liée à une famille qui a autrement cette qualité. Dans un tel cas, la dispense pour investissement d'une somme minimale peut être utile. Quant à moi, je préférerais supprimer la dispense pour investissement d'une somme minimale et élargir la définition d'investisseur qualifié pour inclure les entités dont la décision d'investissement est prise par un investisseur qualifié ou par une autre personne qualifiée.</p> <p>Nous sommes fermement favorables au maintien des seuils monétaires ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et du seuil de 150 000 \$ exigé pour la dispense pour investissement d'une somme minimale. Nous avançons que les seuils actuels établissent un équilibre convenable entre la protection des investisseurs et la promotion de marchés financiers efficaces. Plus particulièrement, il ne faudrait pas sous-estimer l'importance de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</p> <p>Dans les provinces où elle est permise, la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre a ouvert le marché dispensé, et, par conséquent, les possibilités d'investissement moins complexes, à des millions d'investisseurs canadiens qui ne pourraient autrement pas participer à ce marché. Qui plus est, la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre a entraîné l'investissement de milliards de dollars dans des projets d'entrepreneurs, des entreprises en démarrage et des petites entreprises, qui sont au cœur de l'économie canadienne. Nous estimons que dans certains cas (par exemple, dans le cas des titulaires de titres professionnels comme ceux de CA, de CMA ou de CFA, ou des titulaires d'un baccalauréat en droit, etc.), la formation est un fondement approprié pour ouvrir droit à une dispense. De même, si la personne physique occupe un poste pertinent dans le secteur financier, son expérience professionnelle pourrait aussi la rendre admissible à une dispense. Selon nous, l'expérience en matière d'investissement pourrait bien être un critère suffisant pour une dispense, mais il nous faudra mieux comprendre ce qui serait réputé une expérience « suffisante » afin d'étoffer notre point de vue.</p> <p>Nous ne croyons pas que la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés en leur forme actuelle reposent sur des bases appropriées. Les critères d'admissibilité à ces dispenses ne permettent pas d'évaluer la convenance de façon utile ou appropriée. Le principe qui consiste à se prononcer sur la compétence d'un investisseur en fonction de ses actifs ou de son niveau de revenu n'est pas fondé, et il n'existe pas de preuve de corrélation entre ces éléments. La dispense pour investissement d'une somme minimale, dont l'objectif est de protéger les investisseurs, a l'effet contraire parce qu'elle force ceux-ci à risquer une importante somme d'argent, dans un seul investissement. La convenance devrait être déterminée à partir de toutes les variables relatives à une personne physique, soit sa situation financière, son expérience en matière d'investissement, sa tolérance au risque, son horizon temporel, ses objectifs, etc.</p> <p>Les critères financiers de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés restreignent déjà la disponibilité des investissements à un très faible pourcentage du public canadien. Selon les statistiques provisoires sur le revenu publiées récemment par l'Agence du revenu du Canada pour l'année d'imposition 2009, seules 507 000 personnes physiques avaient un revenu dépassant les 150 000 \$, ce qui représente seulement 2,1 % des déclarants. De ce nombre, seules 173 000 personnes physiques, ou 0,7 % des déclarants, avaient un revenu dépassant les 250 000 \$. Par conséquent, le critère du revenu minimal de 200 000 \$ sur une période de deux ans,</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>et un revenu semblable prévu pour l'année courante, a vraisemblablement pour effet de restreindre la qualification à environ 1,0 % à 1,5 % des déclarants. Le critère de l'actif financier minimal de 1 000 000 \$ s'applique également à un nombre minime de Canadiens. Selon les estimations du World Wealth Report 2011 de Capgemini et Merrill Lynch, 282 300 ménages canadiens disposaient en 2010 d'actifs financiers d'au moins 1 000 000 \$. Il s'agit d'environ 2,3 % des 12,4 millions de ménages au Canada (selon le recensement de 2006). Selon notre expérience, les personnes physiques qui répondent aux critères financiers d'un investisseur qualifié sont presque exclusivement des professionnels, des cadres d'entreprise et des propriétaires d'entreprise avertis qui sont en mesure de prendre des décisions d'investissement éclairées. La plupart d'entre eux sont des investisseurs d'expérience et bon nombre ont également accès à un réseau de conseillers professionnels qui les aident à prendre leur décision. Une très petite proportion de ces investisseurs seraient considérés comme inexpérimentés et, dans ce cas, ils sont habituellement suffisamment avertis pour être conscients de leurs limites, et soit ils restreignent leurs investissements à des CPG et à d'autres produits similaires, soit ils délèguent leur prise de décision d'investissement à un gestionnaire de portefeuille disposant d'un mandat discrétionnaire. Les critères financiers de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés limitent l'accès aux produits du marché dispensé à un très petit nombre d'investisseurs; à notre avis, ces critères sont de bons substituts au critère du niveau de compétence et il existe une corrélation étroite entre ceux-ci et d'autres critères comme la formation, l'expérience en matière d'investissement et la capacité à supporter une perte. Bien qu'ils ne soient pas un indicateur aussi efficace de la « compétence » que les critères financiers de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, les critères de la dispense pour investissement d'une somme minimale agissent, selon nous, comme un important obstacle à l'investissement par de petits investisseurs « non avertis ». Le seuil de 150 000 \$ représente une somme considérable et, par conséquent, ce critère freine efficacement la plupart des Canadiens. Selon Statistique Canada, l'avoir net médian des ménages canadiens en 2005 était de seulement 166 000 \$, soit environ le même niveau que le critère ouvrant droit à la dispense. Selon notre expérience, la dispense pour investissement d'une somme minimale permet aux « investisseurs avertis » qui ne sont pas des investisseurs qualifiés d'avoir accès aux produits du marché dispensé. Souvent, il s'agit de personnes plus jeunes, qui sont en train de bâtir leur carrière et leur portefeuille. En fait, la suppression de la seule dispense pour investissement d'une somme minimale serait, à certains égards, discriminatoire envers les investisseurs plus jeunes et « avertis ».</p> <p>Nous constatons que la fortune personnelle n'est pas une mesure de la compétence lorsqu'il s'agit des marchés des valeurs mobilières, car bon nombre de Canadiens bien nantis ont bâti leurs actifs par d'autres moyens que la participation dans des valeurs mobilières. Ainsi, les seuils financiers prescrits par le Règlement 45-106 servent davantage à évaluer si la situation financière d'un investisseur est suffisamment solide pour lui permettre de supporter une perte dans le cas où son investissement dans un produit du marché dispensé ne donne pas les résultats escomptés. De ce point de vue, les seuils financiers actuels sont suffisamment restrictifs. Toute hausse des montants de référence reviendrait à restreindre déraisonnablement l'accès aux produits du marché dispensé. En outre, le rehaussement des seuils financiers (comme un ajustement sur l'inflation) n'offrirait pas plus de protection aux investisseurs, mais nuirait plutôt à la capacité des marchés financiers de fonctionner efficacement en ce qui concerne les entreprises à petite capitalisation.</p> <p>Les adultes devraient assumer la responsabilité de leurs propres décisions d'investissement. L'application des caractéristiques pouvant ouvrir droit à ces dispenses sera difficile. Tout critère est arbitraire et exclurait selon toute vraisemblance des investisseurs potentiels qui ne devraient pas être rejetés.</p> <p>Nous ne sommes pas d'accord avec l'hypothèse que la formation est une bonne mesure, mais l'expérience en matière d'investissement l'est et l'expérience professionnelle, si elle est acquise dans une société d'investissement, peut très bien l'être (peut-être le critère devrait-il être de savoir si l'investisseur est une personne inscrite?). Sans expérience pratique, la réussite d'un programme de formation par un investisseur n'entraîne pas à elle seule que l'investisseur possède le niveau de compétence requis ou la capacité de supporter les pertes financières, ou qu'il possède le même niveau de compétence ou la même capacité de supporter les risques que d'autres investisseurs ayant réussi le programme.</p> <p>Contrairement à la dispense pour investissement d'une somme minimale, la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés établit des seuils d'actif et de revenu et représente un mécanisme plus nuancé par lequel on peut donner aux investisseurs accès à des placements de valeurs mobilières sans prospectus. Toutefois, ces normes sont strictement financières et elles ne peuvent pas garantir que les investisseurs possèdent la compétence qui leur permet de comprendre les risques d'un</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>investissement sur le marché dispensé.</p> <p>La question fondamentale n'est pas de fixer des seuils minimaux, mais plutôt de savoir comment on protège les investissements substantiels dans un entrepreneur ou une entreprise, ou comment on s'assure que la diligence raisonnable a été exercée à l'égard de ces investissements.</p> <p>Les critères du revenu et de l'actif sont d'excellents indicateurs de « compétence ». Restreindre le marché aux investisseurs ayant de l'expérience professionnelle dans le secteur de l'investissement reviendrait à supprimer la dispense. Limiter la dispense aux titulaires de titres professionnels du secteur ou de diplômes supérieurs en affaires est inutilement restrictif ou ne représente pas une garantie de « compétence ».</p>
	<p><b>Le fait qu'une personne inscrite participe au placement répond-il à vos préoccupations éventuelles?</b></p>	<p>Nous croyons que non. Les produits titrisés qui posaient problème étaient, en règle générale, vendus par des personnes inscrites. Souvent, les personnes inscrites ne possèdent pas de connaissances techniques particulières et n'ont pas d'exposition au secteur. Il existe un conflit d'intérêts inhérent à la manière dont les personnes inscrites vendent des produits.</p> <p>La participation d'une personne inscrite au placement de produits dispensés de l'obligation de prospectus peut réduire le risque pour les investisseurs. Les sociétés assurent une fonction de « protection » qui allie la connaissance du client à celle du produit. Les compétences professionnelles d'un conseiller constituent la meilleure protection pour les petits investisseurs, que ceux-ci soient ou non qualifiés.</p> <p>À notre avis, il n'est pas nécessaire que les personnes inscrites participent aux opérations effectuées avec un investisseur qualifié. Les investisseurs qualifiés sont en mesure de décider s'ils doivent ou non obtenir des conseils. L'obligation de faire participer une personne inscrite rend le processus plus complexe et plus long, soulève des préoccupations concernant la rémunération de la personne inscrite et peut créer des conflits d'intérêts lorsque la personne inscrite se voit retirer la gestion des fonds destinés au placement (gestion pour laquelle des honoraires lui sont versés).</p> <p>Étant donné que les personnes inscrites sont assujetties à l'obligation de connaissance du client, leur participation est une très bonne chose, mais elle ne devrait pas être obligatoire.</p> <p>La participation d'une personne inscrite répond à certaines préoccupations, mais l'idéal demeure le recours à la fois aux services d'une personne inscrite et à ceux d'un analyste tiers chargé d'établir un rapport. Cela tient au fait qu'une personne inscrite qui fournit des services aux clients ne connaît pas nécessairement très bien l'analyse des placements.</p> <p>Lorsqu'une personne inscrite participe à un placement sur le marché dispensé, les organismes de réglementation devraient avant tout veiller à ce qu'elle respecte les obligations qui lui incombent déjà, notamment l'obligation de convenance.</p> <p>Oui. L'obligation de faire participer une personne inscrite à l'opération ainsi que les obligations de connaissance du client, de connaissance du produit et de convenance à chaque investisseur dont doivent s'acquitter les personnes inscrites dans le cadre de chaque placement projeté peuvent, lorsqu'elles sont véritablement respectées, répondre à certaines préoccupations. La personne inscrite serait tenue de repérer les situations dans lesquelles un placement particulier ne convient pas à un investisseur par ailleurs « qualifié ». Nous devons toutefois souligner une conséquence involontaire éventuelle de l'application du Règlement 31-103, à savoir l'inscription, par les émetteurs, de courtiers sur le marché dispensé (les « CMD ») « à but unique ». Leur désignation diffère de celle des émetteurs dont ils sont les seuls à vendre les produits, mais ces CMD ne sont en aucun cas des intermédiaires sans lien de dépendance avec les émetteurs en question. À notre avis, même en supposant que les CDM négocient de bonne foi, l'inévitable conflit d'intérêts nuit à leur rôle (c.-à-d. la « recherche du meilleur intérêt du client ») et va à l'encontre de l'objet du</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>Règlement 31-103 et des préoccupations auxquelles il vise à répondre.</p> <p>Nous en sommes en faveur d'un réexamen de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés; nous croyons cependant que toute modification apportée à ces dispenses ne pourrait répondre qu'à un certain nombre de préoccupations à l'égard du régime du marché dispensé du Canada. À notre avis, une préoccupation sous-jacente plus grande encore concerne les possibilités d'arbitrage réglementaire qui existent sous le régime du marché dispensé. Les obligations d'inscription pour l'exécution d'opérations sur le marché dispensé ne sont pas harmonisées dans l'ensemble du Canada. À l'heure actuelle, dans les territoires où l'inscription est obligatoire pour effectuer des opérations sur le marché dispensé, l'étendue des activités autorisées pour la catégorie d'inscription de CMD prévue par le Règlement 31-103 occasionne, au détriment des investisseurs, des inégalités sur le plan réglementaire entre les membres d'un organisme d'autoréglementation (un « OAR ») et les non-membres d'un OAR qui exercent les mêmes activités. Selon nous, l'obligation de faire participer une personne inscrite aux termes de la législation en valeurs mobilières devrait s'appliquer à toutes les opérations effectuées sur des titres du marché dispensé. Nous soulignons que, pour ce faire, il faudrait réexaminer l'approche différente de la réglementation applicable aux CMD en vigueur dans certains territoires. De plus, compte tenu des préoccupations soulevées, nous sommes d'avis que les CMD ne devraient pas être habilités à effectuer des opérations sur des titres placés au moyen d'un prospectus.</p> <p>La participation d'une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables permet l'intervention d'une personne ayant la responsabilité générale aux termes de la réglementation de ne faire que des recommandations convenables, même si, nous le reconnaissons, l'investisseur n'est pas tenu de suivre les recommandations de la personne inscrite.</p> <p>Bien qu'il soit souhaitable que le processus de placement de titres soit confié à une personne inscrite, cela pourrait entraîner une augmentation considérable des coûts pour l'émetteur. En revanche, exiger qu'une personne inscrite ait la responsabilité plus limitée de juger de la convenance du placement pour les investisseurs contribuerait à renforcer le processus, et ce, à des coûts supplémentaires modestes pour l'émetteur.</p> <p>Selon moi, ce sont les personnes physiques et les sociétés non inscrites qui posent le plus grand risque de fraude. Pourquoi un fraudeur se donnerait-il la peine de s'inscrire et de payer les coûts d'inscription? Le fait que la CVMO adopte un règlement qui obligerait les émetteurs à faire évaluer la convenance d'un investissement par une personne inscrite assurerait une meilleure protection aux investisseurs qui font affaire avec des personnes physiques non inscrites.</p> <p>Cela pourrait grandement limiter l'accès à ce marché pour les petites et les moyennes entreprises. Si les sociétés inscrites étaient tenues de participer au placement de tous les titres sur le marché dispensé au moyen de la dispense pour investissement d'une somme minimale ou de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, il est fort probable qu'elles exigeraient des émetteurs une rémunération considérable en contrepartie de cette tâche. Le niveau de rémunération pourrait être trop élevé pour certains émetteurs et pourrait éliminer, à toutes fins utiles, ce moyen de collecter des capitaux pour les émetteurs de petite ou de moyenne taille. L'imposition de cette obligation aux sociétés inscrites qui, en raison de leur optique commerciale, peuvent ne pas souhaiter collecter des montants moindres de capitaux pour de plus petits émetteurs nous préoccupe également, car cela pourrait aussi avoir pour effet d'exclure ce moyen de collecter des capitaux pour les émetteurs de petite ou de moyenne taille.</p> <p>La personne inscrite et le courtier sont les mieux placés pour décider des mesures appropriées à prendre pour remplir leur obligation de connaissance du client dans le cadre d'une opération et à l'égard d'un client donné.</p> <p>Oui, assurément. Selon nous, la décision d'investir sur le marché dispensé devrait reposer sur l'évaluation de la convenance pour l'investisseur réalisée par les conseillers inscrits qualifiés conformément à l'obligation de connaissance du client. Notre expérience a montré que cette évaluation, unique à chaque client, peut être complexe. Dans le cadre de la mise en œuvre du Règlement 31-103 et de ses textes d'application, moyennant des efforts et à des coûts considérables, les courtiers et les</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>émetteurs sur le marché dispensé acceptent d'assumer la responsabilité de veiller à la convenance du placement au client, y compris d'évaluer la tolérance au risque associée aux investissements recommandés, ainsi que le risque qui en découle. En particulier au cours des deux dernières années, la qualité des processus de connaissance du produit et de connaissance du client mis en œuvre par la plupart des courtiers sur le marché dispensé s'est grandement améliorée et, à notre avis, ces processus contribuent à protéger au mieux les investisseurs. Ainsi, les restrictions quelque peu arbitraires que la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés imposent aux investisseurs peuvent nuire à ceux-ci. D'après notre expérience, certains investisseurs éventuels considèrent ces restrictions comme étant arbitraires, sévères et « orwelliennes ». Certains sont d'avis que, de manière générale, elles empêchent des investisseurs rationnels et intelligents de profiter de placements qui leur permettraient d'accroître leur diversification, de potentiellement augmenter le rendement du capital qu'ils ont investi et, dans certains cas, d'éviter les effets de la volatilité du marché.</p> <p>Oui, le recours aux services d'un représentant de courtier qui ne vend que des produits du marché dispensé approuvés et fouillés diminue le risque qu'un investisseur investisse dans des produits de qualité inférieure sur le marché en général. De plus, le fait que le représentant de courtier ne recommande à l'investisseur que des produits qui lui conviennent peut répondre à certaines préoccupations concernant le niveau de formation de l'investisseur qui prend ses propres décisions sans l'aide d'un représentant avisé.</p> <p>Une société ou une personne qui effectue le placement de ses propres produits serait inscrite comme CMD et serait tenue de veiller au respect de l'obligation de convenance. La connaissance du produit ou du placement permettrait au CMD de déterminer adéquatement ce qui est convenable. En bout de ligne, notre secteur devrait avant tout se concentrer sur la formation, l'expérience et les connaissances des CMD afin de veiller à ce que les mesures appropriées soient prises pour respecter l'obligation de convenance. Le fait qu'un CMD participe de près au placement des produits qu'il vend accroît les connaissances qui peuvent être transmises à un investisseur potentiel, car ce CMD connaît le produit, contrairement à un CMD tiers qui ne possède peut-être pas les compétences nécessaires pour communiquer les risques qui y sont associés.</p> <p>La participation au placement d'une personne inscrite qui s'acquitte correctement des obligations de connaissance du client, de connaissance du produit et de convenance qui lui incombent aux termes du Règlement 31-103 et des règlements de l'OCRCVM offre aux souscripteurs une protection supplémentaire sur le marché dispensé. La crainte que les courtiers et les représentants ne s'acquittent pas adéquatement de ces obligations justifie l'application de mesures réglementaires. Bien que nous soyons d'avis que les dispenses actuelles suffisent à protéger les investisseurs, nous soulignons que la participation d'une personne inscrite pourrait fournir une protection supplémentaire. Toutefois, nous croyons qu'il n'est pas pertinent d'imposer la participation au placement d'une personne inscrite comme condition d'obtention d'une dispense de prospectus.</p> <p>Nous sommes d'avis que le fait d'imposer aux conseillers une obligation fiduciaire ou une obligation similaire expresse d'agir dans l'intérêt de leurs clients permettrait d'atténuer à tout le moins quelques préoccupations concernant le recours abusif à ces dispenses. Les organismes de réglementation auraient également moins besoin de s'occuper des placements privés pour veiller à ce que les investisseurs prennent des décisions d'investissement éclairées. Si une telle obligation était imposée, les seuils actuels pourraient être convenables, sous réserve de quelques petites modifications. Toutefois, en l'absence d'une telle obligation, nous recommandons un resserrement des conditions d'admissibilité pour les investisseurs.</p> <p>Le marché dispensé n'est pas un marché non réglementé. Au Canada, les fonds du marché dispensé sont gérés par des gestionnaires de portefeuille (représentants-conseils) assujettis à la réglementation qui ont, en plus de l'obligation de connaissance du client, l'obligation de veiller à ce que l'investissement convienne à chaque client. Je suis convaincu que la seule façon de protéger véritablement les investisseurs consiste à s'assurer que le système d'inscription garde les mauvais opérateurs hors de l'industrie. L'intégrité du gestionnaire de placements et du conseiller ou du courtier est primordiale.</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>La personne inscrite joue un rôle essentiel de protection du marché financier et doit occuper une place de premier plan dans la réalisation de ce type de placement.</p> <p>Un petit investisseur individuel peut être particulièrement vulnérable lorsqu'il ne reçoit pas les conseils d'un conseiller compétent et indépendant qui a l'obligation d'examiner la convenance d'un investissement en tenant compte de sa situation particulière.</p> <p>Nous sommes pour le maintien de la somme actuellement prévue pour la dispense pour investissement d'une somme minimale; toutefois, lorsque cette dispense est utilisée dans le cadre d'un placement effectué auprès d'investisseurs individuels, il faudrait prévoir l'obligation de faire participer au placement un gestionnaire de portefeuille ou une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs.</p> <p>La participation d'une personne inscrite combinée à l'obligation de diligence raisonnable qui incombe aux CMD contribue à offrir aux investisseurs la possibilité de diversifier leur portefeuille en leur permettant l'accès à des sociétés fermées bien étudiées qui correspondent à leurs objectifs de placement. Cependant, les critères de formation s'appliquant aux personnes qui souhaitent devenir un CMD pourraient certainement être resserrés.</p> <p>Nous préférierions que les gens obtiennent des conseils sur les produits dispensés auprès des gestionnaires de portefeuille inscrits. La quantité grandissante d'information dont les organismes de réglementation exigent la communication depuis quelques années est remarquable. Nous sommes convaincus que la vaste majorité des gens n'ont ni le temps ni les ressources pour lire et comprendre une grande quantité d'information en contexte. Aussi, en confiant aux conseillers inscrits la tâche de transmettre une information intelligible, les organismes de réglementation s'assurent qu'un responsable a des comptes à rendre.</p> <p>Selon notre expérience, la participation d'une personne inscrite ne serait d'aucune aide pour le souscripteur. L'obligation de faire participer au placement une personne inscrite serait en fait contre-productive. Nous ne croyons pas que le fait d'obliger un conseiller « étranger » à participer à l'opération serait avantageux pour les investisseurs en question – le processus de connaissance du client et le degré de connaissance du produit étant peu susceptibles d'aider l'investisseur à prendre une décision d'investissement.</p> <p>De nombreuses personnes inscrites, comme la plupart des conseillers financiers traditionnels, ne sont pas des conseillers. Ce sont plutôt des vendeurs travaillant à la commission. Étant donné la nature de leur travail, elles ne sont pas objectives et veulent vendre un maximum de produits afin de toucher d'importantes commissions, car il s'agit de leur objectif premier. Ainsi, les produits à faible commission ne sont peu ou pas offerts, ce qui réduit sérieusement l'univers d'investissement et a un effet défavorable immédiat sur les investisseurs.</p> <p>Cours de formation sur les marchés dispensés — Après avoir examiné les récentes décisions générales et ordonnances de la CVMO, nous avons déterminé que les intervenants sur le marché dispensé qui sont les mieux placés pour évaluer la convenance d'un produit du marché dispensé aux investisseurs individuels sont, dans bien des cas, les personnes inscrites sur le marché dispensé, ce qui comprend les conseillers financiers qui ont suivi une formation reconnue sur les marchés dispensés. Si les courtiers sur le marché dispensé et les chefs de la conformité sont tenus de réussir l'Examen du cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada et l'Examen sur les produits du marché dispensé, nous considérons — étant donné la complexité croissante des produits du marché dispensé — que <i>toutes</i> les personnes inscrites sur le marché dispensé devraient avoir l'obligation de réussir un cours sur les marchés dispensés, afin de s'assurer que les principales parties à une opération sur le marché dispensé respectent une norme de compétence de base. Cette obligation contribuerait à améliorer la valeur des conseils prodigués aux investisseurs individuels éventuels sur le marché dispensé. En ce qui concerne les obligations de compétence, le représentant d'un courtier sur le marché dispensé est tenu de réussir l'Examen du cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada et l'Examen sur les produits du marché dispensé, ou il doit remplir les critères de compétence du représentant-conseil d'un gestionnaire de portefeuille. Le chef de la conformité d'un courtier sur le marché dispensé doit réussir l'Examen des dirigeants, associés et administrateurs ou l'Examen du cours à l'intention des associés, administrateurs et dirigeants ainsi que l'Examen du cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada ou l'Examen</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>sur les produits du marché dispensé, ou encore il doit remplir les critères de compétence du chef de la conformité d'un gestionnaire de portefeuille.</p> <p>Je suis également d'avis que, bien qu'un courtier membre de l'OCRCVM participe à l'occasion à un placement lorsqu'il fournit le financement ou qu'il reçoit les actions, le fait de vouloir lui imposer l'obligation de conseiller le client alors qu'il n'est pas partie à l'opération ou qu'il n'en n'a pas été informé à l'avance ne sert pas les intérêts des investisseurs. Les membres de l'OCRCVM ne peuvent véritablement protéger les investisseurs que s'ils ont un droit de regard sur la forme de la convention de souscription et le processus de règlement envisagé, et que s'ils ont la possibilité de se renseigner à l'avance sur le placement.</p> <p>Des modifications devraient être apportées au Règlement 31-103. Il faudrait exiger des employeurs des vendeurs et des CMD qui contrôlent actuellement l'accès aux capitaux pour les émetteurs davantage d'information sur leur historique des ventes. Il semble qu'un vendeur puisse continuer à exercer ses activités même s'il a vendu des produits d'investissement improductifs pendant de nombreuses années.</p> <p>Le nombre de personnes qui agissent comme CMD sans être inscrites à ce titre pose un problème majeur. Au cours des consultations, le personnel de la CVMO a confirmé que la majorité des fraudes ou des cas où des investisseurs ont effectué des investissements qui ne leur convenaient pas survenaient dans le cadre d'émissions auxquelles ne participait aucune personne inscrite. Je crois que les nouvelles règles ont contribué à exacerber ce problème, en raison de l'augmentation considérable des coûts que ces règles ont occasionnée (de l'ordre de 500 % pour l'intervenant) et des centaines d'heures de cours requises, ce qui dissuade les personnes et les sociétés de s'inscrire. Le problème est probablement plus important dans les provinces où l'obligation d'inscription n'existait pas auparavant, mais il est néanmoins très présent en Ontario. Malheureusement, le resserrement des règles relatives à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ou l'imposition d'une obligation minimale d'information, notamment, dissuaderont encore davantage ces personnes de s'inscrire.</p> <p>Nous croyons comprendre qu'un certain nombre de personnes inscrites ne respectent pas les obligations de convenance actuelles; nous recommandons une meilleure surveillance du respect, par les personnes inscrites, de l'obligation de convenance et des obligations de connaissance du client et du produit, ainsi que l'imposition de sanctions plus sévères en cas de non-respect de celles-ci.</p> <p>Les obligations de convenance actuelles ne sont pas appropriées en cas de conflits d'intérêts. Une obligation fiduciaire pourrait se révéler plus pertinente.</p> <p>Nous proposons d'imposer d'une part un examen normalisé pour le secteur dont les résultats seraient examinés par le service de conformité et d'autre part des compétences professionnelles minimales pour les personnes qui vendent des titres visés par des dispenses.</p> <p>Selon nous, il faudrait examiner les coûts et les avantages liés à l'obligation de faire participer une personne inscrite à tous les placements effectués sous le régime des dispenses. Nous ne connaissons pas les statistiques concernant le recours aux dispenses dans le cas des placements sans courtier, mais nous croyons qu'il s'agit d'une pratique courante; c'est pourquoi la participation d'une personne inscrite à tous les placements entraînerait une augmentation des coûts d'opérations pour les émetteurs. De plus, si les dispenses reposent sur la capacité de l'investisseur de « se défendre » compte tenu de son niveau de compétences apparent, il est permis de croire que la participation d'une personne inscrite au placement n'est pas nécessaire.</p>

N°	Sujet	Commentaires
	<p><b>La participation d'un gestionnaire de portefeuille inscrit a-t-elle une incidence?</b></p>	<p>Il faut faire la distinction entre les produits pour lesquels l'investisseur bénéficie d'une gestion professionnelle (c.-à-d. les fonds en gestion commune) et les produits pour lesquels il n'y a pas de gestion professionnelle (p. ex. l'achat d'actions d'une seule société), car les produits gérés de manière professionnelle offrent une meilleure protection aux investisseurs. La diversification qu'offre un fonds d'investissement devrait amoindrir les préoccupations réglementaires à cet égard et, par conséquent, le seuil pour les investisseurs aux termes de ces dispenses devrait être abaissé.</p> <p>Le fait de confier la gestion de son argent à des tiers est plus risqué que de s'en occuper soi-même lorsque le gestionnaire n'assume pas le même risque de perte et qu'il y a conflit d'intérêts (p. ex. quant à la manière dont les honoraires sont versés au gestionnaire).</p> <p>Un investisseur qui bénéficie des services d'un gestionnaire de portefeuille inscrit, lequel prend la décision d'investissement pour le compte de l'investisseur, devrait pouvoir se prévaloir d'une dispense lui permettant d'avoir accès à la totalité des produits financiers réputés convenables pour lui par le gestionnaire de portefeuille. La catégorie des comptes gérés de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés tient compte de ce fait. Un fond d'investissement peut offrir à un investisseur une certaine diversification, un meilleur accès à certains produits financiers ainsi que des économies sur les frais de courtage et d'autres économies d'échelle qu'un placement direct n'offre pas. La disposition particulière aux titres de fonds d'investissement en Ontario qui s'applique aux comptes gérés sous mandat discrétionnaire découle d'une distinction arbitraire qui nuit à la capacité du gestionnaire de portefeuille de s'acquitter de son obligation d'agir dans l'intérêt des clients non qualifiés dont le compte est géré lorsque ces clients gagneraient à investir dans des produits mis en commun (sans devoir investir un minimum de 150 000 \$ — ou plus — dans ces produits). L'exclusion des titres de fonds d'investissement de la catégorie des comptes gérés en Ontario nous laisse perplexes compte tenu des multiples niveaux de surveillance réglementaire mis en place pour protéger l'investisseur qui acquiert des titres de fonds d'investissement. L'obligation de connaissance du client qui incombe au gestionnaire de portefeuille et son évaluation de la convenance pour le client constituent le premier niveau de protection de l'investisseur. Une fois les actifs de celui-ci investis dans un fonds d'investissement, d'autres niveaux de protection entrent en jeu; le gestionnaire du fonds d'investissement et le gestionnaire du portefeuille font tous deux l'objet d'une surveillance réglementaire visant à s'assurer que les clients (le fonds et les personnes qui ont investi dans le fonds) sont traités de façon honnête et équitable.</p> <p>La possibilité de gérer l'argent des investisseurs au moyen d'un fonds en gestion commune offre des avantages importants sur les plans de l'administration et de la négociation que n'offrent pas la gestion des mêmes investissements au moyen de comptes individuels, et ce, sans compromettre la protection de l'investisseur. En outre, les fonds en gestion commune gérés par des gestionnaires de portefeuille autorisés qui investissent seulement dans des titres inscrits en bourse devraient être traités différemment des autres fonds en gestion commune. Ainsi, les règles applicables aux investisseurs qualifiés ne devraient pas être resserrées, mais plutôt supprimées à l'égard de cette catégorie de fonds.</p>
	<p><b>Le type de titre importe-t-il (p. ex. un titre nouveau ou complexe)?</b></p>	<p>Il est difficile d'établir des critères d'évaluation de la complexité des produits car ceux-ci évoluent continuellement; certains produits autrefois considérés comme complexes sont aujourd'hui courants. Il ne serait pas raisonnable de définir ce en quoi consiste un produit complexe.</p> <p>Le risque est plus grand pour les investisseurs lorsque le titre est complexe. Les ACVM devraient procéder à une consultation distincte qui porterait sur le modèle de réglementation approprié à la vente de produits complexes, y compris sur la question de la pertinence de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et de la dispense pour investissement d'une somme minimale pour ces produits. Il est nécessaire d'établir de nouvelles approches réglementaires à l'égard des produits complexes.</p> <p>Nous sommes d'avis que le manque de compétences pose davantage de problèmes dans le cas de la vente de fonds d'investissement, de produits complexes, d'instruments de crédit à rendement élevé et de franchises.</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>Selon nous, les seuils de revenu devraient être relevés peu importe le degré de complexité de l'investissement ou l'information sur les risques transmise à l'investisseur. Comme il a été mentionné précédemment, nous croyons que, lorsque le placement est effectué sous le régime de la dispense de prospectus par une société membre de l'OCRCVM, il devrait s'agir d'une dispense de prospectus distincte.</p> <p>La norme en matière d'information devrait être resserrée et appliquée plus rigoureusement à l'égard des vendeurs de produits nouveaux ou complexes.</p> <p>Le produit de placement ou le titre, mais également la nature de la stratégie de négociation peuvent avoir une incidence sur les petits investisseurs. Par exemple, la CVMO et les ACVM ont jugé nécessaire d'émettre des MISES EN GARDE à l'intention des investisseurs concernant l'utilisation inappropriée de l'effet de levier des investissements.</p> <p>L'application de la réglementation en valeurs mobilières devrait être générale et non particulière à un certain type de titres.</p> <p>Selon nous, les ACVM ne devraient imposer aux investisseurs individuels aucune limite d'investissement fondée sur la nouveauté ou la complexité d'un titre. À titre d'exemple, nous soulignons qu'en avril 2011, les ACVM ont publié pour consultation le projet de <i>Règlement 41-103 sur les obligations d'information supplémentaires relatives au prospectus applicables aux produits titrisés</i>, lequel prévoyait notamment l'introduction d'une nouvelle dispense pour placement de produits titrisés qui limiterait le placement de tels produits à une nouvelle catégorie d'investisseurs, à savoir les « investisseurs admissibles en produits titrisés ». Nous ne croyons pas que les ACVM devraient empêcher les investisseurs de participer au marché dispensé sur le fondement de leur « admissibilité à titre d'investisseur » à l'égard d'un produit donné. De plus, l'adoption d'une dispense fondée sur le produit pourrait avoir un effet dissuasif sur les investisseurs et entraîner la surestimation du niveau de risque et de la complexité de certains types de produits actuellement offerts au Canada, notamment les produits titrisés.</p> <p>Selon nous, cette caractérisation ne pourrait valoir que si le Règlement 45-106 était modifié afin d'y intégrer la liste exhaustive des types de titres considérés comme nouveaux ou complexes. Des « critères d'évaluation de la complexité » subjectifs ne feraient que créer de l'incertitude chez les émetteurs, les conseillers et les souscripteurs.</p>
	<p><b>Le type d'émetteur est-il pertinent (par exemple, émetteur assujetti / émetteur non assujetti)?</b></p>	<p>La norme pour les émetteurs assujettis devrait être plus élevée. La norme en matière de communication de l'information devrait être plus élevée pour les émetteurs assujettis, et son application, plus rigoureuse (en raison du fait que les investisseurs qualifiés et le public croient que le processus de communication de l'information offre une certaine protection).</p> <p>Les problèmes sont plus courants chez les émetteurs non assujettis; il pourrait être approprié de prendre des mesures de contre-vérification et de validation supplémentaires à leur égard.</p> <p>Nous croyons qu'il faudrait diviser les placements sur le marché dispensé en deux catégories, à savoir les placements effectués par l'entremise d'un courtier et les placements effectués sans l'intervention d'un courtier, et traiter ces catégories distinctement. Dans le cas des placements avec courtier, la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devrait prévoir une condition supplémentaire, à savoir que l'investisseur ne doit pas avoir investi plus de X % de son avoir net liquide sur le marché dispensé. Cette catégorie devrait s'accompagner de l'obligation d'évaluer la convenance. Pour ce qui est des placements sans courtier, nous sommes d'avis que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés actuelle est appropriée.</p> <p>Nous estimons que, si les autorités décident de rendre l'accès aux produits du marché dispensé plus difficile qu'il ne l'est aux termes de la réglementation en vigueur, il serait prudent d'envisager l'opportunité d'appliquer un ensemble de normes distinct aux émissions d'actions effectuées par des sociétés inscrites à la cote de bourses</p>

N°	Sujet	Commentaires
		canadiennes. L'application de normes en fonction d'un calcul fondé sur un « pourcentage de la valeur nette du ménage » ou sur un « pourcentage du revenu imposable annuel du ménage » (le revenu imposable annuel devant dépasser 100 000 \$, par exemple) offrirait un degré raisonnable de protection financière aux investisseurs qui participent à une émission d'actions.
	<b>Faudrait-il communiquer de l'information à l'investisseur?</b>	<p>Tous les investisseurs d'une somme minimale tireraient avantage de l'obligation, pour l'émetteur, de déclarer que le placement en question est considéré comme un placement non traditionnel, car il s'agit d'un placement à long terme, qui n'est pas liquide et qui comporte un risque élevé, et que la plupart des gens ne devraient pas investir plus de 5 % à 10 % de leur avoir net dans ce type de placement.</p> <p>De l'information sur les facteurs de risque serait utile.</p> <p>Je ne crois pas qu'il faille communiquer aux investisseurs de l'information au sujet du risque (dans le cadre de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés).</p> <p>Il faudrait exiger la communication d'un rapport d'un analyste indépendant en cas de recours aux dispenses pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale.</p> <p>Il faudrait exiger plus d'information de la part des émetteurs et au sujet des vendeurs plutôt que de hausser les seuils relatifs aux sommes minimales ou au revenu.</p> <p>Selon nous, dans tous les cas où la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est utilisée, l'investisseur devrait être tenu de conclure une convention de souscription prévoyant l'information minimale à fournir (c.-à-d. la reconnaissance, par l'investisseur, qu'il renonce à son droit d'action s'il fournit sciemment de l'information inexacte dans la convention de souscription, la reconnaissance du seuil d'investissement, les critères ouvrant droit à la dispense, etc.).</p> <p>Les membres de l'IFIC sont en faveur de l'amélioration de la qualité de l'information communiquée à l'égard des fonds d'investissement et des produits de valeurs mobilières concurrentiels, et ils estiment que l'information fournie aux investisseurs devrait être appropriée et pertinente et communiquée clairement. Cette information permet aux investisseurs de faire des choix éclairés parmi les titres diversifiés dont l'achat peut leur être recommandé.</p> <p>En règle générale, nous estimons qu'à elle seule, l'information à fournir dans le prospectus n'offre qu'une protection minimale aux petits investisseurs, surtout lorsqu'il est question de produits complexes comme les organismes de placement collectif, les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (les placements « chèque en blanc »), les fonds spéculatifs, les fonds négociés en bourse à effet de levier ou inversés et les billets de trésorerie adossés à des actifs non bancaires.</p> <p>Bien que la présente consultation porte sur les dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, les discussions au sujet des valeurs mobilières concernent, en définitive, l'information à communiquer et la convenance au client. Nous devons donc nous demander quelle protection le prospectus offre-t-il que la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre n'offre pas. À l'instar des placements effectués sous le régime de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, les placements au moyen d'un prospectus ne comportent aucun mécanisme permettant de garantir que les investisseurs ne perdront pas une partie ou la totalité des sommes qu'ils investissent. Par conséquent, pourquoi les produits placés au moyen d'un prospectus sont-ils considérés comme plus « prudents » que les produits placés au moyen d'une notice d'offre? Ce n'est qu'en théorie, et non dans la pratique, que les investisseurs tirent avantage de la quantité anormalement élevée d'information qui leur est fournie. Les prospectus et les états financiers des sociétés ouvertes sont peut-être bien compris par les organismes de réglementation et les intervenants du milieu juridique, mais ils sont trop complexes et trop volumineux pour l'investisseur moyen. Étant donné la quantité impressionnante d'information complexe que contient un prospectus, les investisseurs choisissent souvent de « signer ici » sans prendre le temps de lire les documents</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>d'information mis à leur disposition. La « surabondance d'information » revient, dans bien des cas, à une absence totale d'information. Selon nous, il faut revoir entièrement l'information transmise aux investisseurs; plutôt que de communiquer une quantité effarante de renseignements incompréhensibles aux investisseurs « non avertis » et ne rien communiquer aux investisseurs « avertis », il faudrait fournir à tous les investisseurs une information suffisante.</p> <p>En outre, il devrait exister une obligation de communiquer de l'information de base sur la nature du placement, les besoins du marché auxquels répond le placement, l'emploi des fonds, les risques, la concurrence, etc. Les ACVM devraient prescrire les éléments d'information devant être communiqués, mais pas la forme dans laquelle ils doivent l'être. Ces éléments d'information figurent peut-être déjà dans le plan d'affaires d'un émetteur, qui n'aurait alors pas à les retranscrire sous une autre forme. Si un document distinct est exigé, celui-ci ne devrait pas faire plus de cinq pages, bien que la plupart des émetteurs voudront rédiger un document plus exhaustif. Si l'obligation est trop générale par contre, la ligne sera difficile à tracer entre l'information à fournir dans le prospectus et l'information à fournir dans le cadre d'un placement en vertu d'une dispense, et l'économie de coûts associée au second type ne sera plus que minime.</p> <p>Nous proposons la création d'un document normalisé simplifié qui présenterait le placement en langage simple et comprendrait des exigences minimales d'information concernant, entre autres, les risques et les restrictions de liquidités qui doivent faire partie du processus d'évaluation.</p> <p>Nous croyons fermement que les émetteurs qui accèdent aux marchés dispensés doivent mieux communiquer l'information financière et le faire de façon continue, non pas seulement au moment du placement, et que la direction des émetteurs doit être plus transparente et doit communiquer davantage avec les investisseurs pendant l'horizon temporel du placement.</p> <p>Sauf pour ce qui est de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, le régime de dispenses de prospectus est fondé sur le fait que l'admissibilité aux dispenses ne tient pas compte de l'information à fournir. Nous croyons que le fait d'exiger la communication d'information sur les facteurs de risque apporterait une modification conceptuelle fondamentale à ces dispenses. La possibilité d'ajouter un élément d'information à fournir soulève la question suivante : quel niveau d'information serait requis? Si le niveau d'information à fournir rejoint celui exigé dans le cadre de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, pourquoi faudrait-il conserver une autre dispense en parallèle de celle-ci? Et dans le cas où le niveau d'information à fournir serait inférieur à celui exigé pour le placement au moyen d'une notice d'offre, les souscripteurs profiteraient-ils d'une protection supplémentaire, ou se fieraient-ils plutôt à des informations incomplètes pouvant donner lieu à davantage de réclamations de la part des investisseurs pour présentation d'information fautive ou trompeuse?</p> <p>Il faut obliger les émetteurs et les courtiers sur le marché dispensé à faire faire un contrôle diligent de leurs placements par un tiers autorisé qui établirait un rapport de recherche dans lequel serait publiée une note financière. Les courtiers devraient être tenus de fournir ce rapport de recherche à leurs clients.</p> <p>[L'intervenant] recommande que les ACVM rendent obligatoire, à l'égard de tous les placements effectués sous le régime d'une dispense, l'utilisation d'un court formulaire d'information facile à comprendre. Ce formulaire pourrait présenter les critères à remplir pour être un investisseur qualifié, les principaux droits prévus par la loi dont disposent les investisseurs qualifiés relativement à l'achat, ainsi que les risques particuliers que posent les placements sur le marché dispensé. Le formulaire devrait être concis — pas plus de deux pages — et rédigé dans un langage simple. En plus de favoriser l'uniformité à l'échelle du marché dispensé, ce formulaire permettrait de faire ce qui suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• encourager les investisseurs à lire l'information qui leur est communiquée et les aider à mieux la comprendre;</li> <li>• aider les investisseurs qui croyaient à tort — ou qui ont été amenés à croire — qu'ils remplissaient les critères d'admissibilité à titre d'investisseur qualifié à comprendre pourquoi ils ne peuvent pas effectuer de placements sur le marché dispensé;</li> </ul>

N°	Sujet	Commentaires
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• informer les investisseurs qu'ils ont le droit, même s'ils respectent les seuils d'admissibilité, de demander la nullité de la convention de participation à un placement projeté sur le marché dispensé.</li> </ul> <p>Énoncé de reconnaissance de risque – Les placements effectués en ayant recours à la dispense pour investissement d'une somme minimale ou à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devraient être accompagnés d'un simple énoncé de reconnaissance dans lequel l'investisseur qui est une personne physique reconnaît qu'il comprend et accepte le risque associé au placement. Nous recommandons également le maintien de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre dans sa forme actuellement en vigueur en Colombie-Britannique.</p> <p>Formulaire de reconnaissance de risque – Avant l'achat d'un produit vendu aux termes des dispenses pour investissement d'une somme minimale ou pour placement auprès d'investisseurs qualifiés que nous proposons, l'investisseur individuel devrait être tenu de signer un formulaire de reconnaissance de risque. Grâce à l'obligation, pour les investisseurs, de signer un document d'information sur les facteurs de risque, les organismes de réglementation auraient l'assurance que ceux-ci ont bien lu et compris les risques. Ce document permettrait aux courtiers de se prémunir, dans une certaine mesure, contre les allégations de faute. La British Columbia Securities Commission utilise d'ailleurs déjà ce formulaire comme fondement pour le régime de dispenses. La personne inscrite dispensée devrait déclarer l'achat à titre d'opération sur le marché dispensé à l'organisme de réglementation compétent et fournir un exemplaire de cette déclaration au courtier (et à l'émetteur, s'il y a lieu). La déclaration devrait être transmise à l'organisme de réglementation des valeurs mobilières compétent dans les 10 jours suivant le placement.</p> <p>Il faudrait imposer une obligation de reconnaissance de risque. Dans certaines provinces, dont la Saskatchewan, les investisseurs peuvent participer à certains placements effectués sous le régime des dispenses (p. ex. aux termes de la dispense relative aux parents, amis et partenaires) s'ils signent un « formulaire de reconnaissance de risque » aux termes duquel ils reconnaissent les risques associés au placement projeté. Dans d'autres territoires, dont la Colombie-Britannique et les provinces Maritimes, cette possibilité est offerte aux investisseurs dans le cadre de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre.</p> <p>L'annexe 45-106A4 figurant dans toute la documentation relative aux placements sur le marché dispensé que j'utilise est très claire. Au moment de conclure la convention de souscription, je n'ai vu aucun investisseur passer outre le formulaire prévu à cette annexe sans le lire. Les investisseurs y prêtent toujours l'attention voulue. L'utilisation de ce formulaire ou d'un formulaire similaire au moment de la souscription dans le cadre de placements privés permettrait aux investisseurs de se rendre compte de l'importance de l'information communiquée et leur donnerait accès à des ressources utiles pour prendre des décisions. Il pourrait être approprié de prévoir dans un formulaire la renonciation, par l'investisseur, de son droit de recourir à un intermédiaire, notamment un courtier sur le marché dispensé indépendant. L'investisseur pourrait également devoir signer un formulaire présentant la liste des diverses catégories d'information qui doit lui être transmise.</p>
<b>Dispense pour investissement d'une somme minimale</b>		
	<b>Une dispense de prospectus fondée sur l'investissement d'une somme minimale est-elle appropriée?</b>	<p>Le fait qu'un investisseur dispose d'une somme minimale à investir ne garantit en rien sa compétence.</p> <p>La taille de l'investissement est tout au plus une indication de la capacité de l'investisseur à supporter des pertes financières.</p> <p>Cette dispense est susceptible d'être utilisée de façon inappropriée par des personnes physiques qui souhaitent collecter des capitaux puisqu'il est simplement exigé qu'une personne réunisse une somme donnée, sans que soient précisés les moyens à prendre pour ce faire.</p> <p>Peu importe la somme, il est impossible de justifier la dispense pour investissement d'une somme minimale; cette dispense devrait être supprimée plutôt que modifiée.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale implique une convenance de fait (que cela soit juste ou non sur le plan juridique, de nombreux conseillers</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>considèrent d'emblée que l'investissement convient à l'investisseur lorsque celui-ci est disposé à investir 150 000 \$ dans un seul titre). Cela explique d'une certaine façon que dans bon nombre de cas où l'ordre s'élève à plus de 150 000 \$, le processus de connaissance du client et d'évaluation de la convenance est considérablement écourté.</p> <p>L'un des fondements de la dispense est qu'en raison du montant requis, l'investisseur a la capacité de négocier les modalités de l'investissement et d'obtenir des renseignements ou des protections supplémentaires à l'égard de celui-ci, c'est-à-dire que l'investisseur a un pouvoir de négociation étant donné le niveau d'investissement. Aussi, la somme de 150 000 \$ pourrait être insuffisante.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale est fondée sur l'hypothèse que l'investisseur remplit au moins l'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 et avoir la motivation d'évaluer soigneusement l'investissement compte tenu de sa taille. Le seuil monétaire de 150 000 \$ permet de vérifier que ces conditions sont remplies. La diminution de la valeur de la somme minimale au fil du temps ne change en rien le fait que le seuil de 150 000 \$ offre encore une protection adéquate.</p> <p>Cette dispense entraîne une conséquence non voulue, soit que les investisseurs placent 150 000 \$ dans un seul instrument alors qu'une somme beaucoup moins élevée aurait été plus appropriée. En d'autres termes, la dispense pour investissement d'une somme minimale entraîne l'adoption du comportement (c'est-à-dire la concentration du portefeuille dans des titres illiquides de sociétés fermées) que ses règles visent justement à prévenir.</p> <p>Les règles relatives à la somme minimale peuvent en fait augmenter le risque auquel s'exposent les investisseurs. En imposant l'investissement d'un minimum de 150 000 \$, les règles peuvent forcer les investisseurs à placer des sommes plus élevées que celles qu'ils se sentiraient autrement à l'aise d'investir puisque l'investissement d'une somme élevée est le seul moyen d'accéder à ce marché intéressant. Ces investisseurs seraient mieux servis si les sommes qu'ils investissent dans un seul émetteur étaient moins élevées, car cela leur permettrait de diversifier leur portefeuille.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale a causé un grand préjudice aux petits investisseurs. Si l'un des mandats des ACVM consiste à atténuer le risque auquel s'exposent les petits investisseurs, la première chose à faire pour y parvenir est de supprimer l'obligation, pour les investisseurs dont le revenu ou les actifs n'atteignent pas les seuils déterminés, d'investir la somme considérable de 150 000 \$ ou plus, vraisemblablement empruntée sur leur avoir propre foncier. Le bon sens dicte que plutôt que d'imposer l'investissement d'une somme minimale, il faudrait plafonner dans une fourchette de 10 000 \$ à 25 000 \$ la somme que certains petits investisseurs peuvent placer dans un seul instrument. En remplaçant la somme minimale de 150 000 \$ à investir par une somme maximale d'entre 10 000 \$ et 25 000 \$, les ACVM ne recevraient sans doute plus de plaintes de petits investisseurs qui perdent leur résidence ou leurs économies d'une vie.</p> <p>Les personnes physiques qui partent ou qui sont à la retraite peuvent être particulièrement vulnérables si elles ont accumulé un capital considérable, mais qu'elles dépendent de ces fonds et du revenu généré par ceux-ci pour assurer leur subsistance à la retraite. Ces investisseurs pourraient requérir une protection supplémentaire, car ils peuvent avoir l'illusion de posséder une compétence financière (illusion que leur procure en partie la dispense pour investissement d'une somme minimale), mais n'ont pas l'expertise suffisante pour prendre des décisions d'investissement éclairées sur des produits du marché dispensés. Ces investisseurs sont également plus susceptibles d'être repérés par des conseillers qui sollicitent des investissements dans des instruments non réglementés comme ceux qui sont offerts sous le régime de certaines dispenses.</p> <p>Le critère de la somme minimale à investir peut également renforcer la perception selon laquelle un avantage est octroyé injustement à un certain groupe d'investisseurs.</p> <p>[À notre] avis, la dispense pour investissement d'une somme minimale ne garantit pas la compétence des investisseurs et pourrait ne pas être dans l'intérêt des personnes</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>physiques. Quant aux investisseurs institutionnels, leurs actifs totaux sont habituellement bien plus élevés, et ces investisseurs auraient par conséquent la capacité de supporter des pertes financières. En outre, les investisseurs institutionnels ont habituellement un niveau de compétence plus élevé et ont accès à des professionnels à l'interne ou à des consultants qui sont avertis et qui ont de l'expérience en matière d'investissement. D'autres critères de la dispense pour les personnes physiques devraient être que celles-ci aient la compétence et l'expérience pertinentes en matière d'investissement.</p> <p>L'un des résultats de la dispense pour investissement d'une somme minimale est que la somme de 150 000 \$ est arbitraire et ne tient pas compte du risque de l'investissement, plus particulièrement de la question de savoir s'il « serait peut-être plus sensé de n'investir que 50 000 \$ ». Les ACVM devraient considérer l'introduction d'une autre dispense plutôt que d'indexer ou d'augmenter la somme minimale prévue pour cette dispense.</p>
	<p><b>Devrait-on conserver la dispense pour investissement d'une somme minimale dans sa forme actuelle? Quelle devrait être l'augmentation ou la diminution du seuil d'investissement?</b></p>	<p>La dispense devrait être conservée sous sa forme actuelle. Elle prévoit actuellement un seuil suffisant et semble empêcher la majorité des membres du public de s'en prévaloir, surtout si l'on considère le patrimoine et les revenus médians des ménages canadiens. Par ailleurs, si une personne physique est disposée à investir une somme d'argent aussi élevée dans le marché dispensé, elle devrait assumer la responsabilité de se protéger.</p> <p>Le seuil devrait être diminué de 50 %. Quiconque dépense 75 000 \$, que ce soit pour un bien de consommation ou pour un investissement, devrait faire une certaine recherche. Les investisseurs doivent effectuer leur propre recherche et non se fier uniquement aux conseillers. Ils doivent pouvoir prendre leurs propres décisions, à l'aide d'une meilleure information communiquée par les émetteurs et par le personnel de vente.</p> <p>Le seuil devrait être diminué pour être fixé à 20 000 \$ lorsque le produit dispensé est placé par l'intermédiaire d'un conseiller financier inscrit au sein d'un courtier sur le marché dispensé et que le produit est géré par un gestionnaire de portefeuille inscrit et offert au moyen d'une notice d'offre.</p> <p>Nous recommandons le maintien ou la diminution du seuil. Nous proposons d'envisager de le réduire pour le fixer à 25 000 \$, et d'ajouter des obligations d'information et des limites.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être conservée, mais modifiée pour prévoir un seuil d'investissement minimal moins élevé, soit 50 000 \$.</p> <p>Plutôt que de supprimer la dispense pour investissement d'une somme minimale, nous proposons d'abaisser le seuil ou d'autoriser la répartition de la somme de 150 000 \$ dans plusieurs investissements.</p> <p>La somme investie pourrait être plafonnée à un certain pourcentage de l'avoir net ou du revenu des investisseurs (c'est-à-dire 10 %).</p> <p>Si la dispense pour investissement d'une somme minimale est conservée mais modifiée, lorsqu'un gestionnaire de portefeuille participe à l'achat, la valeur du seuil devrait être la moins élevée des valeurs suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) une somme minimale moins élevée, soit 25 000 \$;</li> <li>b) un pourcentage déterminé de la taille du portefeuille de l'investisseur (c'est-à-dire 5 %).</li> </ul> <p>L'investisseur devrait également signer un formulaire de reconnaissance de risque.</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>La dispense pour investissement d'une somme minimale entraîne des problèmes importants qui justifieraient sa suppression ou une augmentation significative du seuil monétaire de 150 000 \$.</p> <p>La valeur actuelle des 150 000 \$ de 1987 semble un argument convaincant à l'appui de l'augmentation à 250 000 \$ de la somme minimale. À défaut de cette augmentation, un système à deux niveaux devrait peut-être être envisagé, comme une somme minimale de 150 000 \$ pour les personnes physiques et de 250 000 \$ pour les institutions.</p> <p>On devrait supprimer la dispense pour investissement d'une somme minimale, ou du moins la rendre adaptable et représentative de la compétence, des ressources et de la tolérance aux risques de l'investisseur. Le modèle « universel » plutôt arbitraire peut être très préjudiciable aux intérêts de certains investisseurs qui bâtissent leur portefeuille ou qui ont diversifié leur portefeuille selon des méthodes que ne reconnaît pas la réglementation actuelle. Bien que l'adaptabilité de la dispense en fonction du revenu, de la compétence ou de l'avoir net introduirait un autre élément de subjectivité au processus d'évaluation de la convenance, avec des directives, les courtiers sur le marché dispensé sont capables de gérer un tel système.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être supprimée. L'impossibilité pour un investisseur de réunir 150 000 \$ sans tenir compte de son revenu, de ses actifs ou de sa capacité réelle à supporter une perte considérable pourrait entraîner des failles importantes dans la protection des investisseurs. Conçue pour démontrer la capacité à supporter des pertes, la dispense pour investissement d'une somme minimale peut dans certains cas amener les investisseurs à prendre plus de risques que ce qui serait opportun afin d'y être admissibles.</p> <p>Cette dispense devrait être conservée jusqu'à ce qu'il soit manifeste que les courtiers l'utilisent de manière abusive.</p> <p>Relever la limite monétaire pour la faire passer à au moins 250 000 \$, rajustée annuellement en fonction de l'inflation, aiderait à prévenir un grand nombre de plaintes des investisseurs. Cette somme ne devrait pas représenter plus de 10 % de l'avoir net d'un investisseur.</p>
	<p><b>Le seuil relatif à la dispense pour investissement d'une somme minimale devrait-il être rajusté en fonction de l'inflation?</b></p>	<p>Non. Toutefois, la dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être revue périodiquement pour veiller à ce que les hypothèses de base soient encore fondées (c'est-à-dire que la somme investie est toujours assez importante pour permettre de conclure que le souscripteur est averti).</p> <p>L'inflation suit principalement le coût de la vie des ménages et a peu d'incidence sur les actifs financiers. Une meilleure référence pourrait être le taux national d'augmentation des actifs financiers des ménages ou le taux national d'augmentation nette du revenu des ménages ou encore un ratio des actifs financiers par rapport à la moyenne des actifs financiers des ménages.</p> <p>Il n'est pas certain que l'indexation du seuil en fonction de l'inflation serve à d'autres fins que l'augmentation régulière et systématique du seuil. Cette indexation risque tout simplement de rogner continuellement le bassin d'investisseurs pouvant répondre aux critères de la dispense, ce qui diminue la valeur de la dispense pour les émetteurs.</p> <p>Il n'est pas clair comment l'inflation, qui est avant tout une mesure liée à la consommation (elle érode le pouvoir d'achat et la valeur des actifs), devrait s'appliquer au seuil. Le rajustement des seuils en fonction de l'inflation (peu importe la mesure de l'inflation utilisée) aurait comme incidence de réduire doublement le nombre d'investisseurs qualifiés; en effet, l'inflation diminuerait les capitaux dont ils disposent aux fins d'investissement et l'augmentation des seuils les écarterait encore davantage du marché. Puisque les salaires n'ont pas beaucoup augmenté ces dernières années et que les possibilités de création de patrimoine ont été limitées, il serait</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>artificiel et préjudiciable de relever le seuil en fonction de cette mesure. Par ailleurs, nous doutons fort que le seuil serait diminué en cas de tendance déflationniste.</p> <p>Il ne devrait pas y avoir de rajustement en fonction de l'inflation. Si l'on décide de conserver la dispense, il serait alors préférable de maintenir la somme minimale actuelle par souci d'uniformité plutôt que de choisir une autre valeur arbitraire qui n'offre pas la bonne mesure de protection pour les investisseurs.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être rajustée en fonction de l'inflation. On pourrait par ailleurs prévoir une augmentation périodique (tous les cinq ans) pour tenir compte de l'inflation ou de la croissance économique au cours de cette période.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale repose dans une certaine mesure sur la capacité d'un investisseur à supporter des pertes financières. À tout le moins, le seuil de 150 000 \$ devrait être rajusté en fonction de l'inflation. Comme l'indique le document de consultation, le seuil de 150 000 \$ fixé en 1987 correspond à plus de 265 000 \$ en dollars de 2011.</p> <p>Oui, le seuil relatif à la dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être rajusté périodiquement en fonction de l'inflation. Toutefois, nous estimons qu'il existe certains avantages à ce que le seuil soit un « chiffre rond », stable et bien connu. Par conséquent, nous estimons qu'il n'est pas nécessaire de rajuster le seuil annuellement. Nous proposerions plutôt de rajuster le seuil à la hausse ou à la baisse pour tenir compte de l'inflation (ou de la déflation) lorsque la variation de l'indice des prix à la consommation justifierait un écart plus important, comme un changement de l'ordre de 2 500 \$.</p>
	<p><b>Y-a-t-il lieu de supprimer la dispense pour investissement d'une somme minimale?</b></p>	<p><b><u>Non, la dispense ne devrait pas être supprimée</u></b></p> <p>Un certain nombre d'intervenants n'appuient pas la suppression de la dispense pour investissement d'une somme minimale. Voici certaines des raisons fournies :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous constatons que cette dispense est utilisée régulièrement et que nos clients émetteurs et investisseurs la considèrent comme une dispense de prospectus utile.</li> <li>• Pourquoi devrait-on inutilement refuser aux émetteurs canadiens l'accès au capital? Si les hypothèses sur lesquelles repose la dispense pour investissement d'une somme minimale demeurent exactes, pourquoi n'offririons-nous pas aux émetteurs canadiens le plus de choix possible pour réunir des capitaux et créer de la valeur pour leurs actionnaires?</li> <li>• L'objectif ne devrait pas être de restreindre indûment la collecte de capitaux, mais plutôt d'améliorer le fonctionnement de ce processus en favorisant la connaissance des risques par la formation et l'autoévaluation des investisseurs.</li> <li>• Si les modifications proposées sont mises en œuvre, moins d'investisseurs auront les qualités requises pour fournir des capitaux aux entreprises qui en ont besoin. Nous prions les ACVM de ne pas augmenter les coûts imposés aux petites et moyennes entreprises en rendant plus difficile l'accès aux capitaux requis. Pour cette raison et faute de besoin pressant pour la protection du public, les dispenses ne devraient pas être supprimées et leurs critères financiers ne devraient pas être augmentés.</li> <li>• Cette dispense ne devrait pas être supprimée, à moins que d'autres modifications ne soient apportées aux dispenses actuelles ou à de nouvelles dispenses pour tenir compte de la collecte de capitaux par les PME.</li> <li>• La dispense pour investissement d'une somme minimale ne devrait pas être supprimée, car elle est utile dans certaines situations.</li> <li>• Elle permet aux investisseurs avertis qui ne sont pas des investisseurs qualifiés de participer au marché dispensé. La communication d'information et la participation des personnes inscrites répondent le mieux aux préoccupations concernant cette dispense.</li> </ul> <p><b><u>Oui, la dispense devrait être supprimée</u></b></p> <p>Un certain nombre d'intervenants appuient la suppression de la dispense pour investissement d'une somme minimale. Voici certaines des raisons fournies :</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• La taille de l'opération à elle seule n'implique pas que l'investisseur possède un niveau donné de compétence, ni ne garantit la convenance de l'opération.</li> <li>• Toute somme arbitraire est un mauvais indicateur de convenance. La personne physique devrait pouvoir choisir elle-même le montant à investir en fonction de sa situation financière et en assumer la responsabilité.</li> <li>• Nous croyons fermement que la dispense pour investissement d'une somme minimale, peu importe la somme, est en conflit avec les principes de prudence en matière d'investissement comme la diversification et la convenance.</li> <li>• Aucune somme investie ne devrait impliquer que l'investisseur possède un niveau de compétence justifiant la non-communication d'information par l'émetteur. Une dispense fondée uniquement sur ce critère n'établit aucune réelle protection des investisseurs, peu importe la valeur de leur investissement.</li> <li>• Le seuil minimal de 150 000 \$ établi en 1987 comme substitut à la compétence était arbitraire, et il ne garantit aucunement la compétence d'un investisseur. Dans le contexte d'investissements dans des mécanismes de placement collectif, le critère de la somme minimale à investir force les investisseurs à se concentrer sur une seule stratégie d'investissement, ce qui augmente le risque auquel ils s'exposent, alors que la possibilité de diversifier un investissement de cette taille au moyen de plusieurs stratégies servirait mieux les investisseurs en atténuant le risque.</li> <li>• La dispense pour investissement d'une somme minimale peut inciter un investisseur à investir une somme dans un titre placé sous le régime d'une dispense de prospectus qui n'est pas conforme à ses objectifs d'investissement et qui pourrait lui faire prendre plus de risques qu'il ne le souhaite.</li> <li>• Peu importe la somme, il est impossible de justifier la dispense pour investissement d'une somme minimale; cette dispense devrait être supprimée plutôt que modifiée.</li> <li>• Un investissement minimal, même plus élevé que le seuil actuel, ne constitue pas à lui seul un substitut de la compétence financière.</li> <li>• Nous croyons que dans la majorité des cas où des investisseurs non qualifiés ont recours à cette dispense, le gros des fonds de souscription provient de marges de crédit hypothécaire. Les personnes physiques ne devraient pas mettre leur résidence en jeu tout simplement parce qu'il s'agit de la seule façon de réunir suffisamment d'argent pour répondre aux critères d'une dispense (et faire un investissement en particulier) auxquels ils ne répondraient autrement pas.</li> <li>• La dispense ne sert aucune autre fin que celle d'exacerber l'incidence des erreurs commises par les personnes physiques.</li> <li>• Un prix d'achat minimal n'a aucun rapport avec la compétence d'un investisseur.</li> <li>• Il serait préférable de supprimer cette dispense. La dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre ou la participation obligatoire d'une personne inscrite seraient de meilleurs choix.</li> </ul> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être supprimée en raison des responsabilités fortement accrues qui incombent aux personnes inscrites sur le marché dispensé à l'égard de la protection des investisseurs. Dans le cadre du processus de connaissance du produit et de connaissance du client, les courtiers sur le marché dispensé tiennent compte de la quantité d'information communiquée par l'émetteur, du fait que l'investisseur est une personne physique ou une institution, de la complexité du titre et du fait que l'émetteur est ou non un émetteur inscrit. Tous ces facteurs contribuent à la décision ultime sur la convenance. Dans les territoires où la dispense pour investissement d'une somme minimale est la seule dispense qui permet aux investisseurs non qualifiés de participer au marché dispensé, la suppression de la dispense pourrait diminuer la capacité des émetteurs de collecter des capitaux, à moins qu'elle ne soit remplacée par un mécanisme qui continuerait de permettre aux investisseurs non qualifiés de participer au marché dispensé. Du fait qu'elle est strictement fondée sur les actifs financiers, la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés écarterait toujours de nombreux investisseurs qui pourraient autrement investir dans certains titres du marché dispensé.</p> <p>Oui, la dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être supprimée. Dans tous les placements avec dispense, il faudrait communiquer tous les risques aux souscripteurs éventuels. Au minimum, les personnes inscrites ont l'obligation de ne recommander que des investissements convenables, et il serait préférable qu'elles soient toutes tenues à une norme fiduciaire. Selon nous, les personnes physiques ne devraient pas être écartées du marché des placements avec dispense et les titres des émetteurs inscrits, lorsqu'ils sont émis dans le cadre de placements avec dispense, ne devraient pas être traités différemment des titres des émetteurs non</p>

N°	Sujet	Commentaires
		inscrits.
	<p><b>Les personnes physiques devraient-elles pouvoir acquérir des titres sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés?</b></p>	<p>Nous n'avons rien contre les personnes physiques bien intentionnées ni ne voulons rendre leur existence plus difficile. Toutefois, la triste réalité est que l'évaluation des valeurs mobilières est une question très complexe et que près de 99 % des personnes que nous rencontrons n'ont ni la formation ni le temps pour faire cette évaluation. Par conséquent, nous soutenons que les personnes physiques doivent être rigoureusement empêchées de participer au marché dispensé, à moins que n'intervienne un véritable protecteur. Ces personnes devraient avoir un compte géré auprès d'un gestionnaire de portefeuille qui assumerait alors la responsabilité des décisions prises.</p> <p>Les personnes physiques sont moins susceptibles de posséder les aptitudes nécessaires pour faire leur propre contrôle diligent. Cette difficulté serait réglé par l'obligation d'obtenir le rapport d'un analyste indépendant.</p> <p>Limiter la dispense aux institutions aurait une incidence défavorable sur la collecte de capitaux – ce serait la fin de l'investissement providentiel au Canada.</p> <p>Peu importe leur compétence financière, les personnes physiques au Canada peuvent elles-mêmes facilement et rapidement ouvrir un compte de courtage réduit et acheter des options, des dérivés et des contrats de change, utiliser des leviers (marges), etc. J'estime qu'il serait mieux pour elles d'avoir accès à des gestionnaires professionnels, même si ces gestionnaires offrent leurs produits sur le marché dispensé. Les personnes qui ont le loisir de faire des bêtises devraient pouvoir choisir de retenir les services d'un professionnel pour les aider.</p> <p>Empêcher les personnes physiques de se prévaloir de la dispense pour investissement d'une somme minimale serait une mesure régressive et reviendrait à imposer une sanction financière à la personne qui souhaite utiliser la dispense; elle aurait en effet à consacrer des efforts et des fonds à la constitution et au financement d'une entité d'investissement qui, elle, serait admissible à la dispense. Les personnes physiques devraient continuer à avoir le droit de faire des investissements sous le régime de la dispense pour investissement d'une somme minimale, à la condition qu'au moins l'information de base sur un émetteur, y compris l'information financière, leur soit fournie.</p> <p>Les personnes physiques devraient être assujetties aux mêmes critères que les institutions, car une personne devrait être plus diligente qu'une institution à l'égard de ses propres finances.</p> <p>Si les personnes physiques sont admissibles à la dispense, elles ne devraient pas pouvoir investir plus qu'un certain pourcentage de leurs actifs dans un titre donné. Ainsi, l'incidence d'une mauvaise décision serait amoindrie.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être supprimée pour les personnes physiques, peu importe l'incidence que cela pourrait avoir sur la collecte de capitaux; selon nous, cette incidence serait minime puisque la plupart des personnes qui ont recours à cette dispense sont vraisemblablement des investisseurs qualifiés. La protection des personnes physiques qui ne sont pas des investisseurs qualifiés (mais qui disposent d'une somme de 150 000 \$ grâce à un héritage, à une marge de crédit hypothécaire, etc.) compenserait convenablement la diminution négligeable de l'accessibilité du capital. L'objectif de protection des investisseurs doit être tout aussi important que celui de la facilité d'accès au capital pour les émetteurs.</p> <p>À notre avis, la dispense pour investissement d'une somme minimale ne convient pas aux opérations sur des titres dispensés effectuées par les personnes physiques. En pratique, nous ne voyons pas de lien logique solide entre la taille de l'investissement et la raison pour laquelle il a été fait sous le régime d'une dispense. En règle générale, nous ne voyons pas le rapport entre, d'une part, la compétence et les connaissances financières ou la capacité à supporter des pertes et, d'autre part, le montant d'un investissement.</p> <p>Il pourrait être utile d'ajouter une limite à l'exposition au risque, peut-être fondée sur un pourcentage précis des actifs investissables d'un investisseur. L'investissement</p>

N°	Sujet	Commentaires
		que la personne physique effectue sous le régime de la dispense pour investissement d'une somme minimale serait alors limité au plafond ainsi déterminé.
	<p><b>Existe-t-il d'autres critères ouvrant droit à la dispense, limites ou difficultés en ce qui concerne la dispense pour investissement d'une somme minimale?</b></p>	<p>Il faudrait prévoir des dispositions pour veiller à ce que les investisseurs n'utilisent pas leur résidence principale pour répondre aux critères de cette dispense.</p> <p>L'investisseur non qualifié qui souhaite participer à un placement avec dispense devrait se voir imposer une somme maximale à investir (par exemple, 10 000 \$ comme l'autorise la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre) plutôt qu'une somme minimale. Nous sommes d'avis que la somme maximale devrait être raisonnable (pas beaucoup plus élevée que 10 000 \$, mettons 15 000 \$ ou 20 000 \$) et que le seuil minimal devrait être supprimé.</p> <p>Il faudrait qu'on informe l'investisseur du fait que l'investissement est considéré comme non traditionnel parce ce qu'il est à long terme, illiquide et à risque élevé.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être fondée sur plusieurs facteurs et non uniquement sur des ressources financières fixes. L'expérience en matière d'investissement devrait également être un facteur à considérer.</p> <p>De nombreux territoires du Canada permettent les placements avec dispense sous le régime de la dispense relative aux parents, amis et partenaires ou de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre qui prévoient la fourniture d'un formulaire de reconnaissance de risque. L'adoption de l'obligation de fournir un formulaire de reconnaissance de risque est une solution de rechange sérieuse à la suppression complète de la dispense pour investissement d'une somme minimale; toutefois, nous nous demandons si le fait de signer un formulaire de reconnaissance de risque fournit aux investisseurs une protection suffisante. Les membres du public signent souvent des renoncations relatives aux risques sans trop les comprendre.</p> <p>L'objet et les exigences de la dispense pour investissement d'une somme minimale ne posent pas de difficultés. Certains investisseurs vendront des actifs liquides pour obtenir l'argent leur permettant de recourir à cette dispense. Il pourrait être avantageux pour les investisseurs de pouvoir investir la somme minimale par tranches plutôt qu'en totalité en une seule fois. Il faudrait donner aux investisseurs la possibilité d'investir la somme minimale en une ou plusieurs tranches au cours d'une période totale d'au plus 180 jours, toutes les tranches étant assujetties aux mêmes modalités et investies dans les mêmes titres. En outre, la convention de souscription relative à l'investissement global devrait prévoir que si l'investisseur n'investit pas la totalité de la somme requise ouvrant droit à la dispense, l'émetteur retournera sans délai la somme investie à l'investisseur, sans intérêts ni pénalités. La principale préoccupation concernant les investissements en tranches est que l'émetteur ne pourrait pas accéder aux fonds avant le versement de la dernière tranche, ce qui entraînerait des difficultés d'accès aux capitaux pour les petits émetteurs.</p> <p>Il pourrait être approprié de limiter le nombre de fois qu'un investisseur peut se prévaloir de cette dispense, surtout que celle-ci doit être utilisée lorsque l'investisseur n'est pas un investisseur qualifié.</p> <p>Un critère de « moyens financiers » serait un fondement plus approprié pour ouvrir droit à une dispense que le critère de la somme minimale. Cependant, il est impossible de se fier aux courtiers ou aux émetteurs pour évaluer si une personne physique répond à ce critère pour de nombreuses raisons, y compris l'éventualité que naisse un conflit d'intérêts. Ce critère pourrait être vérifié par le conseiller financier inscrit, qui serait tenu de procéder à cette évaluation dans le cadre de son obligation de connaissance du client.</p> <p>Peu importe son patrimoine ou le niveau de son revenu, tout investisseur peut souscrire ou acquérir des titres dans le cadre d'un placement avec dispense à la condition que l'achat représente seulement une petite partie (soit jusqu'à 10 %) de ses actifs nets (exclusion faite de sa résidence principale), sauf si l'investisseur et le conseiller inscrit ont signé un formulaire de reconnaissance de risque attestant que le niveau d'investissement et que les conséquences et les risques ont été examinés attentivement. Nous estimons que dans le cadre de toute émission de valeurs mobilières, suffisamment de renseignements sur les facteurs de risque doivent être communiqués pour permettre au souscripteur de prendre une décision éclairée. Nous sommes d'avis que lorsqu'elle participe à la vente de telles valeurs mobilières, une personne inscrite a l'obligation fiduciaire d'agir dans l'intérêt de son client. Enfin, au terme de notre analyse, nous avons conclu que le risque d'obtenir de mauvais conseils ou des conseils</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>intéressés est au moins aussi élevé que tout risque inhérent aux valeurs mobilières, que celles-ci soient émises sous le régime d'un placement avec prospectus ou d'un placement avec dispense. Aussi importantes que soient les « protections » accordées aux investisseurs par les prospectus approuvés par les organismes de réglementation, si les investisseurs ne lisent pas les prospectus et se fient uniquement aux recommandations d'un conseiller, la réglementation des conseils à prodiguer est aussi sinon plus importante que l'encadrement des prospectus.</p> <p>Il est important de souligner l'une des façons dont la dispense pour investissement d'une somme minimale est « manipulée ». Il n'est pas inhabituel pour les émetteurs de vendre des titres à un investisseur sous le régime de la dispense pour investissement d'une somme minimale, puis de rembourser une partie de cet investissement de manière à compléter un investissement futur du même souscripteur, lequel investissement serait autrement inférieur à 150 000 \$ (par exemple, une personne investit 150 000 \$ en janvier, puis a 50 000 \$ à investir en juin; l'émetteur lui rembourse 100 000 \$ en mai, et les ajoute à la « nouvelle » somme de 50 000 \$, ce qui représente un nouvel investissement de 150 000 \$ en juin). Bien qu'il ne s'agisse pas là d'une violation de la lettre de la loi en ce qui concerne la dispense pour investissement d'une somme minimale (dans l'hypothèse où les deux investissements ont été jugés convenables), il s'agit d'une violation manifeste de l'esprit de la dispense, et cet exemple appuie la suppression de la dispense pour investissement d'une somme minimale.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale ne devrait pas prévoir d'autres restrictions. La règle précédemment en vigueur en Ontario seulement, qui a été supprimée en 2001, ne prévoyait pas l'obligation, comme le fait la nouvelle règle, que la somme de 150 000 \$ soit versée en espèces. Toute restriction ajoutée à cette règle nuirait à la capacité des émetteurs sur le marché dispensé d'accéder au capital et à celle des investisseurs d'accéder à un plus grand éventail de produits d'investissement.</p> <p>En ce qui concerne la dispense pour investissement d'une somme minimale, nous constatons que le seuil de 150 000 \$ paraît ailleurs dans le Règlement 45-106, par exemple aux termes de la dispense relative à l'acquisition d'actifs prévue au paragraphe 2.12 et de la dispense relative à un investissement additionnel dans un fonds d'investissement prévue au paragraphe 2.19. S'il est logique de supprimer les dispenses fondées sur une somme arbitraire, il faudrait apporter les modifications nécessaires aux autres dispositions du Règlement 45-106 qui sont touchées.</p>
	<p><b>La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés serait-elle un substitut adéquat à la dispense pour investissement d'une somme minimale?</b></p>	<p>Oui, la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés sous sa forme actuelle est un substitut adéquat.</p> <p>La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est un meilleur outil que la limite de la taille d'un investissement fixée dans la dispense pour investissement d'une somme minimale.</p> <p>Si la dispense pour investissement d'une somme minimale était supprimée et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés était conservée sous sa forme actuelle, l'incidence sur la capacité des petites et moyennes entreprises à collecter des capitaux serait moins importante. Bien que, à mon avis, elle ne soit pas une solution de remplacement entièrement satisfaisante à la dispense pour investissement d'une somme minimale, la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés représenterait une solution de rechange valable peut-être dans la majorité des cas.</p> <p>Notre expérience avec des clients qui réunissent des fonds nous permet d'affirmer que, si le seuil de 150 000 \$ était relevé, l'incidence sur la collecte de capitaux serait vraisemblablement minime puisqu'il est très rare que l'on ait recours à cette dispense. La plupart des investisseurs ayant 150 000 \$ à investir dans un seul émetteur peuvent se classer dans la catégorie des investisseurs qualifiés. Toutefois, il est à craindre que l'investisseur tire la somme de 150 000 \$ de ses REER, ses FRR, etc., ou qu'il emprunte sur son avoir propre foncier pour atteindre le seuil d'investissement de 150 000 \$. Ces investisseurs devraient être protégés.</p> <p>Selon nous, d'autres dispenses – ayant toutes un certain lien avec le statut de l'investisseur ou avec l'information à fournir de la nature de celle du prospectus, plus particulièrement la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre – peuvent être reformulées pour veiller à ce que la collecte de capitaux puisse se poursuivre</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>tout en favorisant la communication d'une information adéquate. Certaines provinces ont imposé des limites monétaires dans le cadre de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre. Il semble toutefois inapproprié de retirer à la personne qui investit 150 000 \$ le droit d'action pour information fautive ou trompeuse ou de priver cette personne d'information, deux éléments qui sont prévus sous le régime de cette dispense; pourtant, cette dispense n'est offerte qu'aux petits investisseurs.</p> <p>La suppression de la dispense pour investissement d'une somme minimale aurait sans doute peu d'incidence sur la capacité des émetteurs de collecter des capitaux puisqu'il existe suffisamment d'autres dispenses, comme la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</p> <p>Nous estimons que, dans la plupart des cas, l'investisseur qui peut se permettre d'investir 150 000 \$ dans un seul émetteur est selon toute vraisemblance un investisseur qualifié.</p> <p>Étant donné que la grande majorité des personnes qui se prévalent de la dispense pour investissement d'une somme minimale répondraient à la définition actuelle d'investisseur qualifié (puisque un revenu ou des actifs financiers importants sont requis pour atteindre la somme minimale), nous ne croyons pas que la suppression de cette dispense serait susceptible d'avoir une incidence importante sur la capacité des émetteurs de collecter des capitaux.</p> <p>Nous avons eu recours à la dispense pour investissement d'une somme minimale seulement jusqu'à ce que nous ayons pu nous prévaloir de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés de façon uniforme dans tous les territoires dans lesquels nous collectons des capitaux.</p> <p>Selon nous, la suppression de la dispense imposant un seuil de 150 000 \$ aurait peu ou pas d'incidence sur les projets de collecte de capitaux. En tant qu'intervenants du secteur financier, nous avons collecté des capitaux au moyen de placements privés pour plus de 100 émetteurs en recourant uniquement à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</p> <p>Non. D'autres dispenses devraient être mises en œuvre.</p> <p>Non. Cette dispense exclut tout un groupe d'investisseurs et, à nouveau, elle fonde l'analyse de la compétence sur les seuls actifs.</p> <p>La dispense pour investissement d'une somme minimale devrait être supprimée et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés pourrait être élargie pour inclure d'autres critères, portant plus particulièrement sur la formation, et incluant les titres professionnels.</p> <p>La modification éventuelle du seuil minimal de 150 000 \$ (hausse ou suppression) n'aurait pas d'incidence importante sur notre capacité à offrir des stratégies de fonds en gestion commune à nos clients institutionnels, puisque, normalement, le montant minimal des investissements que nous effectuons dépasse de loin le seuil de la dispense pour investissement d'une somme minimale. Étant donné que nos clients sont des investisseurs institutionnels, nous nous prévalons habituellement de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Nous aurions recours à la dispense pour investissement d'une somme minimale seulement si le client ne répond pas à la définition d'investisseur qualifié.</p>

N°	Sujet	Commentaires
<b>Dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés</b>		
	<p><b>Acceptez-vous que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et la définition d'« investisseur qualifié » soient conservées dans leur forme actuelle? Les seuils financiers actuels sont-ils appropriés?</b></p>	<p><b><u>Oui, nous acceptons qu'elles soient conservées dans leur forme actuelle.</u></b></p> <p>Un investisseur dont la valeur de l'actif net investissable est d'au moins 1 000 000 \$ ou dont le revenu, pour chacune des trois dernières années, a été d'au moins 200 000 \$ ou, avec son conjoint, d'au moins 300 000 \$ est en mesure de supporter un certain risque s'il le souhaite.</p> <p>Nous croyons que la définition d'« investisseur qualifié » devrait être conservée dans sa forme actuelle, sans relèvement des seuils de revenu ou d'actif. Toutefois, nous suggérons qu'une nouvelle catégorie, à savoir celle des « professionnels de la finance », soit ajoutée à la définition d'« investisseur qualifié » afin de permettre aux personnes qui ont des compétences financières mais dont l'avoir net ou le revenu ou l'actif net est inférieur aux seuils prévus par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés d'investir dans des produits dispensés.</p> <p>Nous sommes d'avis que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés fait partie intégrante du processus de collecte de capitaux des émetteurs sur le marché canadien. Le fait de modifier les seuils prévus par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés limiterait inutilement la capacité des investisseurs canadiens de participer à des placements de produits dispensés et compromettrait inutilement l'accès aux capitaux pour les participants au marché. Nous estimons que les seuils actuels sont des critères appropriés pour évaluer s'il est convenable pour un investisseur de souscrire des produits du marché dispensé faisant l'objet d'un placement.</p> <p>Selon nous, il n'est pas nécessaire de resserrer le critère financier (pour les investisseurs qualifiés); il faudrait plutôt élargir ce critère afin d'y inclure la valeur des régimes de retraite et des placements immobiliers, lesquels peuvent représenter une partie substantielle des actifs de certains investisseurs.</p> <p>Oui. L'investisseur est protégé par le droit d'action conféré par la common law en cas de présentation d'information fausse ou trompeuse. Selon nous, il faudrait examiner la possibilité pour l'investisseur d'exercer un recours civil prévu par la loi similaire à celui qui existe en Ontario en cas de présentation d'information fausse ou trompeuse dans une notice d'offre.</p> <p>Nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire d'imposer l'obligation de fournir de l'information supplémentaire en cas de recours à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, en raison des principes qui sous-tendent cette dispense. Nous suggérons, comme il a été mentionné ci-dessus, d'examiner si la responsabilité sur le marché secondaire devrait englober l'acquisition de titres dans le cadre d'un placement privé, ce qui toucherait principalement l'information à communiquer dans le cadre des placements privés d'émetteurs assujettis. Nous soulignons que, dans certaines provinces, des droits d'action prévus par la loi s'appliquent dès qu'une « notice d'offre » (au sens attribué à ce terme pour l'application de la Loi) est fournie. Il pourrait être judicieux de préciser que lorsqu'une notice d'offre est fournie à des investisseurs d'une telle province, elle doit être fournie à l'ensemble des investisseurs de cette province, lesquels disposeraient alors également des droits d'action prévus par la loi. Cette façon de procéder permettrait de s'assurer que l'information fournie est la même pour tous et que tous disposent des mêmes droits d'action relativement à cette information.</p> <p>Selon nous, la personne qui est un investisseur qualifié dont les actifs financiers s'élèvent à plus de 1 million de dollars et dont l'actif total s'élève à plus de 5 millions de dollars possède suffisamment de connaissances financières ou peut se permettre à coût efficace de consulter quelqu'un qui possède de telles connaissances. Le relèvement des seuils aurait un effet désastreux sur la collecte de capitaux sans apporter de réel avantage puisqu'il ne permettrait de protéger qu'un petit nombre de personnes dont la fortune atteint ce niveau mais dont les compétences financières ne sont pas suffisantes pour leur permettre de gérer l'investissement ou encore de retenir les services de conseillers financiers compétents pour leur fournir des conseils à cet égard.</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>Je suis d'accord avec l'utilisation du critère financier actuellement prévu dans la définition d'« investisseur qualifié », mais je crois que la définition devrait être élargie afin de permettre aux avocats, aux comptables et à d'autres personnes ayant de l'expérience en matière de placements d'être considérés comme des investisseurs qualifiés. Dans la conjoncture économique actuelle, nous devrions aider les émetteurs à avoir accès aux capitaux d'investisseurs avertis plutôt que de limiter davantage les capitaux disponibles.</p> <p>Selon nous, il est essentiel que toute modification des seuils de revenu et d'actif soit apportée uniquement en parallèle avec les modifications apportées à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés des États-Unis. Nous craignons que le resserrement de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés sans qu'une modification similaire soit apportée à la législation des États-Unis influence négativement les « investisseurs providentiels » qui investissent dans des sociétés en démarrage au Canada. Nous sommes d'avis qu'un relèvement des seuils de revenu et d'actif dans les deux pays aurait un effet défavorable global sur la collecte de capitaux des sociétés en démarrage. Bien que nous n'ayons pas la compétence requise pour généraliser, selon notre expérience, il n'y a pas eu de recours abusif à cette dispense, et celle-ci n'a pas été source de problèmes.</p> <p>Nous sommes d'accord pour conserver dans leur forme actuelle la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ainsi que les critères du revenu et de l'actif actuellement prévus aux sous-paragraphes j) à m) de la définition d'« investisseur qualifié » énoncée à l'article 1.1 du Règlement 45-106. Ces critères, qui permettent aux petits investisseurs de participer au marché dispensé, offrent aux émetteurs un important moyen de collecter des capitaux auprès d'investisseurs qui ont les moyens et le désir d'investir dans ce type de valeurs mobilières. Comme il est indiqué dans l'avis, les critères du revenu et de l'actif ne sont peut-être pas toujours des indicateurs précis du niveau de compétence. Il est par ailleurs très difficile d'élaborer un critère d'évaluation de la compétence qui soit efficace sur le plan administratif et facile à appliquer. Nous ne sommes pas en faveur de l'application des autres critères ouvrant droit à la dispense proposés dans l'avis. Ces critères, qui comprennent l'expérience en matière d'investissement, la taille du portefeuille, l'expérience professionnelle et la formation, peuvent être subjectifs et susciter de l'incertitude sur le plan réglementaire, peuvent être appliqués de manière incohérente et peuvent constituer un risque lié à la réglementation pour les personnes qui achètent et vendent des valeurs mobilières en se prévalant de la dispense. Les critères du revenu et de l'actif sont objectifs et raisonnablement liés au niveau de compétence de l'investisseur et à sa capacité à supporter une perte.</p> <p>En ce qui a trait aux exigences relatives au revenu dans le cas d'un recours à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, nous estimons que les seuils constituent un véritable obstacle pour les souscripteurs éventuels. Cette dispense figure parmi les dispenses les plus utilisées en Saskatchewan. Nous soumettons que le fait de relever considérablement le seuil aurait un effet défavorable important sur la collecte de capitaux pour les émetteurs non assujettis en Saskatchewan.</p> <p>De nombreuses personnes bien renseignées – notamment des professeurs, des ingénieurs, des entrepreneurs, des scientifiques et des enseignants – qui voudraient investir dans des sociétés en démarrage (je reçois régulièrement des demandes de renseignements en ce sens de la part de ce type de personnes) n'y parviennent pas, car les seuils sont trop élevés. Le bassin de capitaux disponibles pour ces sociétés en démarrage s'agrandirait considérablement si le critère du revenu de la définition d'« investisseur qualifié » était assoupli. À l'heure actuelle, les entrepreneurs n'arrivent à rejoindre que moins de 1 % de la population.</p> <p>De nombreux aspects de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devraient demeurer inchangés, dont la définition d'« investisseur qualifié ». Par exemple, les entités mentionnées dans la définition et les personnes physiques qui ont été des personnes inscrites ou qui ont été inscrites auprès d'un OAR ou d'un organisme financier devraient toujours être considérés comme des investisseurs qualifiés. Selon nous, des modifications devraient être apportées aux sous-paragraphes j) et k) de la définition d'« investisseur qualifié » aux termes du Règlement 45-106. Plusieurs caractéristiques prévues aux sous-paragraphes j) et k) devraient être revues pour les besoins de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. L'une de nos préoccupations concerne l'exclusion des biens immobiliers de la définition d'« actifs financiers nets ». Pour mieux évaluer la capacité d'une personne à supporter une perte, il faudrait, selon nous, prendre en compte ses biens immobiliers qui ne constituent pas sa résidence principale. L'évaluation des actifs financiers devrait comprendre les placements immobiliers puisque ceux-ci sont souvent considérés</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>comme faisant partie du portefeuille d'un investisseur. Le calcul du revenu et des actifs financiers nous préoccupe également, car il se rapporte à une entreprise ou à une société fermée. Un investisseur propriétaire d'une entreprise devrait-il être pénalisé parce qu'il se verse un salaire limité dans le but de maximiser les économies d'impôt? À titre d'actionnaire unique, n'est-il pas propriétaire des actifs de son entreprise? Nous croyons que ces actifs et ces revenus devraient être pris en compte dans l'évaluation du profil global d'un investisseur qui souhaite investir dans un produit sur le marché dispensé.</p> <p>Nous recommandons de ne pas modifier les seuils monétaires prévus par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, car cela limiterait inutilement la capacité des investisseurs canadiens de participer à des placements de produits dispensés et compromettrait inutilement l'accès aux capitaux pour les participants au marché. L'ABO convient que les catégories proposées dans l'avis de consultation pour reconnaître la compétence d'un investisseur en fonction (i) de son expérience en matière d'investissement, (ii) de son expérience professionnelle ou (iii) de sa formation devraient s'ajouter aux catégories prévues par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Nous sommes d'accord avec les ACVM que la compétence d'un investisseur repose sur bien plus que la simple accumulation d'un patrimoine et que l'ajout de ces catégories à celles prévues par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés rendrait celle-ci plus fonctionnelle, autant pour les investisseurs que pour les participants au marché. Il ne faudrait pas croire que les catégories proposées dans l'avis de consultation visent à remplacer les catégories actuellement prévues par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés; il s'agit plutôt d'un moyen d'élargir la portée de la dispense.</p> <p><b><u>Non, elles ne doivent pas être conservées dans leur forme actuelle.</u></b></p> <p>Non. Les seuils de revenu et d'actif utilisés pour évaluer la convenance sont arbitraires. La participation d'une personne inscrite à l'évaluation de la convenance d'une opération donnée est plus importante que l'utilisation d'un seuil arbitraire; la personne inscrite peut juger qu'une opération n'est pas convenable même si les seuils de revenu et d'actif sont atteints.</p> <p>Non. Nous estimons qu'en raison de l'obligation d'inscription à titre de courtier sur le marché dispensé, le rôle et les responsabilités des conseillers sur le marché dispensé ont pris une telle importance que le recours à ces dispenses n'est plus nécessaire.</p> <p>Nous sommes d'avis que les critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devraient être simplifiés. Par exemple, il faudrait supprimer la nécessité de posséder des actifs immobilisés d'une valeur d'au moins 5 millions de dollars, car, en théorie, un investisseur qui possède autant d'actifs immobilisés peut ne pas avoir beaucoup d'actifs liquides. Un placement raté peut causer des difficultés financières à une personne physique, qui pourrait se voir forcée de liquider son seul actif immobilisé (c.-à-d. sa résidence qui, sur le marché actuel, peut facilement valoir 5 millions de dollars). La possibilité de recourir à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, lorsqu'il s'agit de personnes physiques, devrait être établie en fonction des actifs liquides ou du revenu net, ou des deux.</p> <p>La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devrait être conservée, mais modifiée de la manière suivante : a) le critère du revenu, qui est actuellement de 200 000 \$ par année, devrait être ramené à 100 000 \$ par année; b) le critère de l'actif net applicable aux sociétés par actions, aux sociétés en commandite, aux fiducies et aux successions, qui est actuellement de 5 000 000 \$, devrait être ramené à 1 000 000 \$.</p> <p>La dispense même devrait être modifiée afin de prévoir l'obligation, pour les émetteurs, de fournir une quantité minimale d'information aux investisseurs qualifiés éventuels.</p> <p>La dispense devrait être conservée pour l'essentiel dans sa forme actuelle, sous réserve de quelques petites modifications. Les critères qui servent actuellement à déterminer si une personne est un investisseur qualifié comportent des seuils financiers suffisamment élevés pour s'assurer que l'investisseur possède un niveau de compétences financières suffisant. Il faut examiner la possibilité qu'une personne soit considérée comme un investisseur qualifié en fonction d'autres critères. Par</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>exemple, les personnes qui autrement remplissent les conditions pour être considérées comme un « conseiller en matière d’admissibilité », au sens attribué à ce terme dans le Règlement 45-106, devraient être considérées comme des « investisseurs qualifiés » même si elles n’atteignent pas les seuils financiers. Le principe est le suivant : si les conseils donnés à un client par un « conseiller en matière d’admissibilité » sont suffisants pour que ce client respecte les critères lui permettant d’être considéré comme un « investisseur admissible », au sens attribué à ce terme dans le Règlement 45-106, c’est que, logiquement, la personne qui est un « conseiller en matière d’admissibilité » est en mesure d’évaluer l’existence ou l’absence de bien-fondé d’un placement éventuel et, par conséquent, de se protéger.</p> <p>Non. Le régime de confiance aux termes duquel une personne peut se déclarer elle-même investisseur qualifié devrait être amélioré de manière à ce que l’on puisse s’assurer que les déclarations que font les investisseurs sont véridiques. Si l’on exigeait de ceux-ci davantage de preuves et d’information au soutien de leur demande, seules les personnes qui remplissent véritablement les critères pourraient se prévaloir de la dispense. Nous estimons que le fait de limiter l’exposition d’un investisseur à des placements sur le marché dispensé à un faible pourcentage (jusqu’à concurrence de 10 %) de son actif net, compte non tenu de sa résidence principale, ou de prescrire l’obligation pour celui-ci et la personne inscrite ou le vendeur qui participe au placement de signer un formulaire de reconnaissance de risque constitue une meilleure façon de limiter le risque pour les investisseurs.</p> <p>Si les critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d’investisseurs qualifiés étaient assouplis – et qu’ils s’établissaient entre 100 000 \$ et 125 000 \$ pour le critère du revenu, entre 250 000 \$ et 350 000 \$ pour le critère des actifs financiers, et entre 500 000 \$ et 750 000 \$ pour le critère de l’actif net, compte non tenu de la résidence principale –, de nombreux petits investisseurs s’en prévaudraient en Ontario.</p> <p>Le critère de l’actif net devrait être diminué de 50 %, pour passer de 1 000 000 \$ à 500 000 \$, et l’actif net devrait inclure tous les biens immobiliers. La résidence d’un investisseur est un actif important qui est actuellement exclu de la définition d’« actifs financiers ». Le critère du revenu devrait être ramené à 150 000 \$ pour un ménage et à 90 000 \$ pour une personne. Il faudrait également qu’une personne puisse se déclarer elle-même investisseur qualifié sur le fondement de son revenu; par exemple, un propriétaire d’entreprise qui se verse un salaire de 60 000 \$ seulement pourrait se déclarer investisseur qualifié.</p> <p>Deux éléments de la définition actuelle d’« actifs financiers » nous préoccupent. Le premier élément est l’exclusion, dans cette définition, des biens immobiliers. Tous les biens immobiliers sont exclus, même les biens immobiliers productifs de revenu autres que la résidence de l’investisseur. Cela signifie qu’un investisseur retraité qui est propriétaire d’un immeuble d’appartements d’une valeur de 3 000 000 \$ dont les revenus de location annuels s’élèvent à 180 000 \$ (en supposant qu’il ne possède aucun autre actif) n’est pas considéré comme un investisseur qualifié. Si, par contre, cet investisseur détenait le même immeuble d’appartements par l’entremise d’une société, ses actions pourraient être comptabilisées à titre d’« actifs financiers », et il serait considéré comme un investisseur qualifié. Il ne peut s’agir là de l’intention initiale de la dispense pour placement auprès d’investisseurs qualifiés. Le second élément qui nous préoccupe est le sens attribué au terme « titres » dans la définition d’« actifs financiers ». La disposition ne prévoit pas expressément l’exclusion des titres non négociables (comme les actions d’une société fermée), mais l’on présume depuis longtemps que les « titres » s’entendent de « titres liquides ». Cela signifie qu’une personne qui est propriétaire de la totalité des actions d’une société de transport valant 2 000 000 \$ (et dont le salaire annuel déclaré ne dépasse pas 200 000 \$) ne serait pas considérée comme un investisseur qualifié (en supposant qu’elle n’a pas d’autres actifs ni un autre revenu). Étant donné qu’il n’existe aucune dispense fondée sur le bénéfice annuel d’une société prévoyant la possibilité pour celle-ci d’effectuer des placements, le propriétaire de la société ne pourrait en aucune circonstance effectuer des placements, que ce soit pour son compte ou pour celui de la société. D’aucuns pourraient soutenir que les deux cas donnés en exemple ci-dessus ne se posent que rarement et sont utilisés dans le seul but de montrer la faiblesse de la règle. Le fait est cependant que ces situations sont très courantes.</p>

N°	Sujet	Commentaires
	<p><b>Faudrait-il indexer les seuils de revenu et d'actif sur l'inflation?</b></p>	<p><b><u>Non, les seuils ne devraient pas être indexés.</u></b></p> <p>Les seuils prévus à l'origine sont déjà élevés et ne devraient pas être haussés.</p> <p>Non. Les seuils actuels sont adéquats, et le pourcentage de personnes pouvant être considérées comme des investisseurs qualifiés est très faible. L'indexation constitue un véritable casse-tête, car elle implique la mise à jour continue des formulaires. Les prix indexés sur l'inflation ne sont pas forcément un indicateur approprié, car ils ne mesurent pas nécessairement la hausse des revenus.</p> <p>Les seuils devraient être ramenés à un revenu annuel de 100 000 \$ ou à des actifs financiers nets de 500 000 \$, en particulier lorsque le placement est effectué dans un fonds d'investissement.</p> <p>Non, les seuils ne devraient pas être indexés sur l'inflation, mais plutôt révisés périodiquement. Il faudrait réduire de moitié les seuils de revenu et d'actif.</p> <p>Bien que nous croyions comprendre que les seuils n'ont pas été révisés depuis longtemps (depuis leur adoption par la Securities and Exchange Commission, en 1982), nous estimons que le fait de les indexer soudainement sur l'inflation après 30 ans aurait un effet défavorable sur les marchés financiers. Par conséquent, nous sommes d'avis que les dispenses devraient être passées en revue au plus une fois tous les cinq ans. Nous croyons également que les seuils des dispenses en vigueur sont appropriés de nos jours et qu'ils étaient trop élevés au moment de leur fixation.</p> <p><b><u>Oui, les seuils devraient être indexés sur l'inflation.</u></b></p> <p>À notre connaissance, ces seuils n'ont été ni révisés ni indexés (sur l'inflation, notamment) depuis l'adoption de la dispense par la CVMO, il y a une dizaine d'années. Il faudrait, au minimum, revoir le seuil de revenu net à la hausse pour tenir compte de l'inflation afin qu'il se situe entre 245 000 \$ et 443 000 \$. Selon nous, une fois ce seuil fixé de nouveau en bonne et due forme, il faudrait absolument mettre en place (et nous ne voyons aucune raison valable de s'y opposer) un processus d'indexation systématique et périodique de ce seuil pour tenir compte de l'inflation. Cela réduirait les coûts et le fardeau administratif liés à la nécessité de le réexaminer, encore une fois, à un moment indéterminé dans l'avenir. Il faudrait également revoir les seuils des actifs financiers et du revenu afin d'en exclure la résidence principale de l'investisseur.</p> <p>Nous croyons que les seuils devraient être conservés, mais indexés sur l'inflation.</p> <p>Dans le même ordre d'idée que nos commentaires précédents, nous sommes d'avis que les seuils de revenu et d'actif devraient également être indexés pour tenir compte de l'inflation. Nous recommandons que les ACVM relèvent le seuil de revenu actuel afin de le porter à 245 000 \$ pour tenir compte de l'inflation depuis 2001, soit l'année où la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a adopté la dispense.</p> <p>Il s'agit d'une sage recommandation pour autant que les seuils indexés soient publiés chaque année (arrondis au millier de dollars près) et que cela évite aux autorités de devoir continuellement réexaminer la question. Il ne fait nul doute que de nombreux participants du secteur ont de la difficulté à élaborer leur plan stratégique lorsque les seuils prévus par les dispenses sont continuellement révisés ou modifiés.</p>

N°	Sujet	Commentaires
	<p><b>Les personnes physiques devraient-elles pouvoir acquérir des titres sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés?</b></p>	<p>Absolument. Les personnes physiques devraient pouvoir acquérir des titres sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés par l'intermédiaire d'une personne inscrite. Nous sommes également d'avis que les personnes physiques qui ne sont pas considérées comme des investisseurs qualifiés devraient aussi pouvoir effectuer des placements en ayant recours à d'autres dispenses, notamment la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, offrant ainsi aux Canadiens ordinaires la possibilité de diversifier leur portefeuille.</p> <p>Nous croyons qu'il faudrait communiquer à au souscripteur ou à l'acquéreur de l'information suffisante sur les facteurs de risque au moment où les titres sont émis afin qu'il puisse prendre une décision éclairée. Nous estimons que, lorsqu'une personne inscrite participe à la vente de ces titres, elle a le devoir de connaître son client et engage sa responsabilité civile dans le cadre de la relation mandataire-client; nous recommandons un renforcement de ce devoir et de cette responsabilité par la création d'une obligation fiduciaire d'agir dans l'intérêt de son client, le souscripteur ou l'acquéreur des titres.</p> <p>Nous sommes d'avis que la dispense convient aux personnes physiques et qu'il est primordial pour la collecte de capitaux dans notre secteur que cette dispense leur soit ouverte.</p> <p>Les hypothèses qui sous-tendent la dispense sont les mêmes pour les personnes physiques et pour les institutions (et elles sont peut-être plus justes dans le cas des personnes physiques). Cela étant, je m'attends à ce qu'une personne soit plus diligente qu'une institution en ce qui a trait à ses propres finances.</p> <p>En ce qui concerne certaines restrictions possibles de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés dont il est question dans le document de consultation, [l'intervenant] émet les commentaires suivants aux fins d'examen :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• le fait de limiter la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés à des produits qui ne sont pas complexes éviterait de devoir évaluer le niveau de compétence de l'investisseur, mais pourrait nuire inutilement à la capacité des investisseurs avertis de participer au placement de produits complexes;</li> <li>• le fait de limiter la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés à des clients qui ne sont pas des personnes physiques suppose erronément que ces clients sont toujours avertis et qu'ils sont toujours plus compétents que les clients qui sont des personnes physiques;</li> <li>• une règle qui limite la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés à des clients qui ne sont pas des personnes physiques prête le flanc au contournement au moyen de la constitution des personnes physiques en société.</li> </ul>
	<p><b>Faudrait-il fixer une limite d'investissement pour les investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques?</b></p>	<p>En règle générale, non. Toutefois, nous sommes en faveur de la publication, par l'émetteur, d'une mise en garde indiquant que tout au plus 10 % de l'actif net devrait être utilisé pour effectuer des placements non traditionnels.</p> <p>Non, un tel plafonnement nuirait considérablement à la constitution de fonds et au financement des sociétés fermées, qui dépendent, souvent très largement, des placements des investisseurs qualifiés.</p> <p>[L'intervenant] va au-delà du critère de l'investisseur qualifié et utilise le critère du « pourcentage de l'actif net » pour s'assurer que les sommes investies sont raisonnables. Ce pourcentage varie en fonction de la nature du placement, mais il ne dépasse généralement pas 5 % dans le cas d'un investissement de démarrage. Même dans ce cas, il faut faire preuve de jugement, car il peut être raisonnable pour une personne dont les actifs financiers s'élèvent à 20 millions de dollars d'investir plus de 5 % de son actif net dans un seul placement.</p> <p>Nous recommandons fortement que la taille de l'investissement soit limitée à un certain pourcentage de l'actif net des investisseurs dans le but de favoriser la diversification et de réduire leur risque en cas de baisse à une somme qu'ils peuvent se « permettre » de perdre. Cela est d'autant plus important que la législation</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>ontarienne n'impose aucune obligation fiduciaire aux professionnels de la finance et qu'il n'existe aucun moyen fiable de rapprocher le revenu ou les actifs d'un investisseur à ses connaissances financières. Un critère de proportionnalité permettrait de limiter les pertes subies par un investisseur donné à des sommes raisonnables pour lui.</p> <p>Étant donné notre avis quant à la nécessité de faire participer une personne inscrite dans ce genre de placements, nous croyons que l'imposition d'une limite ne cadre pas avec le fait que chaque personne physique a une situation financière, une tolérance au risque, des objectifs de placement et un horizon de placement qui lui sont propres. Tous les investisseurs sont uniques, et l'existence de limites imposées de façon arbitraire les désavantage.</p> <p>Non. Il existe sur le marché dispensé une telle diversité de produits ayant des caractéristiques de risque variées que cela aurait pour effet de limiter de façon arbitraire la capacité des investisseurs ou des gestionnaires de portefeuille agissant pour le compte de ceux-ci, sans avantage compensatoire. Par exemple, il existe une différence importante entre le risque associé à un fonds en gestion commune largement diversifié et le risque associé à une entreprise en démarrage de nature spéculative, mais une limite d'investissement unique ne ferait aucune distinction entre ces deux types de placements. En fait, l'existence d'une limite d'investissement pourrait empêcher les investisseurs de recourir à un large éventail de stratégies de placement qu'eux-mêmes ou leurs gestionnaires de portefeuille pourraient mettre en œuvre afin d'améliorer la structure de leur portefeuille autant sur le plan des risques qu'en matière de gestion de l'impôt. Selon nous, la meilleure façon de répondre aux préoccupations relatives au recours à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés dans le cadre de certains types de placements consiste à exiger la participation à ces placements d'un gestionnaire de portefeuille ou d'une personne inscrite ayant l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs.</p> <p>En règle générale, les personnes physiques ne possèdent pas le niveau de compétence requis pour prendre ce genre de décisions. Lorsque, contrairement à aujourd'hui, le Canada ne comptait pas à lui seul 9 000 CFA, le recours à un seuil financier comme critère d'admissibilité pouvait être pertinent. Aujourd'hui cependant, avec l'augmentation grandissante du nombre de CFA et d'autres professionnels ayant des titres pertinents, il convient de basculer vers un modèle de règles fondé sur les compétences. Nous recommandons que la limite d'investissement minimale soit d'aussi peu que 5 000 \$ pour les comptes gérés sous mandat discrétionnaire par des conseillers. En outre, si les personnes physiques sont autorisées à agir pour leur propre compte, nous suggérons d'abaisser cette limite pour la porter à 25 000 \$, de sorte que la situation soit plus facile à gérer pour ces personnes physiques en cas d'erreur.</p> <p>[L'intervenant] invite les ACVM à examiner la possibilité de prévoir dans la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés une exigence supplémentaire selon laquelle la valeur du placement ne doit pas représenter plus d'un certain pourcentage de l'ensemble du portefeuille ou de l'actif net de l'investisseur – soit peut-être entre 5 % et 10 %. Une telle exigence permettrait de s'assurer que l'investisseur est en mesure de supporter sans graves conséquences financières la perte potentielle de la totalité du placement dispensé. Elle servirait également l'objectif stratégique sur lequel est fondé la dispense, lequel vise à décourager la concentration indue du portefeuille d'un investisseur dans un seul titre potentiellement illiquide.</p>
	<p><b>Quels autres critères pourraient ouvrir droit à une dispense?</b></p>	<p>Dans le cas des titres d'émetteurs inscrits vendus par l'entremise d'un non-membre d'un organisme d'autoréglementation ET des titres d'émetteurs non inscrits vendus par l'entremise d'un membre d'un organisme d'autoréglementation, les critères devraient être les suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) la personne inscrite a le devoir d'agir dans l'intérêt du client / une obligation fiduciaire;</li> <li>b) la personne inscrite veille à ce que l'investisseur réponde au critère de « compétence » selon lequel une personne physique doit remplir deux (2) des quatre (4) conditions suivantes : <ul style="list-style-type: none"> <li>i. avoir effectué des opérations importantes (au moins 2 500 \$) sur les marchés de valeurs à une fréquence minimale moyenne de 10 par trimestre au cours des 4 derniers trimestres;</li> <li>ii. avoir un portefeuille d'une valeur dépassant 1 000 000 \$;</li> </ul> </li> </ul>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>iii. 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 mobilières et avoir réussi le Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada;</p> <p>iv. être une personne inscrite auprès d'une ou de plusieurs autorités en valeurs mobilières au Canada.</p> <p>Dans le cas des titres d'émetteurs non inscrits vendus par l'entremise d'un intermédiaire non membre d'un organisme d'autoréglementation, les critères devraient être les suivants :</p> <p>a) la personne inscrite a le devoir d'agir dans l'intérêt du client / une obligation fiduciaire;</p> <p>b) la personne inscrite veille à ce que l'investisseur réponde au critère de « compétence » dont il est question ci-dessus;</p> <p>c) il faut obtenir d'un tiers indépendant n'ayant aucun intérêt financier dans une opération une attestation du respect du critère de compétence par l'investisseur.</p> <p>La ligne directrice de base (qui ne doit pas être une règle) devrait être que les investisseurs qualifiés peuvent investir 10 % de la valeur nette.</p> <p>De ce que nous comprenons du règlement, les définitions de critères financiers visent à traiter les deux conjoints comme une seule unité investissante. Nous sommes d'avis que ces définitions devraient être réexaminées ou qu'il faudrait exiger que le conjoint non investissant consente par écrit aux investissements faits sous le régime d'une dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</p> <p>Les critères ouvrant droit à une dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devraient comprendre la formation, l'expérience professionnelle et l'expérience en matière d'investissement. L'investisseur devrait au moins avoir réussi le Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada ou des cours équivalents.</p> <p>Les ACVM devraient fournir une liste de points à vérifier concernant les renseignements qui devraient être demandés et versés aux dossiers pour déterminer si un investisseur est un investisseur qualifié. Nous ne voyons pas d'inconvénient à exclure la résidence principale du critère des actifs financiers, mais sommes d'avis que d'autres biens immobiliers tels qu'une maison de campagne, une terre agricole ou d'autres biens de placement ne devraient pas nécessairement être exclus. L'exclusion d'autres biens immobiliers du critère des actifs financiers soulève de plus en plus d'inquiétudes en raison du fait que l'heure de la retraite a sonné pour les baby boomers, qui pourraient désormais avoir de la difficulté à satisfaire aux critères de revenu ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, ce qui aurait pour effet de réduire encore davantage le bassin d'investisseurs potentiels. Les ACVM devraient inclure d'autres biens immobiliers (que la résidence principale de l'investisseur) dans le critère des actifs financiers.</p> <p>Les ACVM devraient tenir compte des actifs illiquides dans le critère des actifs financiers.</p> <p>Si les ACVM croient fermement à l'importance de hausser le seuil, elles devraient peut-être songer à un seuil progressif. Par exemple (i) les investisseurs qui, à eux seuls ou avec leur conjoint, ont un avoir net financier de 1 million de dollars à 1,999 million de dollars ou un revenu net d'un certain montant pourraient être en mesure d'investir dans un instrument en particulier une somme pouvant aller jusqu'à 150 000 \$; (ii) les investisseurs qui, à eux seuls ou avec leur conjoint, ont un avoir net financier de 2 millions de dollars à 4,999 millions de dollars ou un revenu net d'un certain montant pourraient être en mesure d'investir dans un instrument en particulier une somme pouvant aller jusqu'à 300 000 \$; (iii) les investisseurs qui, à eux seuls ou avec leur conjoint, ont un avoir net financier de 5 millions de dollars ou plus ou un revenu net d'un certain montant pourraient être en mesure d'investir dans un placement en particulier la somme qu'ils souhaitent sans qu'il y ait de limite.</p> <p>Le titre a-t-il une valeur liquidative fondée sur le marché? Nous sommes d'avis que ce facteur rend compte de la différence de risque entre une véritable « collecte de capitaux » et une mise en commun de fonds. L'établissement de la valeur liquidative requiert un mécanisme quotidien/hebdomadaire d'établissement des prix fondé sur</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>un consensus vérifiable indépendant, tel qu'un indice. Il s'agit d'une évaluation publique d'un placement privé qui doit faire l'objet d'un audit annuel dans certains territoires.</p> <p>C'est l'occasion d'élargir les critères ouvrant droit à la dispense pour inclure des investisseurs en fonction de leur capacité à bien évaluer les risques et la convenance de l'investissement au portefeuille, plutôt que de restreindre l'activité des investisseurs.</p> <p>Nous encourageons les ACVM à songer à recommander une nouvelle dispense de prospectus qui prévoirait essentiellement qu'un prospectus ne serait pas obligatoire pour un placement de titres effectué auprès d'une personne physique si l'émetteur et la personne physique satisfont tous deux à certains critères. Ces critères pourraient comprendre les suivants : (i) le coût d'acquisition du titre pour l'investisseur n'est pas supérieur à 5 % de ses actifs financiers globaux avant impôts, déduction faite des passifs connexes; (ii) l'émetteur a bien mis en garde l'investisseur contre la nature spéculative du placement et contre les restrictions qui pourraient s'appliquer au transfert du titre; (iii) l'émetteur demande à chaque investisseur de répondre à des questions démontrant une compréhension du niveau de risque que comporte le placement et du risque d'illiquidité qui lui est associé; et (iv) l'investisseur fournit à l'émetteur une preuve raisonnable de ses actifs financiers nets.</p> <p>Ainsi que le soulignent les ACVM, un certain nombre de facteurs, dont d'éventuels changements dans la réglementation, pourraient justifier la mise en place de nouveaux critères ouvrant droit à la dispense, dont les suivants : l'émetteur du titre est un émetteur assujéti, le titre est nouveau ou complexe, de l'information est fournie aux investisseurs (dont des renseignements sur les facteurs de risque) et une personne inscrite qui participe au placement a l'obligation de ne recommander que des investissements qui conviennent au souscripteur ou à l'acquéreur.</p> <p>Modifier la définition d'« actifs financiers » pour inclure les immeubles de placement, qu'ils soient productifs de revenu ou non (sauf une résidence principale). Les actifs financiers, les immobilisations corporelles et le revenu devraient comprendre la propriété d'une entreprise selon le pourcentage indiqué dans la liste des actionnaires, ainsi que le revenu qui en est tiré. Créer un document simplifié standard présentant les grandes lignes du « placement » en langage simple avec un minimum d'exigences d'information, comme sur les risques et les contraintes de liquidité, et devant être remis dans le cadre du processus d'évaluation.</p> <p>Nous nous permettons de proposer d'envisager la modification des règles régissant les investisseurs qualifiés afin de permettre différentes catégories d'investisseurs, chacune prévoyant différents niveaux de protection des investisseurs et de capacité à supporter les pertes. Le personnel des ACVM aurait à définir les catégories avec plus de précision, mais les grandes lignes seraient les suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Clients autorisés, comme aux termes du Règlement 31-103. Le but serait d'exclure la plupart des personnes physiques et petits investisseurs. Cette catégorie de participants au marché (banques, courtiers, investisseurs institutionnels) qui ont pour fonction d'assurer les mouvements de capitaux devraient pouvoir le faire relativement sans entrave, étant donné qu'ils ont la compétence et le pouvoir sur le marché nécessaires pour obtenir l'information dont ils ont besoin et n'ont par conséquent que peu besoin d'une intervention des organismes de réglementation pour corriger les asymétries de l'information;</li> <li>- Investisseurs qualifiés expérimentés : essentiellement, les investisseurs qualifiés qui sont décrits dans le Règlement 45-106, sauf les clients autorisés. Ces investisseurs pourraient être des personnes physiques fortunées et de petites entreprises, mais ne participent généralement pas quotidiennement aux marchés financiers. Ces investisseurs devraient être en mesure de démontrer d'une quelconque manière, grâce à une combinaison d'actifs nets, d'expérience en matière d'investissement ou d'expérience commerciale et de formation (CA, MBA, CFA, CSC) pertinentes, qu'ils ont un certain niveau de compétence et la capacité de supporter les pertes. Les activités de placement des investisseurs qualifiés expérimentés devraient faire l'objet de moins de restrictions que celles des autres investisseurs; toutefois, les règles pourraient interdire certains produits, comme les produits titrisés ou structurés très complexes.</li> <li>- Investisseurs qualifiés débutants : on devrait créer une nouvelle catégorie pour les investisseurs qualifiés qui désirent participer au marché dispensé, mais auxquels il faudrait imposer des contraintes supplémentaires, comme de limiter la somme que ces investisseurs peuvent investir au cours d'une année dans un</li> </ul>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>placement en particulier. Ces contraintes pourraient être renforcées en limitant la somme qu'un émetteur peut réunir sous le régime d'une telle dispense.</p> <p>À notre avis, il ne devrait pas y avoir d'objection à ce que les fiducies globales soient considérées comme des investisseurs qualifiés du point de vue stratégique (étant donné qu'il s'agit d'instruments essentiellement similaires aux entités dont il est question dans la définition). Par souci de clarté, nous recommandons d'ajouter dans la définition d'« investisseur qualifié » les entités suivantes : « une personne qu'une caisse de retraite, au sens du paragraphe i), établit pour le compte de ses bénéficiaires. » Nous tenons également pour acquis que cette entité serait considérée comme acquérant ou souscrivant des titres pour son propre compte même si elle le fait en définitive pour des bénéficiaires (ce qui n'est pas différent d'un fonds d'investissement), mais s'il existe quelque doute à ce sujet, nous prions instamment les ACVM d'ajouter une mention indiquant que ce nouvel investisseur qualifié est réputé acquérir ou souscrire les titres pour son propre compte pour l'application du paragraphe 2.3 du Règlement 45-106.</p> <p>Dans le contexte de l'établissement d'un fonds de capital-investissement ou d'un fonds de placement immobilier, qui sont souvent structurés comme des sociétés en commandite, il est parfois conseillé aux personnes physiques d'investir par l'entremise de fiducies familiales pour maximiser les économies d'impôt. Les fiducies familiales sont souvent structurées comme des fiducies discrétionnaires pour les descendants vivants et futurs des personnes physiques. Les bénéficiaires de fiducies familiales sont les propriétaires véritables de ces fiducies. Le sous-paragraphe t) de la définition d'« investisseur qualifié » prévoit une dispense pour les entités à l'égard desquelles tous ceux qui ont la propriété de droits, directe, indirecte ou véritable, sont des investisseurs qualifiés. Étant qu'un jeune enfant ou encore un enfant conçu, qui seraient tous deux normalement bénéficiaires de la fiducie familiale, n'est habituellement pas un investisseur qualifié, la fiducie familiale n'est pas par définition un investisseur qualifié. De plus, étant donné que la fiducie familiale est une entité à but unique, elle ne possède aucun actif financier qui lui permettrait d'être qualifiée en vertu d'un sous-paragraphe différent de la définition d'« investisseur qualifié ». Nous arrivons donc au résultat anormal qu'une personne ou une famille fortunée qui répondrait facilement aux critères de qualification ne peut, en raison de la structure de son investissement, se prévaloir de la dispense, même si toutes les questions de fond relatives à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés semblent indiquer que la fiducie familiale devrait pouvoir se prévaloir de la dispense. Pour corriger cette anomalie, nous recommandons que la définition du terme « fiducie » qui est donnée au sous-paragraphe 2.4 2) k) du Règlement 45-106 soit utilisée dans le contexte de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, c'est-à-dire que, pour qu'une fiducie soit un investisseur qualifié, il faut que la majorité de ses fiduciaires soient des investisseurs qualifiés.</p> <p>Une qualification fondée sur la formation ou l'expérience professionnelle ne serait pas pratique et serait difficile à appliquer. La seule exception possible serait l'expérience professionnelle dans le secteur des placements, qui est permise au Royaume-Uni.</p> <p>Pour ce qui est de la question soulevée dans le document de consultation concernant d'autres critères ouvrant droit à la dispense pour les personnes physiques, [l'intervenant] est en faveur de l'adoption de critères tels que la formation, l'expérience en placements et l'expérience professionnelle comme indicateurs utiles du niveau de compétence de l'investisseur. Toutefois, il pourrait être impossible d'imposer l'obligation générale de déterminer que l'investisseur est compétent en l'absence de critères objectifs pour effectuer ces évaluations.</p> <p>Essentiellement, un investisseur 1) qui n'a pas un certain niveau de compétence, 2) qui n'est pas en mesure de supporter des pertes financières, 3) qui ne dispose pas de ressources financières pour obtenir des conseils spécialisés, et 4) qui n'a pas la motivation d'évaluer soigneusement l'investissement compte tenu de sa taille ne devrait pas pouvoir faire un investissement en vertu de ces dispenses.</p> <p>Nous recommandons de permettre à une personne physique qui est un « professionnel » du secteur des placements et dont la société possède toutes les compétences requises de se prévaloir de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Le critère de la fréquence des opérations appliqué au Royaume-Uni n'est pas, selon nous, une vraie mesure de l'aptitude d'une personne physique à être un investisseur qualifié; un tel critère indique uniquement que l'investisseur effectue de</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>nombreuses opérations. Nous recommanderions plutôt d'appliquer, comme critère ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, le critère appliqué au Royaume-Uni voulant qu'une personne ait travaillé dans le secteur des placements pendant une période minimale.</p> <p>Un seul des éléments suivants devrait être utilisé comme critère : montant d'actif, montant de revenu, formation, expérience professionnelle; ou expérience dans le secteur des placements.</p> <p>Nous ne sommes pas d'avis que d'autres critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devraient être appliqués aux personnes physiques, car selon nous, le fait d'imposer des critères supplémentaires aux investisseurs ou aux sociétés en démarrage aurait un effet défavorable sur la collecte de capitaux.</p> <p>Selon nous, les critères existants sont adéquats, et l'inclusion, dans la définition d'« investisseur qualifié », de personnes physiques détenant un titre professionnel et possédant une expérience professionnelle déterminés devrait être envisagée.</p> <p>Nous tenons à souligner que les autres critères proposés dans le document de consultation, tels que la formation, l'expérience professionnelle, l'expérience en matière d'investissement ou toute expérience du même genre, ne devraient pas aller à l'encontre des dispenses existantes fondées sur les moyens financiers, mais pourraient, s'il y a lieu, être envisagés comme des critères indépendants ouvrant droit à une dispense.</p> <p>Nous estimons que le critère du revenu et de l'actif constitue un fondement adéquat pour la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et une bonne indication du niveau de compétence, de la formation, de l'expérience professionnelle ou de l'expérience en matière d'investissement d'un investisseur. La précision des critères de revenu et d'actif permet tant aux émetteurs qu'aux investisseurs de s'en remettre à ceux-ci avec certitude. L'utilisation des critères de formation, d'expérience professionnelle ou d'expérience en matière d'investissement d'une personne physique causerait de l'incertitude et ces critères seraient difficile à évaluer. En outre, certains des critères proposés pour compléter ou remplacer le critère d'actif et de revenu ne donnent pas, à notre avis, une bonne indication du niveau de compétence (par exemple, la réussite du Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada). D'autres critères proposés, tels que l'expérience professionnelle dans le secteur financier, sont trop restrictifs et interdiraient l'accès au marché dispensé aux personnes qui ne répondent à ce critère précis, mais qui autrement ont la compétence nécessaire. Nous sommes donc d'avis que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devrait rester telle quelle et être fondée sur le critère du revenu ou de l'actif des investisseurs qui sont des personnes physiques. Nous constatons également que les critères précis fondés sur le revenu et l'actif et les seuils actuels sont comparables aux critères appliqués ailleurs dans le monde.</p>
	<p><b>La qualité d'investisseur qualifié devrait-elle être attestée par un tiers indépendant?</b></p>	<p>L'attestation de la qualité d'investisseur qualifié par un tiers indépendant ne devrait pas être exigée.</p> <p>On pourrait peut-être offrir à l'investisseur l'alternative suivante : (i) vérification de la qualité par l'investisseur lui-même (c.-à-d. déclaration fiscale ou relevés de fin de mois) ou (ii) attestation par un tiers indépendant.</p> <p>Pour les placements sans courtier, les ACVM pourraient plutôt exiger que l'émetteur obtienne une preuve raisonnable du client, comme un talon de paie, un feuillet T4 ou d'autres documents.</p> <p>L'investisseur devrait être tenu de se procurer un court formulaire d'une page auprès des autorités en valeurs mobilières ou de tout participant au marché dispensé dans lequel il remplirait un tableau indiquant quelle part de son avoir net ou de son revenu il souhaite affecter à l'investissement qu'il envisage, en pourcentage de son portefeuille global ainsi que rajustée en fonction du risque, d'après ses propres calculs. Un tel document, accompagné de la documentation à l'appui raisonnable (p. ex.</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>cotisation fiscale, aperçus du portefeuille, etc.), que l'investisseur aurait fait valider par un tiers (p. ex. un notaire) sans que le caractère confidentiel en soit compromis, serait remis par l'investisseur avec la souscription de l'investissement de son choix. Le fait de remplir ce document permettrait à l'investisseur de mieux comprendre la convenance d'un investissement en particulier et démontrerait dans les faits à la fois de la prudence et de la prévenance dans le processus décisionnel en matière d'investissement.</p> <p>Nous sommes également en faveur de l'obligation d'inclure de l'information très claire au sujet des critères d'investisseur qualifié dans la convention de souscription, afin que les investisseurs soient bien informés des critères qu'ils doivent respecter pour se prévaloir des dispenses. Nous recommandons un niveau d'information similaire à celui qui est prévu aux rubriques 2 et 3 de l'avis 33-735 du personnel de la CVMO intitulé <i>Sale of Securities to Non-Accredited Investors</i>, qui fournit des détails sur ce qui doit et ce qui ne doit pas être inclus dans les critères de revenu, d'actif financier et d'actif net.</p> <p>Les autorités devraient définir plus clairement quels sont les documents justificatifs considérés comme appropriés pour attester de la qualité d'investisseur qualifié. Nous proposons que les émetteurs soient obligés d'obtenir des investisseurs un exemplaire d'un ou de plusieurs des documents suivants : a) la dernière déclaration fiscale; b) un avis d'impôt des particuliers; c) un bilan attesté par un expert-comptable indépendant; d) une lettre d'un expert-comptable indépendant ou de conseillers juridiques indiquant si la personne physique remplit ou non les critères de revenu ou d'actif financier ou les autres critères à respecter pour être considéré comme un investisseur qualifié. Dans tous les cas, les courtiers qui vendent des titres à des investisseurs qualifiés doivent avoir des procédures écrites qui permettent d'éviter que des investissements ou des financements inappropriés soient recommandés aux petits investisseurs.</p> <p>Nous sommes d'avis que la conformité aux critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ne devrait pas être examinée dans le cadre de l'examen actuel de cette dispense. La logistique qui devrait être déployée pour fournir une « attestation » serait, selon toute vraisemblance, lourde. Par exemple, le responsable de l'attestation pourrait être obligé d'examiner les déclarations fiscales et les états financiers de la personne physique pour vérifier si les critères sont respectés. À notre avis, une telle façon de faire ne serait pas pratique et nuirait grandement à la capacité d'un investisseur de se prévaloir de la dispense.</p> <p>L'obligation d'obtenir une attestation indépendante du respect des critères constituerait un obstacle important pour les personnes physiques qui se prévalent de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Elle constituerait une atteinte à la vie privée et irriterait de nombreuses personnes, qui considéreraient leurs propres déclarations comme suffisantes, surtout du fait qu'elles doivent signer un formulaire de reconnaissance de risque. L'obligation d'obtenir l'attestation d'un tiers augmenterait les coûts pour l'investisseur, en plus de constituer une entrave à la bonne marche du processus de collecte de capitaux.</p> <p>Nous recommandons l'obligation d'obtenir une attestation (par exemple, un acte notarié) au moment de la vente ou avant, l'attestation devant être fournie par un représentant principal du vendeur ou par un tiers indépendant tel qu'un avocat ou un expert-comptable.</p> <p>Ce serait plus simple pour tout le monde si c'était des experts-comptables ou des avocats qui attestaient la qualité d'investisseur qualifié. Nous recommandons d'examiner cette possibilité.</p> <p>D'accord, mais l'attestation d'un tiers indépendant devrait procurer un avantage à l'investisseur en entraînant la simplification des documents de souscription. De plus, diverses formes d'attestations devraient être proposées pour que l'attestation soit adaptée aux activités financières de l'investisseur (p. ex. affaires bancaires, déclarations fiscales, etc.) au lieu d'être un processus ardu ou coûteux qui n'a strictement rien à voir avec ses activités financières ordinaires.</p> <p>Tout à fait en désaccord. La logistique, l'administration et les coûts associés à cette suggestion l'emportent largement sur les avantages que l'on pourrait penser en tirer. Si un investisseur choisit de ne pas dire la vérité concernant sa qualité et que l'investissement échoue, il est à espérer qu'il aura eu sa leçon quant au respect des règles. Pour quelle raison devrions-nous adapter nos lois sur les valeurs mobilières pour protéger ceux qui falsifient sciemment des documents? Un jour vient où l'investisseur</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>doit prendre ses responsabilités.</p> <p>Non. Pour nombre d'investisseurs qualifiés, en particulier des hauts dirigeants d'entreprise, qui n'ont pas de conseillers juridiques ou d'experts-comptables, les coûts qu'entraînerait l'établissement d'une telle relation, la remise d'une preuve de revenu ou d'actif ou l'obtention d'une attestation ne seraient pas négligeables. Même ceux qui ont des conseillers juridiques ou des experts-comptables seraient obligés de fournir de l'information financière et d'engager des coûts qu'ils préféreraient ne pas avoir à engager.</p> <p>Au cours de notre processus de consultation, nous avons fait un sondage pour savoir si les participants au marché préféreraient que soit confiée à un tiers la responsabilité de déterminer si une personne physique remplit les critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ou d'attester que l'investisseur remplit ces critères. Parmi les principales préoccupations que cette façon de faire soulève, il y a le fardeau inutile qui en résulterait pour les participants au marché et les investisseurs et l'incertitude quant à la fréquence des attestations ou des audits (p. ex. devrait-ils être réalisés pour chaque opération, trimestriellement, annuellement, etc.) et quant à leur effet potentiel sur le cycle des ventes et aux retards qu'ils pourraient entraîner dans la réalisation des opérations. Certains s'inquiètent également du fait que la personne inscrite assume une moins grande part de responsabilité dans les opérations sur le marché dispensé et se demandent si la surveillance réglementaire serait meilleure en confiant dans les faits la responsabilité d'établir la qualité des investisseurs à des tiers qui ne sont pas des personnes inscrites plutôt qu'aux autorités.</p> <p>La plupart des émetteurs qui effectuent un placement privé de titres transmettent à chaque investisseur une convention de souscription, un questionnaire et une attestation. Les émetteurs s'en remettent souvent à ces seuls documents pour établir qu'un investisseur remplit les critères financiers d'un investisseur qualifié. Ainsi qu'il a fréquemment été démontré, il ne s'agit pas là d'une preuve infaillible qu'un petit investisseur est réellement un investisseur qualifié. Les autorités devraient exiger des émetteurs qu'ils confirment directement que les déclarations faites par chaque investisseur quant à sa qualité d'investisseur qualifié sont, à leur connaissance, effectivement exactes et qu'elles leur semblent raisonnablement justes, fidèles et crédibles.</p> <p>Lorsqu'ils retiennent les services d'agents pour la vente de leurs titres à des investisseurs qualifiés, les émetteurs devraient être tenus de prendre des mesures proactives, dont les suivantes : 1) expliquer l'importance de respecter les critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés; 2) donner des instructions claires aux agents; 3) superviser le travail des agents; et 4) confirmer de manière indépendante que chaque investisseur répond à la définition d'« investisseur qualifié ».</p> <p>Comme il est indiqué dans le document de consultation, un des défis posés par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est de veiller au respect des critères y ouvrant droit. Nous ne sommes pas en faveur de la suggestion des ACVM consistant à exiger que la qualité d'investisseur qualifié soit attestée par un tiers indépendant, comme un avocat ou un comptable agréé, dans le but d'assurer un meilleur respect des critères. Cette qualité est déjà attestée par le respect de l'obligation de placer que les titres dispensés uniquement auprès d'acquéreurs ou de souscripteurs dispensés. Par exemple, le Règlement 31-103 exige que les personnes inscrites recueillent de l'information relative à la connaissance du client, notamment de l'information sur sa situation financière. De la même manière, les personnes inscrites sont tenues de prendre des mesures raisonnables pour s'assurer qu'un investissement convient au client. De plus, le Règlement 31-103 exige que les personnes inscrites tiennent des dossiers concernant l'information relative à la connaissance du client qui a été recueillie.</p> <p>À notre avis, imposer une obligation d'attestation ajouterait des mesures supplémentaires de conformité coûteuses et inutiles compte tenu du fait que les personnes inscrites ont déjà des obligations et des dispositifs de contrôle. Du fait de leurs relations avec leurs clients, les gestionnaires de portefeuille ont déjà une connaissance approfondie de la situation financière de leurs clients. De plus, il n'est pas complètement certain que ce type d'attestation serait réalisable étant donné que les avocats et les experts-comptables auront connaissance uniquement des actifs/passifs portés à leur connaissance par les investisseurs. Nous recommandons que tout cas de non-respect des critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés fasse l'objet de mesures d'application de la loi, car le non-respect des</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>lois sur les valeurs mobilières par les participants au marché relève de ce domaine et devrait être considéré séparément.</p> <p>Les ACVM devraient faire valoir et rendre publiques leurs fonctions de responsables de l'application de la loi en ce qui a trait à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés afin de s'assurer que seuls les investisseurs qualifiés acquièrent des titres dispensés. Plusieurs décisions rendues au cours de la dernière année par les autorités en valeurs mobilières démontrent que certains émetteurs/courtiers n'appliquent pas correctement les critères d'investisseur qualifié (voir les affaires <i>Skyline Apartment REIT</i>, <i>MRS Sciences</i>, <i>Maple Leaf Investment Fund Corp</i> et <i>Aurora Re</i>).</p> <p>Les ACVM doivent sérieusement se demander qui aura la responsabilité des investisseurs qualifiés, qui aura la responsabilité de veiller au respect des critères ouvrant droit aux dispenses et, enfin, quelles seront leurs motivations.</p>
	<p><b>Quelles autres limites pourrait-on fixer en matière d'investissement?</b></p>	<p>Utiliser un questionnaire ne portant pas sur un investissement en particulier mais mesurant l'expérience professionnelle et sectorielle et permettant de confirmer que ces critères sont respectés par les investisseurs potentiels pourrait constituer une solution de rechange pour évaluer la formation et l'expérience, à supposer qu'une protection supplémentaire des investisseurs est requise.</p> <p>L'adhésion obligatoire à un processus indépendant de règlement des différends (p. ex. l'arbitrage par l'OCRCVM si sa limite de 500 000 \$ est augmentée).</p> <p>Les ACVM pourraient également vouloir examiner la possibilité d'inclure des points de référence concernant la compétence financière – la taille du portefeuille de valeurs mobilières de l'investisseur, nombre d'opérations par trimestre, formation ou titres professionnels – ou d'adopter un questionnaire de base servant à évaluer la compétence financière de l'acquéreur ou du souscripteur.</p> <p>Nous sommes d'avis que l'introduction d'obligations supplémentaires compliquerait inutilement le processus de qualification et changerait la nature de ces dispenses, qui fonctionnent bien dans leur forme actuelle.</p> <p>Ajouter un critère de proportion de l'actif net, exclusion faite de la résidence principale des investisseurs. Nous recommandons vivement que la taille de l'investissement soit limitée à un certain pourcentage de l'actif net de l'investisseur pour favoriser la diversification et réduire les risques de perte de valeur pour les investisseurs jusqu'à un montant qu'ils peuvent « se permettre » de perdre. Cela est d'autant plus important que les professionnels des services financiers en Ontario n'ont pas d'obligation fiduciaire et qu'il n'y a pas de rapport évident entre le revenu ou l'actif des investisseurs et leur compétence financière.</p> <p>Les restrictions que je trouverais acceptables comprendraient que l'investissement doive être plafonné à un certain pourcentage du total des actifs financiers de l'investisseur, que l'émetteur doive fournir de l'information financière et d'autres renseignements de base à son sujet et peut-être aussi que l'on doive assurer une meilleure compréhension du risque, des éléments qui ont déjà tous été abordés ci-dessus.</p> <p>Non. Si la dispense demeure, les personnes physiques devraient être assujetties aux mêmes critères que les institutions étant donné que l'on s'attend à ce qu'une personne soit plus diligente qu'une institution en ce qui a trait à ses propres finances.</p> <p>Nous sommes d'avis que les autorités pourraient s'en remettre à la relation conseiller-investisseur pour bien protéger les personnes physiques actives sur le marché dispensé. De par sa nature même, la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés suppose que l'investisseur qui est une personne physique a la compétence et les moyens financiers nécessaires pour prendre des décisions de placement objectives et absorber les pertes. Il n'existe pas de façon plus rentable de clarifier la nature des risques qui sont en jeu que les conseils d'un conseiller compétent qui est également une personne inscrite. Si l'investisseur veut des conseils d'un spécialiste indépendant, il devrait consulter un conseiller financier professionnel. L'ajout d'une obligation de reconnaissance du risque fera prendre conscience aux personnes</p>

N°	Sujet	Commentaires
		inscrites, aux courtiers et aux personnes physiques que c'est à l'investisseur que revient la responsabilité des décisions de placement.
<b>Incidence sur la collecte de capitaux</b>		
	<b>Rôle des petites et moyennes entreprises (PME) dans les marchés financiers canadiens</b>	<p>Les PME comptent des millions d'employés et contribuent à la création d'emploi. Outre les dispenses relatives aux parents, amis et partenaires, les seules dispenses auxquelles les PME peuvent recourir sont la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés (une notice d'offre est souvent trop coûteuse ou trop fastidieuse compte tenu de la somme que veut réunir la société en démarrage, et la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre n'est pas offerte en Ontario).</p> <p>Je constate également que les petites et moyennes entreprises ont besoin d'avoir accès aux capitaux d'investissement de façon rentable. Si les modifications proposées sont mises en œuvre, moins d'investisseurs auront les qualités requises pour fournir des capitaux aux entreprises qui en ont besoin. Je prie les ACVM de ne pas augmenter les coûts que doivent engager les petites et moyennes entreprises en rendant l'accès aux capitaux plus difficile.</p> <p>L'abaissement du seuil de revenu ouvrant droit à la dispense élargirait considérablement le bassin de capitaux mis à la disposition de ces entreprises en démarrage. À l'heure actuelle, les entrepreneurs rejoignent moins de 1 % de la population.</p> <p>Si la dispense pour investissement d'une somme minimale était supprimée et que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés était conservée sous sa forme actuelle, l'incidence sur la capacité des petites et moyennes entreprises de collecter des capitaux serait moins importante. Bien que, à mon avis, elle ne vienne pas remplacer de manière entièrement satisfaisante la dispense pour investissement d'une somme minimale, la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés représenterait une solution de rechange valable dans la majorité des cas.</p> <p>La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est un outil essentiel pour la constitution de fonds qui financent des sociétés émergentes, des sociétés en croissance et des entreprises de plus grande taille, mieux établies.</p> <p>Bien que nous agissions à titre de conseillers juridiques auprès d'émetteurs et de placeurs, il nous semble, du moins selon nos observations empiriques, que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés a été un outil très utile dans la collecte de capitaux par les émetteurs du secteur des ressources, notamment ceux du secteur pétrolier et gazier. Nous constatons que cette dispense a également permis à des personnes physiques, notamment des petits investisseurs, d'avoir accès aux placements privés qui ne leur auraient pas été ouverts autrement, y compris des placements d'émetteurs non inscrits qui ne se seraient adressés qu'aux investisseurs institutionnels. En outre, dans le cas des émetteurs qui, en raison de leur taille insuffisante ou pour d'autres raisons, ne peuvent pas recueillir des fonds auprès des investisseurs institutionnels, nous avançons, encore une fois sur la base de nos observations empiriques, que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés a été un outil pratique pour la collecte de capitaux.</p> <p>Selon notre expérience, on a recours à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés beaucoup plus fréquemment qu'à toute autre dispense de prospectus relative à la collecte de capitaux. Nous craignons qu'une hausse importante des seuils monétaires associés à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés limite la disponibilité du financement privé et nuise considérablement à la capacité des petits et moyens émetteurs de collecter des capitaux, ce qui, d'après nous, aurait un effet préjudiciable sur l'économie en général.</p> <p>En limitant fortement le nombre de personnes qui peuvent investir dans le marché dispensé, les règles restreignent la possibilité pour les sociétés fermées de collecter des capitaux sans avoir à consacrer le temps et à engager les frais que requiert l'établissement d'un prospectus. Cela entre en conflit avec l'un des objectifs du régime réglementaire, soit celui de surveiller des marchés efficaces et ordonnés qui permettent le financement des industries. Il s'agit d'une question particulièrement critique à un moment où la volatilité et l'incertitude rendent la collecte de capitaux sur le marché public difficile pour les émetteurs, le financement en capital de risque au Canada</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>se trouvant en disette depuis une décennie.</p> <p>La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est l'une des dispenses les plus souvent utilisées. Par rapport à la dispense pour investissement d'une somme minimale, cette dispense présente l'avantage que l'investisseur peut déterminer le niveau de risque, notamment financier, auquel il s'expose; aucun seuil élevé arbitraire n'a été fixé.</p> <p>La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est vitale pour les petits et moyens émetteurs, qui s'en prévalent souvent pour mobiliser des capitaux privés essentiels à leur développement. Selon notre expérience, cela est particulièrement vrai dans le cas des émetteurs en démarrage, notamment les sociétés d'exploration et de développement pétrolier et gazier, les sociétés de services du secteur pétrolier et gazier et les émetteurs qui se consacrent au développement des technologies dans l'Ouest canadien, ainsi que les petites sociétés d'exploration minière et les entreprises en démarrage de haute technologie de l'Est du Canada. Nous avons agi pour de nombreux émetteurs de ce genre qui ont réuni le capital initial requis pour l'achat d'actifs et le démarrage de leur entreprise dans le cadre de placements privés sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Bon nombre de ces organisations sont devenues des acteurs importants de l'économie du pays, particulièrement dans l'Ouest canadien. Une grande partie de ces émetteurs ont également généré des rendements importants pour leurs investisseurs. L'Alberta a un bassin d'investisseurs qualifiés dynamiques; beaucoup d'entre eux ont obtenu des rendements significatifs dans le secteur pétrolier et gazier et fournissent maintenant du capital de démarrage pour faciliter l'innovation technologique, un domaine où les sociétés ont toujours eu fort à faire pour trouver du financement au début de leur croissance.</p> <p>Les ACVM devraient considérer l'assouplissement des restrictions relatives au marché dispensé pour favoriser l'accès aux capitaux et le financement des petites et moyennes entreprises, tout en veillant à la mise en place de mesures de protection satisfaisantes des investisseurs.</p> <p>Comme il est énoncé ci-dessous en plus amples détails, bien que nous reconnaissons les objectifs stratégiques souvent contradictoires de protection des investisseurs, d'une part, et d'efficacité des marchés financiers, d'autre part, nous redoutons fort que l'imposition de restrictions additionnelles au recours à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ait un effet pernicieux sur la mobilisation de capital pour les sociétés en croissance, particulièrement celles du secteur des technologies. À notre avis, les sociétés se concurrencent de plus en plus à l'échelle mondiale pour l'obtention des ressources, notamment des ressources financières, et il est très important, surtout dans un contexte nord-américain, que le cadre réglementaire au Canada ne soit pas vu comme plus restrictif et moins souple que celui aux États-Unis. Nous avançons également que non seulement ne vous ne devriez pas restreindre davantage les dispenses offertes, mais vous devriez considérer l'ajout de nouvelles dispenses, comme celles relatives au financement participatif, afin d'aider les sociétés en croissance à collecter des capitaux.</p>
	<p><b>Incidence de la modification des seuils relatifs à la dispense pour investissement d'une somme minimale et à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés</b></p>	<p>L'augmentation de la somme minimale pourrait avoir une incidence défavorable sur la collecte de capitaux de croissance et pourrait empêcher des investisseurs avertis de faire de bons investissements.</p> <p>Si les seuils relatifs à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés devaient changer, il serait essentiel de conserver la dispense pour investissement d'une somme minimale pour la collecte de capitaux de croissance. À l'heure actuelle, les autres dispenses ne favorisent pas le dynamisme des marchés financiers des PME en croissance.</p> <p>Nous nous opposons fermement à toute modification de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés qui en restreindrait la disponibilité parce que cela rendrait la collecte de capitaux plus difficile.</p> <p>Nous sommes plusieurs à penser que si la dispense relative à la somme de 150 000 \$ était supprimée, les émetteurs protesteraient vigoureusement. Pour être juste, il faut dire que cette mesure prise isolément nuirait à la capacité des émetteurs de collecter des capitaux à court terme. À notre avis, les effets de cette modification devraient</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>être neutralisés par l'adoption d'une nouvelle dispense fondée sur le risque maximal auquel un investisseur sur le marché dispensé pourrait s'exposer.</p> <p>Selon nous, la modification des seuils de revenu et d'actif auraient une incidence sur les projets de collecte de capitaux en réduisant le bassin d'investisseurs admissibles (nous présumons que la modification viserait l'augmentation des seuils de revenu et d'actif).</p> <p>De telles modifications auraient une incidence sur nos activités de prêt aux institutions. Le fond dont les actifs seraient inférieurs au nouveau seuil éventuel ne pourrait pas se joindre à d'autres fonds dans un consortium financier. Le fond de petite taille court ainsi un plus grand risque puisqu'il sera incapable de partager les risques inhérents aux opérations d'importance, et il devra souscrire ses propres opérations en s'exposant à la totalité des risques qui en découlent.</p> <p>On notera plus particulièrement qu'un grand nombre du « faible » pourcentage des investisseurs qui disposent de 150 000 \$ à investir devraient déjà être compris dans la catégorie des investisseurs qualifiés. Cela dit, l'incidence d'une augmentation éventuelle de cette somme, en parallèle avec une hausse du seuil d'actif pour les placements auprès d'investisseurs qualifiés, serait considérable dans des provinces comme l'Ontario, où le bassin déjà restreint d'investisseurs autorisés à faire des investissements se rétrécirait encore davantage.</p> <p>L'augmentation du seuil relatif à la dispense pour investissement d'une somme minimale pourrait avoir un effet défavorable sur la capacité de certains émetteurs de collecter des capitaux. Toutefois, nous craignons davantage le rajustement à la hausse des seuils minimaux relatifs à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés puisqu'un nombre beaucoup plus élevés d'émetteurs (particulièrement en Ontario) se prévalent de cette dispense. Si ces derniers seuils étaient relevés, il faudrait étudier, en Ontario, l'opportunité d'adopter la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre afin d'offrir aux émetteurs qui souhaitent collecter des fonds dans cette province une mesure de rechange à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</p> <p>À notre avis, toute augmentation substantielle des seuils de revenu et d'actif rétrécirait considérablement un marché dispensé déjà limité et nuirait nettement à la croissance sur le marché des fonds en gestion commune du Canada. Cette modification réduirait l'éventail des investissements auxquels les investisseurs avertis pourraient avoir accès, diminuerait le nombre de mécanismes de gestion de portefeuille offerts pour améliorer la diversification, étoufferait l'innovation et nuirait à la concurrence dans un secteur déjà oligopolistique.</p> <p>L'augmentation des seuils minimaux s'appliquant aux investisseurs qualifiés n'offrirait aucune protection supplémentaire et aurait une incidence défavorable sur des marchés financiers efficaces et dynamiques. Nous venons tout juste d'intégrer le processus d'inscription aux termes du Règlement 31-103 qui vise la protection des investisseurs à l'égard des pratiques inéquitables et malhonnêtes ou frauduleuses. Il est trop tôt pour dire si les changements qu'apporte ce règlement ont eu une incidence favorable ou non sur le marché et offrent ou non une meilleure protection. L'augmentation, à l'heure actuelle, des seuils minimaux s'appliquant aux investisseurs qualifiés ne nous permet pas de déterminer quel programme apporte le plus d'avantages.</p> <p>Notre expérience avec des clients qui réunissent des fonds nous permet d'affirmer que, si le seuil de 150 000 \$ était relevé, l'incidence sur la collecte de capitaux serait vraisemblablement minime puisqu'il est très rare que l'on ait recours à cette dispense. Toutefois, l'augmentation des seuils relatifs à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés aurait une incidence préjudiciable importante sur la collecte de capitaux, particulièrement dans les provinces qui n'offrent pas la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre.</p>

N°	Sujet	Commentaires
<b>Autres questions</b>		
	<b>Processus de consultation et d'examen</b>	<p>Il est préférable de tenir une consultation dès les premières étapes du processus d'élaboration des règles plutôt qu'après la rédaction du projet de règles. Une consultation conceptuelle menée au début du processus devrait se traduire par un cadre réglementaire amélioré et plus approprié, et nous encourageons les ACVM à tenir davantage de consultations à un stade précoce.</p> <p>Les consultations publiques ont été dominées par les participants du secteur. L'absence des consommateurs a réduit l'efficacité du processus de consultation. Lorsqu'ils s'engagent dans ce type de consultations, les organismes de réglementation devraient solliciter de façon proactive les intervenants qui représentent les investisseurs. Il doit y avoir plus de transparence dans l'élaboration des politiques réglementaires en général.</p> <p>Le document de consultation ne reconnaît pas expressément l'utilisation à grande échelle de ces dispenses pour le placement de titres de fonds d'investissement, ni ne sollicite précisément de commentaires à cet égard. Le recours à ces dispenses dans ce contexte soulève des questions bien différentes de celles que pose leur utilisation par des émetteurs industriels ou commerciaux à des fins réelles de « collecte de capitaux ». Les ACVM devraient étudier les deux situations séparément.</p> <p>Les motifs pour lesquels on entreprend maintenant un examen de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ne sont pas énoncés clairement, car les éléments ou les caractéristiques de la « crise financière mondiale » et des « tendances récentes en matière de réglementation à l'échelle internationale » qui suscitent des préoccupations relativement aux deux dispenses ne sont pas suffisamment expliqués. Puisque cet examen n'a pas de lien direct avec les marchés financiers canadiens, les ressources des ACVM auraient pu être affectées plus judicieusement à des questions plus immédiates et urgentes qui préoccupent les investisseurs, les placeurs et les émetteurs.</p> <p>Cet examen est prématuré compte tenu de l'adoption récente du Règlement 31-103 et des nouvelles obligations imposées aux courtiers par ce texte.</p> <p>Plutôt que de se concentrer sur la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, il faudrait effectuer un examen complet de l'encadrement du marché dispensé. Il faudrait également examiner de nouveau d'autres règles, plus particulièrement celles sur les restrictions à la revente de valeurs mobilières du marché dispensé.</p> <p>Nous recommandons aux ACVM de procéder tous les trois ans à un examen global des dispositions de la dispense relative aux « investisseurs qualifiés » et d'élaborer d'autres règles dans la mesure où elles l'estiment approprié pour la protection adéquate des investisseurs.</p>
	<b>Harmonisation des dispenses dans tout le Canada</b>	<p>Nous suggérons fortement aux ACVM de prioriser, dans les modifications qu'elles proposent, la suppression des règles et des exceptions locales comprises dans le Règlement 45-106 et d'autres textes. Ces variations augmentent la complexité et les frais liés à la collecte de capitaux sur le marché dispensé. Nous ne connaissons aucune raison politique valable qui justifierait un traitement différent des souscripteurs sur le marché dispensé canadien en fonction de leur territoire de résidence.</p> <p>Assurément, les frais liés à la communication d'information de la nature de celle du prospectus n'ont pas disparu, de sorte que le fondement d'origine des dispenses semble continuer à s'appliquer. Pour ces mêmes raisons, il paraît inutile d'ajouter des critères à ces dispenses, quoique les ACVM devraient envisager l'adoption de dispenses de prospectus et d'inscription additionnelles en fonction de l'expérience, de la formation en matière d'investissement ou de l'expérience professionnelle, offrant ainsi de nouvelles dispenses aux investisseurs avertis, formés ou expérimentés.</p> <p>Les ACVM, les organismes de réglementation provinciaux et les OAR devraient concevoir une approche harmonisée à l'égard des risques et éviter de qualifier tous les marchés dispensés de marchés intrinsèquement risqués, à moins de fournir la preuve que tous les placements sur le marché dispensé sont effectivement risqués. Les ACVM devraient ainsi tenter de segmenter le marché dispensé, car, sans aucun doute, tous les produits du marché dispensé ne sont ou ne devraient pas avoir le même</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>profil de risque. La segmentation des produits permettrait à ceux qui offrent ces produits de mieux évaluer et gérer les risques et de communiquer aux investisseurs une information plus étoffée et plus exacte. Les ACVM devraient également se pencher sur la manière d'aborder l'évaluation des risques liés aux produits du marché dispensé qui sont gérés par des personnes inscrites indépendantes qui ont les qualités requises (p. ex., les gestionnaires de fonds d'investissement et les gestionnaires de portefeuille). La surveillance et la gestion des produits du marché dispensé par les personnes inscrites devraient être considérées comme aussi valables que la surveillance par ces mêmes personnes des produits placés au moyen de prospectus.</p> <p>Selon nous, si la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est conservée sous sa forme actuelle, elle devrait, à tout le moins, être harmonisée dans tout le Canada, et les gestionnaires de portefeuille de l'Ontario devraient être les « investisseurs qualifiés » à l'égard des comptes gérés sous mandat discrétionnaire relativement aux investissements dans des fonds d'investissement comme les fonds en gestion commune. La dispense relative aux comptes gérés offerte en Ontario est l'un des principaux éléments à harmoniser. L'une des catégories d'investisseur qualifié prévues au Règlement 45-106 est celle du conseiller inscrit agissant pour un compte géré sous mandat discrétionnaire dans le territoire du titulaire du compte. Sous le régime de cette dispense, la personne qui souscrit le titre (le titulaire du compte) n'est pas tenue d'être elle-même un investisseur qualifié, car c'est le conseiller qui est réputé l'investisseur qualifié. Toutefois, le gestionnaire de portefeuille agissant pour un compte géré sous mandat discrétionnaire en Ontario n'est pas un investisseur qualifié lorsqu'il souscrit des titres d'un fonds d'investissement. L'Ontario a ainsi prévu une exception à cette dispense lorsque cette dernière a trait aux titres d'un fonds d'investissement comme un fond en gestion commune. Ainsi, un compte géré en Ontario ne peut investir dans un fonds d'investissement sous le régime d'une dispense que si le titulaire du compte est un « investisseur qualifié » au sens du Règlement 45-106 ou s'il investit 150 000 \$ dans le fonds d'investissement conformément à la dispense pour investissement d'une somme minimale prévue à l'article 2.10 du Règlement 45-106. Cet article non harmonisé de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés rend la situation de plus en plus difficile pour les sociétés inscrites qui gèrent des actifs de clients dans différentes provinces qui, dans la plupart des cas, attribuent aux gestionnaires de placements la qualité d'investisseurs qualifiés pour le compte de leurs clients à l'égard d'investissements dans des fonds en gestion commune. Cette pratique devrait être uniforme dans tout le Canada, et la raison pour laquelle la CVMC continue à avoir des appréhensions à cet égard demeure nébuleuse. Nous recommandons que l'Ontario réévalue la situation dans laquelle l'investisseur retient les services d'un gestionnaire de portefeuille (qui devrait être l'investisseur qualifié). Comme dans les autres provinces, les gestionnaires de portefeuille de l'Ontario répondent aux obligations de compétence et d'inscription et possèdent la solidité financière et les ressources humaines pour soutenir ces comptes et offrir les services appropriés. Nous recommandons la modification du Règlement 45-106 afin que les gestionnaires de portefeuille agissant pour des comptes gérés sous mandat discrétionnaire en Ontario soient des « investisseurs qualifiés » dans le contexte de la souscription de titres de fonds d'investissement comme les fonds en gestion commune.</p> <p>Nous recommandons l'harmonisation du Règlement 45-106 pour favoriser l'uniformité réglementaire dans tout le Canada. Plus particulièrement, nous proposons ce qui suit : (1) le gestionnaire de portefeuille inscrit agissant pour un compte géré sous mandat discrétionnaire en Ontario devrait être l'investisseur qualifié lorsqu'il souscrit des titres d'un fonds d'investissement; (2) il faudrait maintenir la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés pour ce qui est des clients qui ne font pas affaire avec un gestionnaire de portefeuille, mais la modifier pour offrir plus de souplesse aux investisseurs qui retiennent les services d'un gestionnaire de portefeuille; (3) il faudrait supprimer la dispense pour investissement d'une somme minimale à l'égard des investisseurs qui retiennent les services d'un gestionnaire de portefeuille, ou abaisser le seuil minimal; et (4) il ne faudrait pas rendre obligatoire l'attestation, par un tiers indépendant, de la qualité d'investisseur qualifié ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</p> <p>Aucun seuil ne devrait s'appliquer aux placements de fonds d'investissement à l'égard des comptes gérés par des gestionnaires de portefeuille sous mandat discrétionnaire. Cette situation prévaut actuellement dans toutes les provinces, sauf l'Ontario, en application du paragraphe p) de la définition d'« investisseur qualifié » prévue au Règlement 45-106. Nous croyons fermement qu'il faudrait uniformiser cette pratique dans tout le Canada en supprimant le sous-paragraphe p) ii) en Ontario. Les seuils devraient être au moins doublés pour chaque dispense : ainsi, le seuil devrait être relevé à au moins 300 000 \$ pour la dispense pour investissement d'une somme minimale, et au paragraphe k) de la définition d'« investisseur qualifié », le seuil de revenu devrait être haussé à au moins 400 000 \$ pour une personne</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>physique, ou à 600 000 \$ avec son conjoint.</p> <p>Les ACVM devraient adopter une définition nationale et harmonisée de la notice d'offre et donner des directives sur les éléments suivants : (1) ce qui est considéré comme une notice d'offre aux fins de marketing; et (2) si certains documents de marketing peuvent ou non être dispensés de l'obligation d'établir une notice d'offre.</p> <p>L'une des difficultés que présente la réalisation d'un placement privé dans l'ensemble du Canada est l'obligation de décrire les droits des souscripteurs prévus par la loi sous le régime de certaines dispenses de prospectus, y compris les dispenses pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale. Habituellement, ces descriptions sont interminables, garantissant pour ainsi dire qu'elles ne seront pas lues. Nous suggérons que les ACVM adoptent une description uniforme des droits des souscripteurs sur le marché dispensé qui satisfait aux exigences légales de tous les territoires canadiens, à l'instar de l'énoncé des droits de résolution et des sanctions civiles prévue à la rubrique 30 de l'annexe 41-101A1 — <i>Information à fournir dans le prospectus</i>. Nous reconnaissons qu'un tel résumé devra comprendre les différences entre les droits prévus par les lois des divers territoires canadiens. Toutefois, selon nous, l'obligation d'inclure une telle description a pour but d'attirer l'attention des investisseurs sur le fait qu'ils ont certains droits et qu'ils devraient consulter un avocat, et non pas nécessairement de fournir le détail de ces droits.</p>
	<p><b>Dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre</b></p>	<p>Nous proposons aux ACVM d'envisager la mise en œuvre à l'échelle nationale de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, en imposant un modèle réglementaire et une déclaration de reconnaissance de risque; mais en supprimant l'obligation d'inclure des états financiers dans la notice d'offre lorsque l'émetteur est un fonds d'investissement.</p> <p>Nous proposons aux ACVM d'envisager la mise en œuvre d'une dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre auprès d'« investisseurs admissibles », actualisée en ce qui concerne la somme prévue et la déclaration en fonction de critères d'actif ou de revenu selon un barème variable.</p> <p>L'émetteur devrait communiquer de l'information appropriée sur les risques, comme celle qui est communiquée dans la notice d'offre. Le mécanisme de la notice d'offre n'est pas défaillant, mais il doit être modifié : il doit prévoir l'inclusion, dans la notice d'offre ou la fiche de renseignements, d'une analyse de rentabilité et les hypothèses sur les rendements projetés. Ces renseignements manquent actuellement dans les notices d'offre ou les fiches de renseignements sur les projets. Si ces hypothèses avaient été présentées dans les notices d'offre, les nombreuses sociétés qui ont fait faillite au cours des dernières années auraient mobilisé des sommes bien moins élevées puisqu'il aurait été manifeste que les chiffres qu'elles présentaient n'étaient pas logiques compte tenu d'hypothèses prudentes et réalistes. L'une des limites à fixer comme ligne directrice est que l'investisseur ne peut investir que jusqu'à concurrence de 10 % de son avoir net dans un produit du marché dispensé, avec la possibilité de se soustraire à cette limite au moyen d'un écrit. Cette limite ne devrait pas être une règle, mais seulement une ligne directrice. Il faudrait prévoir la signature, par les investisseurs, d'un formulaire indiquant qu'ils reconnaissent, le cas échéant, avoir dépassé la limite de 10 % recommandée.</p> <p>L'information sur les risques communiquée dans une notice d'offre et un prospectus sont insuffisants et inadéquats. L'accent devrait être mis sur l'obligation de convenance, comme il est énoncé dans l'arrêt Daubney.</p> <p>J'ai examiné d'autres notices d'offre qui présentent aux investisseurs une information équivalente à celle offerte dans des prospectus. Tant les notices d'offre que les prospectus contiennent un exposé des droits de résolution et des sanctions civiles, et les investisseurs peuvent intenter des poursuites en raison d'une information fautive ou trompeuse. Les ACVM pourraient étudier l'adoption d'une « dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre » qui permettrait aux gestionnaires de placements qui s'occupent de plus petits comptes d'accéder au marché dispensé à la condition que la notice d'offre contienne certaines informations obligatoires. À mon avis, du point de vue des gestionnaires de fonds du marché dispensé, ce qui retient ces gestionnaires d'agir à titre d'organismes de placement collectif n'est pas l'obligation d'établir un prospectus ou de le faire examiner par les ACVM, mais plutôt les frais permanents associés au respect des règles qui s'appliquent aux OPC.</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>En définitive, nous souhaiterions que la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés demeurent inchangées et que la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre soit offerte aussi en Ontario. L'adoption de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre en Ontario permettrait aux clients d'obtenir une meilleure information, et les autorités en valeurs mobilières pourraient se concentrer résolument sur le comportement des courtiers et des émetteurs.</p> <p>À notre avis, l'adoption du modèle de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre et la définition d'« investisseur admissible » qu'elle prévoit est la direction qu'il convient de prendre pour diverses raisons. Premièrement, cette dispense met tous les investisseurs, dans tout le Canada, sur un pied d'égalité. À l'heure actuelle, les Canadiens de la plupart des territoires, sauf l'Ontario, peuvent avoir accès bien plus facilement aux marchés privés que les Ontariens. Deuxièmement, elle permet aux investisseurs d'investir une certaine somme (10 000 \$), peu importe s'ils répondent ou non au critère d'« admissibilité » financière, pour autant que certains autres critères soient satisfaits, comme la remise d'une notice d'offre et la signature d'une reconnaissance de risque. Troisièmement, elle permet aux investisseurs d'être « admissibles » s'ils reçoivent la bénédiction d'un conseiller en matière d'admissibilité au sens attribué à ce terme à l'article 1.1, à peu près de la même manière que le proposent les ACVM dans la présente consultation, à savoir en faisant attester par un tiers indépendant la qualité d'investisseur qualifié. Quatrièmement, les seuils de revenu et d'avoir net sont plus bas pour les investisseurs admissibles que pour les investisseurs qualifiés (respectivement 75 000 \$ plutôt que 200 000 \$, et 400 000 \$ d'actifs financiers plutôt que 1 000 000 \$), ce qui offre aux investisseurs un accès accru au marché dispensé à un moment où l'économie en a besoin et que les investisseurs le souhaitent sans doute.</p> <p>L'Ontario doit adopter la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre et supprimer la dispense relative à la somme de 150 000 \$. La dispense relative à la notice d'offre permet au public en général d'investir dans des placements qui ne présenteraient pas de corrélation avec le marché. Bon nombre de personnes à qui nous parlons recherchent des investissements qui ne sont pas liés directement aux attentes des analystes, aux positions dans des fonds spéculatifs ou au comportement irrationnel de certains participants au marché. Ils cherchent une occasion d'investir dans des petites sociétés qui ont des modèles économiques simples et où ils peuvent communiquer directement avec les responsables — des investissements qui sont directement liés au succès de l'entreprise.</p> <p>Bien que nous sachions que la présente consultation porte sur la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, nous aimerions exprimer notre profond désaccord avec la proposition (l'avis relatif au Règlement 41-103) énoncée à la page 5 [<i>de l'avis de consultation</i>], car le fait de supprimer le placement de produits titrisés du marché dispensé par l'intermédiaire d'une dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre nuirait grandement au secteur et à ses investisseurs. En outre, nous <u>ne</u> croyons <u>pas</u> que le recours au prospectus protégera davantage les investisseurs, mais que cela aura plutôt pour effet de créer une barrière plus étanche encore à l'entrée au marché. Ces considérations nous mènent à nous demander quelles protections le prospectus offre-t-il que la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre ne fournit pas. Tant le prospectus que la notice d'offre fournissent des renseignements, mais les prospectus contiennent bien souvent de l'information que la majorité des investisseurs ne comprennent pas. La plupart de ceux-ci ne prennent pas le temps de lire le prospectus et se fondent sur les documents de marketing dans leur évaluation de l'investissement, sauf si on leur fournit une notice d'offre qui comprend des renseignements transparents et faciles à comprendre sur le modèle d'entreprise. Les produits titrisés sont utilisés par de nombreuses sociétés solides et performantes sur le marché dispensé, et <u>nous suggérons fortement</u> que ces produits ne soient pas supprimés. <u>Nous sommes fermement d'avis</u> qu'il faut conserver les placements de produits titrisés sur le marché dispensé par l'intermédiaire de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre, et que la province d'Ontario devrait envisager d'adopter cette dispense.</p> <p>Nous recommandons de supprimer l'obligation pour les émetteurs de présenter des états financiers audités conformes aux IFRS en deçà d'un certain seuil, par exemple un bilan d'ouverture de moins de 100 000 \$ ou un objectif de collecte de moins de 2 millions de dollars. Les frais sont prohibitifs. Les règles et l'information à communiquer doivent être adaptées raisonnablement à la taille des projets; ainsi, un restaurant qui a besoin de 250 000 \$ pour des rénovations doit être traité différemment d'un projet immobilier ou d'un projet de ressources qui requiert plus de 20 millions de dollars. Nous recommandons des lignes directrices différentes, avec</p>

N°	Sujet	Commentaires
		une obligation d'information plus importante pour les grands joueurs et leurs vendeurs et une réglementation moins lourde pour les petites opérations.
	<b>Obligation fiduciaire des personnes inscrites</b>	<p>Toutes les personnes inscrites qui fournissent des conseils d'investissement aux petits investisseurs devraient être assujetties à l'obligation fiduciaire d'agir dans l'intérêt de leurs clients.</p> <p>Les dispositions relatives à la convenance sont inadéquates.</p> <p>Il est extrêmement important d'inclure l'imposition d'une obligation fiduciaire aux conseillers comme mesure de protection des intérêts des investisseurs dans le contexte de l'examen du marché dispensé, parce que les seuils actuels prévus par la loi ne sont que des substituts approximatifs de la compétence financière et ne remplacent pas l'interaction entre les conseillers et leurs clients.</p> <p>La majorité des Canadiens ne sont pas des investisseurs avertis. De nombreux Canadiens accumulent leur vie durant des économies substantielles et la plupart d'entre eux ont recours à un représentant inscrit pour qu'il leur prodigue des conseils sur les investissements. Habituellement, les petits investisseurs ne savent pas que la personne dont ils dépendent sur ce plan n'a pas d'obligation fiduciaire envers eux et que, souvent, il s'agit d'un vendeur dont l'éventail de produits est limité.</p>
	<b>Courtiers sur le marché dispensé</b>	<p>À l'heure actuelle, les CMD font l'objet de moins de surveillance, sont assujettis à une réglementation allégée et ne font pas partie d'un mécanisme d'indemnisation des investisseurs en cas de faillite. Ceux qui exercent des activités similaires à celles d'un courtier en valeurs mobilières devraient être tenus d'adhérer à l'OCRCVM et ne devraient pas pouvoir se soustraire à la surveillance des OAR.</p> <p>Les CMD ne devraient pas être autorisés à vendre aux investisseurs qualifiés des titres faisant l'objet d'un prospectus comme des organismes de placement collectif et des fonds négociés en bourse. Actuellement, les CMD peuvent se présenter comme des fournisseurs de produits financiers de plein exercice et vendre les mêmes produits que les courtiers membres de l'ACCFM et de l'OCRCVM sans être assujettis au même niveau de réglementation et de surveillance. Cette situation déséquilibre les règles du jeu dans le secteur et expose les investisseurs à des risques additionnels.</p>
	<b>Protection des investisseurs</b>	<p>Exiger des CMD qui exercent des activités similaires à celles des courtiers en valeurs mobilières de s'inscrire auprès de l'OCRCVM améliorerait la protection des investisseurs grâce à une supervision plus étroite, une conformité plus rigoureuse à la réglementation et la fourniture d'une assurance en cas d'insolvabilité par l'intermédiaire du FCPE.</p> <p>Dans la recherche de mesures de protection des investisseurs non avertis, il faudrait éviter les mécanismes généraux qui excluent les personnes physiques compétentes et privilégier plutôt les mécanismes précis et fondés sur les preuves, et il faudrait s'attarder aux professionnels ou aux vendeurs plutôt qu'aux investisseurs.</p> <p>À notre avis, les petits investisseurs devraient se faire interdire les investissements dans les sociétés dont l'activité principale est exercée dans un territoire étranger où les membres des ACVM ne peuvent pas faire des enquêtes ou appliquer les règles.</p> <p>La situation des personnes âgées nous préoccupe. Les personnes âgées, plus particulièrement celles qui ont d'importantes économies, semblent être une cible de choix pour les « conseillers » sans scrupules; selon nous, des protections particulières sont de mise. Pour les personnes âgées, la préservation du capital, un revenu ou des flux monétaires dont ils peuvent dépendre, l'horizon temporel, la liquidité, le profil de dégressivité, l'optimisation fiscale et la planification successorale sont les facteurs d'investissement primordiaux.</p> <p>La clé de la protection des investisseurs est de combiner la vérification des critères d'admissibilité à la qualité d'investisseur qualifié et l'évaluation de la convenance, comme le fait actuellement la personne inscrite au moyen de processus comme celui de la connaissance du client. Comme ces deux démarches ne sont pas combinées à</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>l'heure actuelle, une société peut accepter les économies d'une vie d'un investisseur tout simplement parce qu'il est « qualifié ». C'est un non-sens.</p> <p>Les investisseurs sur le marché dispensés sont particulièrement vulnérables, parce qu'ils ne bénéficient pas de la surveillance réglementaire des courtiers et qu'ils n'ont pas accès à des renseignements complets sur les investissements. Ces investisseurs pourraient être assujettis à un cadre réglementaire différent (moins contraignant) si une obligation fiduciaire était introduite.</p>
	<p><b>Exemples tirés d'autres pays</b></p>	<p>Les exigences américaines sont les plus pertinentes pour le marché canadien. Signalons que les États-Unis commencent tout juste à appliquer un régime réglementaire similaire à celui qui est en vigueur au Canada, c.-à-d. selon lequel (i) davantage de conseillers et d'organismes de placement collectif doivent s'inscrire, et (ii) la résidence principale est exclue de l'évaluation du critère des actifs financiers d'un investisseur qualifié.</p> <p>La Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC ») a récemment approuvé la modification de la norme de l'avoir net d'un investisseur qualifié afin d'exclure du calcul la valeur de la résidence principale de la personne physique. Cette modification a été apportée aux termes de l'article 413 de la Loi Dodd-Frank, qui prévoit que la SEC « [TRADUCTION] doit adapter la norme de l'avoir net d'un investisseur qualifié, telle qu'elle est énoncée dans les règles de la [SEC] prises en application de la Securities Act of 1933, de sorte que l'avoir net individuel d'une personne physique ou que l'avoir net global de cette personne et de son conjoint s'élève, au moment de l'achat, à plus de 1 million de dollars (cette somme pouvant être rajustée périodiquement conformément aux règles de la [SEC]), compte non tenu de la valeur de la résidence principale de cette personne physique... » (source : <a href="http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-274.htm">http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-274.htm</a>). Les ACVM pourraient vouloir examiner la possibilité d'exclure également du calcul de l'avoir net (si ce n'est déjà fait) toutes les immobilisations et tous les actifs illiquides, non productifs de revenu et dont la valeur est difficile à déterminer, comme les œuvres d'art et les bijoux.</p> <p>La réglementation au Royaume-Uni prévoit que les investisseurs doivent démontrer qu'ils possèdent une expertise, notamment en raison de la fréquence des opérations de placement qu'ils effectuent et de leur expérience dans le secteur des services financiers ou dans des professions connexes. Les ACVM pourraient également examiner la possibilité de permettre aux investisseurs de démontrer leur expertise, par exemple en leur demandant d'effectuer un test ou de répondre à un questionnaire en ligne pour déterminer s'ils satisfont aux critères d'admissibilité.</p> <p>En ce qui concerne les autres critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, nous soulignons qu'aux termes de la directive sur les prospectus de l'Union européenne en date du 30 mai 2001, entrée en vigueur au Royaume-Uni le 1er juillet 2005, les placements auprès d'« investisseurs qualifiés » sont dispensés de l'obligation 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 physiques doivent répondre à au moins deux des critères suivants : expérience en matière d'investissement – l'investisseur a effectué sur le marché des valeurs mobilières des opérations d'une taille significative (au moins 1 000 euros) à raison d'au moins 10 par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents; connaissances en matière d'investissement – l'investisseur travaille ou a travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an dans un poste professionnel exigeant une connaissance des placements en valeurs mobilières; valeur du portefeuille – la valeur du portefeuille de valeurs mobilières de l'investisseur dépasse 0,5 million d'euros.</p> <p>Ces « investisseurs qualifiés » sont répertoriés dans le registre des investisseurs qualifiés, qui est public (l'information qu'il contient ne peut être fournie électroniquement qu'aux émetteurs et aux placeurs de valeurs mobilières). En se basant sur le modèle britannique, bon nombre d'intéressés préconiseront l'introduction de critères supplémentaires pour la qualité d'investisseur qualifié, fondés sur l'expérience, la formation ou les connaissances en matière d'investissement, à l'instar de ce que dicte la directive sur les prospectus de l'Union européenne. Ces critères pourraient comprendre : l'expérience en matière d'investissement (par exemple, l'investisseur a effectué sur les marchés des valeurs mobilières des opérations d'une taille significative à une fréquence déterminée); expérience professionnelle (par exemple, l'investisseur travaille ou a travaillé dans le secteur financier dans un poste professionnel exigeant une connaissance des placements en valeurs mobilières); ou 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</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>supérieures en affaires ou en finance).</p> <p>Le recours à des exemples d'autres pays est d'une utilité limitée parce qu'il n'y a pas d'analyse du régime d'inscription et des autres dispositions de protection des investisseurs qui sont en vigueur dans ces territoires.</p>
	<b>Dispenses du Nord et de l'Ouest</b>	<p>Nous avons de fortes préoccupations au sujet des incidences des dispenses du Nord et de l'Ouest sur la protection des investisseurs et recommandons l'abrogation de ces dispenses.</p> <p>Les dispenses du Nord et de l'Ouest devraient être réexaminées, car il y a confusion quant aux circonstances dans lesquelles les clients jouissent de la protection qu'offre l'obligation de s'inscrire comme courtier sur le marché dispensé, et ils s'exposent au risque de devoir faire affaire avec des courtiers non inscrits sans les avantages publics que nécessiteraient les circonstances.</p>
	<b>Démocratisation de l'accès aux capitaux / financement participatif</b>	<p>La confiance dans les marchés financiers est sapée par le sentiment que les intervenants du secteur financier s'arrogent les meilleurs investissements et que leurs honoraires sont exorbitants.</p> <p>Il y a lieu de se reporter à l'Entrepreneur Access to Capital Act et aux projets de dispositions législatives connexes des États-Unis. L'une des propositions est de plafonner la valeur du placement d'une entreprise à 1 ou 2 millions de dollars, avec certaines conditions. Les critères financiers relatifs aux personnes physiques sont limités. Ces projets de loi établissent un équilibre entre les besoins de capitaux de croissance qui soutiennent l'économie et la protection raisonnable des investisseurs, et ce, de manière plus constructive que ne le ferait l'exclusion de personnes physiques de la définition d'investisseur qualifié.</p> <p>L'adoption des projets de loi américains conférerait un avantage concurrentiel aux petites entreprises des États-Unis en leur ouvrant davantage l'accès au capital et, en définitive, elle aurait un impact positif et favoriserait la croissance économique.</p> <p>Le soutien du public envers un accès plus équitable aux capitaux est attesté par le fait que des gens ordinaires fournissent des fonds à des projets et des entreprises par l'intermédiaire de sites Web comme Kickstarter et Kiva. Cela vient étayer l'argument selon lequel des personnes de toutes les catégories de revenu ou d'actif peuvent prendre efficacement des décisions en évaluant les risques en jeu.</p>
	<b>Formation des investisseurs</b>	<p>Selon moi, la solution réside dans la formation et non dans la réglementation. Les intervenants du secteur des services financiers tout autant que les avocats et les comptables doivent, de concert avec les organismes de réglementation, promouvoir des séances de formation. Il est essentiel d'aborder ces questions avec le public et de sensibiliser les gens au fait qu'ils doivent consulter des professionnels. Après tout, les règles existent pour protéger les investisseurs contre les escroqueries, et l'ignorance des règles pousse les gens à choisir des investissements qui leur rapportent un profit rapide. J'appuie l'idée de faire vérifier au préalable tout type d'opération par un professionnel.</p>
	<b>Financement socialement responsable</b>	<p>Les petits investisseurs souhaitent vivement fournir du financement aux organisations et aux entreprises locales, surtout celles qui ont un impact environnemental et social local. Notre plateforme se concentre sur les investisseurs qualifiés, étant donné le cadre réglementaire en vigueur et les possibilités d'obtenir des capitaux de ces sources. Toutefois, nous avons capté chez les petits investisseurs, qui ne répondent pas nécessairement aux critères d'un investisseur qualifié, un intérêt marqué pour le financement de projets d'impact local. Bon nombre d'acteurs, locaux et mondiaux, du marché émergent de l'investissement socialement responsable signalent un tel intérêt de la part des petits investisseurs. De plus en plus d'organisations et d'entreprises s'inspirent de modèles axés sur les marchés pour s'attaquer à des problèmes sociaux et environnementaux et font appel aux investisseurs pour leur financement. Nous savons pertinemment qu'il existe un grand nombre de ces organisations et</p>

N°	Sujet	Commentaires
		<p>entreprises en Ontario, mais le coût élevé du capital et le manque d'accès aux capitaux sont des entraves de taille à leur croissance et au progrès de leur mission.</p> <p>Un autre domaine commande une réforme urgente de la réglementation de la collecte de capitaux. Les gouvernements, les organisations non gouvernementales et les collectivités reconnaissent l'existence du « capital social », concept selon lequel les investisseurs acceptent des gratifications financières moindres lorsque les efforts vont à la solution d'enjeux sociaux et environnementaux. Les entreprises qui ont de tels buts ont également besoin de capitaux. Les ACVM devraient établir des dispenses pour favoriser la création d'initiatives de capital communautaire – à but lucratif, sans but lucratif et à but lucratif limité – qui s'ajouteraient aux dispenses actuellement sous examen. Qui sait, la prochaine consultation des ACVM sera peut-être un appel aux propriétaires et aux conseillers d'entreprises pour aider les ACVM à promouvoir la formation de capital pour les petites et moyennes entreprises et pour les groupes de capital social. À notre avis, une telle démarche soulèverait l'enthousiasme des intervenants.</p>
	<p><b>Rapport sur les données du marché dispensé</b></p>	<p>Les ACVM devraient analyser l'information sur les activités sur le marché dispensé qu'elle collige à partir des déclarations de placement suivant l'annexe 45-106A1 (y compris la Form 45-106F6 de la Colombie-Britannique) et publier un rapport à cet égard, et actualiser cette information au moins tous les ans. Les ACVM devraient lancer une consultation publique pour examiner le contenu de l'annexe 45-106A1 (y compris la Form 45-106F6 de la Colombie-Britannique) pour veiller à ce que des données réglementaires et commerciales significatives soient collectées de manière harmonisée à l'échelle nationale. Les ACVM devraient mettre en place le dépôt électronique de l'annexe 45-106A1 pour en simplifier la transmission par les participants au marché et pour que les ACVM y aient un meilleur accès aux fins d'analyse et d'examen.</p> <p>Il est important de repérer où se produisent les pertes et quelles en sont les causes, de manière à mieux orienter la réglementation. Les ACVM devraient aussi trouver à quels endroits les fonds sont mobilisés, qui a accès aux valeurs mobilières sur le marché dispensé, ce qui est acheté, quels intermédiaires sont en cause. Les ACVM devraient publier ces données ou faire des recherches pour obtenir ces données. Il est difficile de faire des commentaires sur les questions soulevées dans l'avis sans les données pertinentes.</p>
	<p><b>Dispenses pour les émetteurs fermés relatives aux parents, amis et partenaires</b></p>	<p>Il faut hausser le nombre limite d'actionnaires des émetteurs fermés, qui est actuellement fixé à 50.</p> <p>Dans les conditions des dispenses relatives aux parents, amis et partenaires, il faudrait supprimer l'adjectif « fermé », et inclure les parents, amis et partenaires ou conjoints de ces personnes physiques.</p> <p>Selon nous, il faudrait ajouter une catégorie au paragraphe 2.4 2), soit celle des investisseurs qui ont obtenu un avis écrit d'un conseiller juridique indépendant. On pourrait ajouter une définition d'« avis écrit d'un conseiller juridique indépendant » pour protéger encore davantage le public, en exigeant, par exemple, que le conseiller juridique qui rend l'avis possède un nombre d'années de pratique déterminé.</p> <p>Nous estimons que la définition d'« émetteur fermé » devrait être modifiée pour stipuler que l'émetteur doit émettre des titres uniquement aux propriétaires véritables de titres (à l'exception des titres de créance non convertibles) qui font partie de l'une des catégories prévues au paragraphe 2.4 2) au moment de la nouvelle émission. Cette nouvelle définition veillerait à ce que la qualité d'« émetteur fermé » ne soit pas perdue lors d'un transfert de titres conformément au Règlement 45-102.</p> <p>Bien que cela ne soit pas avantageux du point de vue fiscal, les fournisseurs de services des petites et moyennes entreprises ne peuvent pas recevoir de valeurs mobilières en échange de services ou de biens si l'émetteur veut demeurer un émetteur fermé. L'article 2.14 pourrait peut-être servir de modèle pour l'article 2.4 et être modifié pour stipuler que l'émetteur ne perdrait pas la qualité d'émetteur fermé s'il faisait valoir cette dispense.</p>

N°	Sujet	Commentaires
	<b>Revente</b>	D'autres aspects du marché dispensé devraient aussi être examinés, comme les règles sur la revente qui obligent les premiers souscripteurs à conserver leurs titres pendant une période déterminée s'ils les ont souscrits dans le cadre d'une dispense. Les règles de revente sont extrêmement complexes et difficiles à comprendre pour l'investisseur moyen, et même pour l'investisseur averti.