

Avis de publication multilatéral des ACVM
*Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus
concernant la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre*

Le 29 octobre 2015

Introduction

Les autorités en valeurs mobilières de l'Alberta, du Nouveau-Brunswick, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ontario, du Québec et de la Saskatchewan (collectivement, les « **autorités participantes** » ou « **nous** ») apportent des modifications au *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (le « **Règlement 45-106** ») relativement à la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre prévue à l'article 2.9 du Règlement 45-106 (la « **dispense relative à la notice d'offre** »). Nous apportons aussi des changements à l'Instruction générale relative au Règlement 45-106 (l'« **Instruction générale 45-106** ») ainsi que certaines modifications corrélatives à d'autres règlements et à une instruction générale.

Les autorités participantes ont coordonné leurs efforts pour mettre la dernière main aux modifications au Règlement 45-106, à l'instruction générale connexe et à d'autres modifications corrélatives (collectivement, les « **modifications définitives** »). Ces modifications sont mises en œuvre ou proposées par les autorités participantes. Dans certains territoires, elles nécessitent l'approbation ministérielle.

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications définitives entreront en vigueur en Ontario le 13 janvier 2016, et en Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, au Québec et en Saskatchewan le 30 avril 2016.

Objet des modifications définitives

Les modifications définitives viennent changer la dispense relative à la notice d'offre existante en Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, au Québec et en Saskatchewan et introduire cette dispense en Ontario. Elles ne modifient pas la dispense relative à la notice d'offre dans les territoires membres des ACVM autres que ceux des autorités participantes.

En Ontario, l'introduction de la dispense relative à la notice d'offre permettra aux entreprises, notamment aux petites et moyennes entreprises (les « **PME** »), d'avoir un meilleur accès aux capitaux provenant d'investisseurs que ce que permettait la législation en valeurs mobilières de ce territoire. Nous estimons que la dispense constituera un moyen rentable pour les entreprises de réunir des capitaux puisqu'elle allie le placement de titres au moyen d'une notice d'offre avec un degré approprié de protection des investisseurs.

En Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, au Québec et en Saskatchewan, les modifications à la dispense relative à la notice d'offre existante introduisent de nouvelles mesures de protection des investisseurs pour répondre aux préoccupations soulevées relativement au recours à cette dispense dans certains de ces territoires.

Cadre réglementaire

L'obligation de prospectus

En règle générale, l'émetteur qui place des titres doit transmettre aux investisseurs un prospectus qui révèle de façon complète, véridique et claire tout fait important relatif aux titres faisant l'objet du placement. L'émetteur qui devient émetteur assujetti doit également transmettre de l'information périodique et occasionnelle qui vise à fournir aux investisseurs existants et potentiels de l'information qui leur est nécessaire pour prendre une décision éclairée concernant l'achat, la vente et la conservation d'un titre. La disponibilité continue de l'information importante, jumelée à l'information initiale figurant dans le prospectus, font en sorte que les titres en circulation sont librement négociables, ce qui permet à un marché de se développer pour ces titres.

Dispenses de l'obligation de prospectus

Il est possible de se prévaloir de dispenses de prospectus lorsque l'on peut établir que la protection que procure un prospectus n'est pas nécessaire. Ainsi, certaines d'entre elles, comme la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et celle pour placement auprès de parents, amis et partenaires, reposent sur des facteurs tels que :

- les caractéristiques rattachées aux investisseurs, comme leur niveau de compétence, leur capacité à supporter des pertes financières et à disposer de ressources financières pour obtenir des conseils spécialisés;
- la relation entre l'investisseur et certains responsables de l'émetteur.

Les investisseurs qui souscrivent des titres d'émetteurs non assujettis au moyen de dispenses de prospectus ne bénéficient généralement pas des avantages que procurent l'information continue et les titres librement négociables.

Dispense relative à la notice d'offre

Cette dispense a été conçue pour faciliter la collecte de capitaux en permettant aux émetteurs de solliciter des investissements auprès d'un plus large éventail d'investisseurs que ce que leur permettent d'autres dispenses de prospectus, pourvu que certaines conditions soient remplies. Certains peuvent ne pas avoir le même niveau de compétence, la même capacité de subir des pertes ou la même relation avec la direction que ceux pouvant souscrire des titres sous le régime d'autres dispenses relatives à la collecte de capitaux couramment utilisées, comme celles pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, et de parents, amis et partenaires.

Dans les territoires où la dispense relative à la notice d'offre est actuellement ouverte, les investisseurs reçoivent un document d'information au moment de la souscription (une « notice d'offre ») de même qu'un formulaire de reconnaissance de risque concernant leur investissement initial. Or, conformément à cette dispense, les investisseurs recevront moins d'information des émetteurs au moment de la souscription concernant les éléments devant figurer dans le prospectus et actuellement, ces derniers ne sont nullement tenus par la législation en valeurs mobilières de transmettre aux investisseurs de l'information de façon continue. Par ailleurs, les titres acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre ne sont pas librement négociables. Ces caractéristiques de la dispense représentent des risques potentiels.

À la lumière des risques particuliers associés à cette dispense et selon l'expérience de certaines autorités participantes qui en ont une version en vigueur, nous jugeons approprié d'introduire de nouvelles mesures de protection des investisseurs, notamment :

- l'obligation pour les émetteurs non assujettis de transmettre aux investisseurs :
 - des états financiers annuels audités;
 - un avis annuel sur la façon dont le produit réuni sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre a été employé;
 - au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse et en Ontario, un avis concernant l'abandon des activités de l'émetteur, un changement dans son secteur d'activité ou un changement de contrôle de l'émetteur;
- l'obligation que les documents de commercialisation soient intégrés par renvoi dans la notice d'offre afin que les investisseurs bénéficient des mêmes droits d'action à l'égard de toute information fournie conformément à la dispense en cas d'information fautive ou trompeuse;
- l'imposition d'autres plafonds d'investissement à l'égard des investisseurs admissibles (soit les investisseurs qui atteignent certains seuils en matière de revenu et d'actifs) et non admissibles qui sont des personnes physiques afin de limiter les risques associés à un placement dans des titres acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre.

Nouvelles caractéristiques clés de la dispense relative à la notice d'offre

Le texte qui suit résume les nouvelles caractéristiques clés de la dispense relative à la notice d'offre adoptée par les autorités participantes.

a) Plafonds d'investissement

Les autorités participantes ont adopté des plafonds d'investissement tant pour les investisseurs admissibles que non admissibles qui sont des *personnes physiques* (à l'exception de ceux qui peuvent se prévaloir des dispenses pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, et de parents, amis et partenaires). Ces plafonds ne s'appliqueront pas aux investisseurs qui ne sont pas des personnes physiques, qu'ils soient admissibles ou non. Les modifications définitives viennent hausser le seuil d'investissement des investisseurs admissibles lorsqu'un gestionnaire de portefeuille, un courtier en placement ou un courtier sur le marché dispensé a fait une évaluation positive de la convenance du placement.

Les plafonds d'investissement s'appliqueront à l'ensemble des titres acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre comme suit :

- dans le cas d'un investisseur non admissible qui est une personne physique, le coût d'acquisition de tous les titres qu'il a acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours des 12 mois précédents n'excède pas 10 000 \$;
- dans le cas d'un investisseur admissible qui est une personne physique, le coût d'acquisition de tous les titres qu'il a acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours des 12 mois précédents n'excède pas 30 000 \$;
- dans le cas d'un investisseur admissible qui est une personne physique et qui reçoit des conseils d'un gestionnaire de portefeuille, d'un courtier en placement ou d'un courtier sur le marché dispensé indiquant qu'un placement supérieur à 30 000 \$ est convenable, le coût d'acquisition de tous les titres qu'il a acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours des 12 mois précédents ne peut excéder 100 000 \$.

b) Nouveaux appendices au formulaire de reconnaissance de risque

Les autorités participantes continueront d'exiger de tous les investisseurs (y compris les clients autorisés) qu'ils remplissent et signent le formulaire prévu à l'Annexe 45-106A4, *Formulaire de reconnaissance de risque*, qui met en lumière, pour les investisseurs, les principaux risques associés à un placement dans des titres acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre.

Cependant, deux nouveaux appendices doivent être remplis par chaque investisseur qui est une personne physique conjointement au formulaire de reconnaissance de risque. Dans l'un des appendices, les investisseurs devront confirmer leur état, soit admissible, non admissible, qualifié ou pouvant acquérir des titres sous le régime de la dispense pour placement auprès de parents, amis et partenaires. L'autre appendice exige la confirmation que l'investisseur respecte les plafonds d'investissement, s'il y a lieu. Les investisseurs qui ne sont pas des personnes physiques n'ont pas à les remplir.

c) Transmission des états financiers annuels audités, de l'avis sur l'emploi du produit et de l'avis concernant certains événements clés

Les émetteurs non assujettis qui se prévalent de la dispense relative à la notice d'offre devront transmettre aux investisseurs des états financiers annuels audités, accompagnés d'un avis qui décrit la façon dont les fonds réunis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre ont été employés. Une nouvelle annexe obligatoire a été introduite pour indiquer l'information requise par l'avis.

Au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse et en Ontario, les émetteurs non assujettis devront par ailleurs transmettre aux investisseurs un avis concernant les événements suivants dans les 10 jours après la survenance de l'événement, dans la forme établie par une nouvelle annexe :

- l'abandon des activités de l'émetteur;
- un changement dans son secteur d'activité;
- un changement de contrôle de l'émetteur.

d) Documents de commercialisation

Les documents de commercialisation utilisés par les émetteurs dans le cadre de placements effectués sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre doivent être intégrés par renvoi dans la notice d'offre. Ils donneront donc lieu aux mêmes obligations que celles qui s'appliquent à l'information figurant dans la notice d'offre en cas d'information fautive ou trompeuse.

e) Autres caractéristiques

Les émetteurs ne pourront se prévaloir de la dispense relative à la notice d'offre pour placer des dérivés visés ou des produits de financement structurés. En Alberta, en Nouvelle-Écosse et en Saskatchewan, la dispense relative à la notice d'offre continuera d'être ouverte aux fonds d'investissement seulement s'ils sont à capital fixe ou des organismes de placement collectif qui sont émetteurs assujettis. Au Nouveau-Brunswick, en Ontario et au Québec, la dispense n'est pas ouverte aux fonds d'investissement.

Contexte

Les autorités participantes autres que la Nova Scotia Securities Commission (la « **NSSC** ») ont déjà publié pour consultation des propositions (les « **documents de mars 2014** ») reflétées dans

les modifications définitives. Le 20 mars 2014, dans le cadre d'un vaste examen du marché dispensé, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « **CVMO** ») a publié un avis de consultation qui comprenait les modifications proposées à la dispense relative à la notice d'offre et des changements connexes (les « **projets de la CVMO** »). À cette même date, en réponse aux préoccupations sur l'utilisation de la dispense relative à la notice d'offre, l'Alberta Securities Commission (l'« **ASC** »), l'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** »), la Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan (la « **FCAA** ») et la Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick) (la « **FCNB** ») ont publié un avis de consultation multilatéral sur des projets de modification à la dispense relative à la notice d'offre et des changements connexes (les « **projets multilatéraux** »). Les projets de l'ASC, de l'Autorité et de la FCAA sont largement harmonisés, alors que celui de la FCNB se rapproche davantage des projets de la CVMO.

Le 7 mai dernier, la NSSC a publié un avis de consultation (les « **documents de mai 2015** ») qui proposait des changements à la dispense relative à la notice d'offre en Nouvelle-Écosse, semblables aux modifications définitives.

Résumé des commentaires écrits reçus par les autorités participantes

La période de consultation pour les documents de mars 2014 a pris fin le 18 juin 2014. Les autorités participantes qui ont publié ces documents ont reçu, au total, les commentaires écrits de 1 000 intervenants au sujet de la dispense relative à la notice d'offre. On peut consulter les mémoires reçus par les autorités suivantes sur leur site Web :

- Autorité – www.lautorite.qc.ca
- CVMO – www.osc.gov.on.ca
- ASC – www.albertasecurities.com

La période de consultation pour les documents de mai 2015 a pris fin le 6 juillet 2015. La NSSC a reçu des commentaires écrits de quatre intervenants. On peut consulter ces mémoires sur le site Web de la NSSC au nssc.novascotia.ca.

Nous avons étudié les mémoires et remercions les intervenants de leurs commentaires.

Un résumé des principaux thèmes abordés dans les mémoires reçus par les autorités participantes se trouve sous le titre « Principaux thèmes abordés dans les mémoires » ci-après.

Principaux thèmes abordés dans les mémoires

Plusieurs thèmes ont été abordés dans les mémoires soumis aux autorités participantes. En voici un résumé :

Harmonisation

Un nombre important d'intervenants craignent un manque d'harmonisation concernant la dispense relative à la notice d'offre entre les territoires membres des ACVM, et certains indiquent que l'harmonisation devrait être le principal objectif des ACVM. Des intervenants ont indiqué qu'un manque d'harmonisation pouvait se traduire par :

- une complexité accrue pour les émetteurs à se conformer à la dispense;
- une augmentation des délais et des coûts pour les participants au marché;
- un fardeau réglementaire plus lourd.

Certains intervenants ont souligné que le manque d'harmonisation pourrait décourager les émetteurs, particulièrement les PME, de se prévaloir de la dispense.

Nous nous sommes servis comme point de départ de la version de la dispense actuelle des territoires de certaines autorités participantes, comme l'Alberta et le Québec. À l'heure actuelle, il en existe deux modèles parmi les ACVM (sauf en Ontario, où une telle dispense n'existait pas).

Les autorités participantes se sont attachées à harmoniser la nouvelle dispense proposée. Si l'harmonisation n'est pas complète, nous estimons tout de même qu'elle est atteinte sur la plupart des éléments clés de la dispense, compte tenu des différences locales sur le plan des marchés financiers et des expériences. Par ailleurs, entre les autorités participantes et les autorités non participantes, la dispense est harmonisée sur les points importants, comme la forme de la notice d'offre et de la reconnaissance de risque.

Selon les autorités participantes, les changements apportés à la dispense sont nécessaires pour répondre aux préoccupations touchant la protection des investisseurs.

Utilisation des données

Bon nombre d'intervenants ont indiqué que les autorités en valeurs mobilières devraient réunir et publier davantage de données sur le marché dispensé pour guider les initiatives réglementaires. Certains ont indiqué craindre que les autorités participantes ne disposent pas de données suffisantes pour justifier les modifications proposées, et que de telles données n'avaient pas été publiées.

Nous estimons disposer de suffisamment d'informations pour prendre les décisions réglementaires abordées dans la dispense relative à la notice d'offre présentée dans les modifications définitives. Pour le moment, la principale source de données sur le marché dispensé à notre disposition est l'information qui nous est transmise au moyen des déclarations de placement avec dispense. Par exemple, les données recueillies sur le recours à la dispense relative à la notice d'offre proviennent des territoires membres des ACVM qui offrent actuellement cette dispense. L'ASC a déjà publié un résumé de ces données dans les projets sur la dispense relative à la notice d'offre publiés pour consultation le 20 mars 2014.

Nous avons par ailleurs tenu compte de données ou d'informations tirées de nombreuses sources pour étayer notre examen :

- les résultats d'un sondage mené par un tiers fournisseur de services retenu par la CVMO dans la foulée de son examen des nouvelles dispenses de prospectus relatives à la collecte de capitaux nous ont permis de mieux connaître le point de vue des investisseurs individuels sur l'investissement dans des PME;
- les données sur le bilan des ménages du sondage Canadian Financial Monitor mené en 2012 par Ipsos Reid;
- les commentaires des investisseurs obtenus lors de consultations ou par d'autres moyens informels;
- l'information concernant les plaintes et les mesures d'application de la loi associées à la dispense relative à la notice d'offre dans les territoires des autorités participantes qui offrent actuellement cette dispense;

- les consultations menées dans les territoires de certaines autorités participantes auprès de différents participants au marché;
- les commentaires reçus sur les projets publiés dans le Staff Consultation Paper 45-710 *Considerations for New Capital Raising Prospectus Exemptions* de la CVMO.

Les ACVM ont récemment annoncé la tenue d'une initiative visant à moderniser et à actualiser les déclarations de placement avec dispense afin d'obtenir des renseignements plus détaillés sur l'activité du marché dispensé. Le 13 août dernier, elles ont publié pour consultation une déclaration de placement avec dispense révisée qui vise à fournir aux autorités en valeurs mobilières l'information nécessaire pour faciliter une surveillance réglementaire plus efficace du marché dispensé et améliorer l'analyse aux fins de l'élaboration de la réglementation.

Plafonds d'investissement

Les documents de mars 2014 publiés par la FCNB et la CVMO proposaient des plafonds d'investissement de 10 000 \$ pour les investisseurs non admissibles qui sont des personnes physiques et de 30 000 \$ pour les investisseurs admissibles qui sont des personnes physiques pour tous les titres qu'ils ont acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours d'une période de 12 mois.

Les documents de mars 2014 publiés par l'ASC, l'Autorité et la FCAA proposaient les plafonds d'investissement suivants :

- 10 000 \$ pour tous les investisseurs non admissibles pour l'ensemble des titres acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours d'une période de 12 mois;
- 30 000 \$ pour les investisseurs admissibles qui sont des personnes physiques et qui ne sont pas des investisseurs qualifiés, des parents, des amis très proches ni des proches partenaires en vertu de la dispense relative aux parents, aux amis et aux partenaires au cours d'une période de 12 mois.

La plupart des intervenants n'étaient pas en faveur des plafonds proposés, et ont indiqué qu'ils étaient trop restrictifs et inéquitable pour les investisseurs. Ils ont notamment insisté sur ce qui suit :

- les plafonds d'investissement viendraient restreindre le choix des investisseurs et réduire leur capacité à établir et à diversifier de façon appropriée leurs portefeuilles de placements;
- ces plafonds sont rigides puisqu'ils traitent tous les investisseurs admissibles de la même façon et ne tiennent pas compte de la situation financière de chacun;
- ils réduiraient le montant du capital à la disposition des émetteurs;
- le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le « **Règlement 31-103** ») prévoit un cadre réglementaire approprié pour le marché dispensé et les autorités en valeurs mobilières devraient se fier aux obligations de connaissance du client et du produit, et de convenance qui incombent aux personnes inscrites plutôt que d'imposer des plafonds aux investisseurs;
- les plafonds d'investissement auraient des conséquences imprévues. Par exemple, les personnes inscrites procéderaient à des ventes de façon à atteindre le plafond, et le

processus de vente se résumerait à « cocher une case »;

- ils ne sont pas assez élevés pour permettre aux courtiers d’offrir de façon rentable des placements sous le régime de la dispense relative à la notice d’offre;
- ils ne tiennent pas compte des étapes du financement par des capitaux privés;
- ils se traduiraient par un remaniement des produits offerts sur le marché dispensé en vue de les éviter.

En outre, bon nombre d’intervenants ont souligné que les investisseurs ont subi d’importantes pertes sur les marchés publics mais qu’aucune restriction sur le moment qu’ils peuvent investir ne leur a été imposée. D’autres sont d’avis que les plafonds d’investissement proposés ne s’attardent pas réellement aux raisons pour lesquelles les investisseurs peuvent perdre de l’argent dans des placements effectués sous le régime de la dispense relative à la notice d’offre et, donc, qu’ils ne leur offriront pas de protection. Certains ont aussi fait remarquer qu’en fixant un plafond de 30 000 \$ pour les investisseurs admissibles qui sont des personnes physiques, les autorités en valeurs mobilières semblent suggérer que ce montant constitue une perte acceptable.

Nous persistons à croire que les plafonds d’investissement représentent un outil nécessaire et approprié de protection des investisseurs qui peut contribuer à réduire le risque associé à un placement dans les titres sous le régime de la dispense relative à la notice d’offre, tout en facilitant la collecte de capitaux par les émetteurs.

À la lumière des commentaires reçus, nous avons néanmoins envisagé différentes approches à cet égard et avons apporté certains changements aux plafonds d’investissement proposés dans les documents de mars 2014. Nous estimons que cette approche revisitée est plus souple, compte tenu du fait que la catégorie d’« investisseur admissible » peut inclure des investisseurs qui sont des personnes physiques dont la situation financière varie grandement, mais leur offre tout de même une protection appropriée. En outre, les autorités participantes ont depuis harmonisé leurs points de vue de sorte que les plafonds d’investissement tant pour les investisseurs admissibles que non admissibles ne s’appliquent pas à ceux qui ne sont pas des personnes physiques, comme les sociétés par actions, les sociétés de personnes et les fiducies. Nous avons par ailleurs modifié le règlement afin d’interdire la création ou l’utilisation d’une entité, comme une société par actions ou une fiducie, uniquement pour se prévaloir de la dispense.

Obligations d’information

Les documents de mars 2014 proposaient des obligations d’information continue supplémentaires pour les émetteurs non assujettis plaçant des titres sous le régime de la dispense relative à la notice d’offre, notamment :

- des états financiers annuels audités;
- un avis sur l’emploi du produit réuni sous le régime de la dispense relative à la notice d’offre;
- en Ontario et au Nouveau-Brunswick, un avis concernant les événements clés qui doit être transmis dans les 10 jours suivant la survenance de l’événement.

Les intervenants étaient généralement en faveur de la transmission de cette information par les émetteurs non assujettis qui se prévalent de la dispense. Certains d’entre eux y étaient cependant opposés, au motif qu’il s’agit d’une entorse importante aux attentes actuelles envers les émetteurs non assujettis, et qu’elle entraînerait des coûts supplémentaires pour ces derniers.

À notre avis, le fait d'obliger les émetteurs non assujettis qui réunissent des capitaux sous le régime de cette dispense à fournir aux investisseurs ces éléments d'information est nécessaire pour pouvoir offrir à ces derniers une information exacte et transparente sur leur placement.

a) États financiers annuels audités

En règle générale, les intervenants appuyaient l'obligation de transmettre des états financiers annuels audités établis conformément aux Normes internationales d'information financière (les « **IFRS** »). Or, certains intervenants ont proposé qu'ils ne soient audités que par les émetteurs réunissant des fonds au-delà d'un certain seuil (différents seuils ont été proposés). Certains n'étaient pas en faveur de l'obligation d'audit puisqu'elle aurait pour effet d'imposer des coûts supplémentaires difficiles à assumer pour les émetteurs, particulièrement pour les PME, ce qui ne serait pas justifié compte tenu de l'utilité limitée des états financiers. D'autres ont indiqué que le fait d'exiger l'établissement des états financiers audités conformément aux IFRS accroîtrait aussi les coûts pour les émetteurs.

Nous avons décidé d'ajouter cette obligation notamment parce que la législation sur les sociétés de bon nombre de territoires du Canada exige déjà la transmission aux actionnaires d'états financiers annuels.

Les modifications définitives maintiennent l'obligation pour les émetteurs non assujettis qui se prévalent de la dispense de transmettre des états financiers annuels audités établis selon les IFRS. Nous sommes cependant conscients que l'obligation d'audit impose un fardeau supplémentaire sur certains émetteurs plus petits, et cette question sera prise en considération dans une phase ultérieure de notre examen.

Par ailleurs, certains territoires accordent actuellement une dispense de l'obligation d'audit et de celle d'établir des états financiers conformément aux IFRS dans certains cas au moyen de décisions générales. Dans les circonstances appropriées, les autorités en valeurs mobilières qui n'accordent pas de dispenses de cette façon pourraient envisager de le faire, au cas par cas.

Les modifications définitives introduisent également une prolongation du délai de dépôt dans certains cas particuliers pour les émetteurs qui seraient tenus de déposer leurs états financiers annuels pour un exercice prenant fin avant le premier placement de l'émetteur sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre. Cette mesure permettrait à l'émetteur de déposer ses états financiers à la plus éloignée des dates suivantes : le 60^e jour suivant le placement de ses titres sous le régime de cette dispense, ou le délai prévu pour déposer, transmettre ou mettre raisonnablement à la disposition des investisseurs les états financiers.

b) Avis concernant l'abandon des activités de l'émetteur, un changement dans son secteur d'activité ou un changement de contrôle de l'émetteur

Bon nombre d'intervenants étaient d'accord avec le fait d'obliger les émetteurs non assujettis à transmettre aux investisseurs un avis concernant certains événements clés. Certains s'y opposaient néanmoins en raison du manque d'harmonisation entre les autorités participantes et des coûts accrus possibles pour les émetteurs.

Au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse et en Ontario, les modifications définitives exigent que les émetteurs non assujettis transmettent aux investisseurs un avis concernant certains

événements clés dans les 10 jours suivant la survenance de l'événement. Or, cet avis ne sera exigé qu'à l'égard de certains événements, dont la liste est plus limitée que celle exposée dans les documents de mars 2014 :

- l'abandon des activités de l'émetteur;
- un changement dans son secteur d'activité;
- un changement de contrôle de l'émetteur.

La FCNB, la NSSC et la CVMO estiment que cette obligation imposera un fardeau administratif minime aux émetteurs, compte tenu du fait que les événements énumérés dans la liste se produiront rarement. Nous avons aussi imposé la forme qui établit les paramètres concernant la nature et l'intégralité de l'information qui doit figurer dans l'avis. Nous croyons que l'information sur ces événements clés pourrait intéresser les investisseurs et qu'elle devrait leur être communiquée.

Rôle des personnes inscrites reliées

Dans les documents de mars 2014, la FCNB et la CVMO proposaient que les personnes inscrites reliées à l'émetteur (celles membres du même groupe ou faisant partie de la même structure d'entreprise) ne puissent participer à un placement de titres effectué sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre.

Des intervenants se disent préoccupés par cette proposition pour certaines raisons, notamment :

- les ventes effectuées par l'intermédiaire d'une personne inscrite reliée sont acceptées depuis longtemps dans le secteur des valeurs mobilières canadien;
- les personnes inscrites sont toutes assujetties à la même surveillance réglementaire;
- il peut exister des raisons commerciales valables pour qu'un émetteur place des titres par l'intermédiaire d'une personne reliée, notamment la réduction des coûts;
- l'exclusion des personnes inscrites reliées pourrait avoir une incidence négative sur la capacité des petits émetteurs à réunir des capitaux sous le régime de cette dispense;
- des mesures de protection adéquates relatives aux risques liés au marché dispensé, dont les conflits d'intérêts, sont déjà en place;
- l'exclusion des personnes inscrites reliées aura une incidence négative sur bon nombre de personnes inscrites.

À l'issue de l'examen des commentaires reçus, la FCNB et la CVMO ont décidé d'éliminer l'interdiction à l'égard de la participation des personnes inscrites reliées à un placement effectué sous le régime de la dispense. Le cadre réglementaire existant exige qu'elles repèrent et résolvent les conflits d'intérêts importants pouvant avoir une incidence sur leur capacité à respecter leurs obligations réglementaires, notamment les examens de la convenance d'un placement. Dans l'instruction générale, nous rappelons aux personnes inscrites qu'elles doivent résoudre les conflits d'intérêts conformément à leurs obligations réglementaires en vertu du Règlement 31-103 et du *Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs*.

Exclusion des fonds d'investissement

Certains intervenants ne comprennent pas pourquoi la FCNB et la CVMO ont décidé d'exclure les fonds d'investissement de la possibilité de se prévaloir de la dispense relative à la notice d'offre, comme le prévoient les documents de mars 2014.

La FCNB et la CVMO estiment que cette mesure demeure appropriée. Depuis la fin de la période de consultation sur les documents de mars 2014, l'Autorité a également décidé de faire de même.

Les fonds d'investissement dont les titres sont vendus auprès d'investisseurs individuels sont assujettis à une réglementation importante et rigoureuse des produits en vertu du *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* et du *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*, notamment les obligations relatives à la garde, au vote, les dispositions sur les conflits d'intérêts et les restrictions en matière de placement. Les organismes de placement collectif dont les titres sont vendus auprès d'investisseurs individuels doivent aussi transmettre aux investisseurs de l'information sommaire dans un aperçu du fonds. Les ACVM sont par ailleurs à revoir les structures de tarification des organismes de placement collectif dont les titres sont vendus auprès d'investisseurs individuels, ce qui pourrait se traduire par des initiatives réglementaires. Le fait de permettre aux fonds d'investissement de vendre leurs titres auprès d'investisseurs individuels sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre en l'absence des avantages liés à la réglementation sur l'information et les produits applicable aux fonds d'investissement ne cadrerait pas avec les principes sous-jacents à la réglementation existante, ni avec les trois initiatives réglementaires permanentes qui y sont liés : la modernisation de la réglementation applicable, le régime d'information au moment de la souscription pour les organismes de placement collectif, et l'examen des frais de détention de leurs titres. L'exclusion des fonds d'investissement va également de pair avec le fait de simplifier la collecte de capitaux pour les entreprises, particulièrement les PME.

L'ASC, la FCAA et la NSSC comptent se pencher sur cette question dans une phase ultérieure de l'examen de la dispense relative à la notice d'offre.

Résumé des changements apportés aux modifications définitives

Après étude des commentaires reçus sur les documents de mars 2014 et les documents de mai 2015 et les consultations menées auprès des intervenants, nous avons apporté des changements au projet initial, lesquels sont exposés dans les modifications définitives.

L'annexe A renferme un résumé des principales différences entre les modifications définitives et les documents de mars 2014. Nous avons également revu les indications de l'instruction générale proposées dans les documents de mars 2014, au besoin, pour tenir compte des modifications apportées au Règlement 45-106.

Nous jugeons que les changements apportés depuis la publication pour consultation ne sont pas importants. Nous ne publions donc pas pour une nouvelle consultation les modifications définitives, sauf au Québec, où certaines modifications corrélatives doivent être publiées pour consultation pendant une période de 30 jours et en Saskatchewan, où certaines doivent l'être pendant 60 jours.

Mise en œuvre des modifications définitives

Les modifications définitives entreront en vigueur à des dates différentes en Ontario et dans les territoires des autres autorités participantes. Sous réserve des approbations ministérielles nécessaires, les modifications définitives entreront en vigueur le 13 janvier 2016 en Ontario et le 30 avril 2016 en Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, au Québec et en

Saskatchewan.

La date de clôture d'exercice d'une vaste majorité des émetteurs se prévalant actuellement de la dispense relative à la notice d'offre est le 31 décembre. La date d'entrée en vigueur du 30 avril 2016 en Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, au Québec et en Saskatchewan permettra à ces émetteurs de compléter tout placement amorcé dans ces territoires avant la prise d'effet des nouvelles obligations et de décider s'ils souhaitent continuer de se prévaloir de la dispense dans sa nouvelle forme. Cela accordera aussi plus de temps aux émetteurs dont la date de clôture d'exercice n'est pas le 31 décembre et qui se prévalent actuellement de la dispense pour effectuer la transition vers les nouvelles obligations.

Malgré la date d'entrée en vigueur reportée en Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, au Québec et en Saskatchewan, les émetteurs doivent se rappeler que s'ils commencent ou prolongent un placement en Ontario une fois la dispense ouverte dans ce territoire, ils devront se conformer à toutes les obligations de la dispense en Ontario, malgré la date d'entrée en vigueur ultérieure dans les territoires des autres autorités participantes.

Modifications corrélatives

Modification de textes d'application pancanadienne

Nous apportons des modifications corrélatives aux règlements suivants :

- le *Règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables*;
- le *Règlement 45-102 sur la revente de titres*.

L'ASC, la FCNB, la NSSC, l'Autorité et la FCAA apportent également des modifications corrélatives au *Règlement 11-102 sur le régime de passeport*.

Au Québec, les modifications corrélatives sur les règlements susmentionnés ont été publiées pour consultation le 22 octobre 2015 pour une période de 30 jours. En Saskatchewan, elles sont publiées aujourd'hui pour une période de consultation de 60 jours. Dans ces deux territoires, leur entrée en vigueur devrait coïncider avec celle des modifications au *Règlement 45-106* en Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, au Québec et en Saskatchewan, le 30 avril 2016.

Nous apportons également des modifications mineures à l'*Instruction générale 11-203 relative au traitement des demandes de dispense dans plusieurs territoires* pour tenir compte des changements apportés à la dispense relative à la notice d'offre.

Modifications locales

Tout changement aux règles ou politiques locales sera exposé dans un avis local, le cas échéant.

Questions locales

Une annexe est publiée dans tout territoire intéressé où des modifications sont apportées à la législation en valeurs mobilières locale et renferme toute autre information qui ne se rapporte qu'au territoire intéressé.

Questions

Pour toute question, prière de vous adresser aux personnes suivantes :

Québec

Alexandra Lee
Analyste à la réglementation
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

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

Denise Morris
Senior Legal Counsel, Compliance and
Registrant Regulation
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416 595-8785
dmorris@osc.gov.on.ca

Ashlyn D'Aoust
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
403 355-4347
ashlyn.daoust@asc.ca

Nouveau-Brunswick
Susan Powell
Directrice adjointe, Valeurs mobilières
Commission des services financiers et des
services aux consommateurs
506 643-7697
susan.powell@fcnb.ca

Saskatchewan
Tony Herdzik
Deputy Director, Corporate Finance
Financial and Consumer Affairs Authority of
Saskatchewan
306 787-5849
tony.herdzik@gov.sk.ca

Ontario

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

Melanie Sokalsky
Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416 593-8232
msokalsky@osc.gov.on.ca

Alberta

Jonathan Taylor
Manager, CD Compliance & Market Analysis
Alberta Securities Commission
403 297-4770
jonathan.taylor@asc.ca

Andrew McKenzie
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
403 297-4225
andrew.mckenzie@asc.ca

Nouvelle-Écosse

Kevin Redden
Director, Corporate Finance
Nova Scotia Securities Commission
902 424-5343
kevin.redden@novascotia.ca

Annexe A

Résumé des principaux changements apportés aux documents de mars 2014

Plafonds d'investissement

Les documents de mars 2014 publiés par la FCNB et la CVMO prévoyaient que le coût d'acquisition de tous les titres acquis par un investisseur sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours des 12 mois précédents ne pouvait excéder :

- 10 000 \$ dans le cas d'un investisseur non admissible qui est une personne physique;
- 30 000 \$ dans le cas d'un investisseur admissible qui est une personne physique.

Les documents de mars 2014 publiés par l'ASC, l'Autorité et la FCAA prévoyaient que le coût d'acquisition de tous les titres acquis par un investisseur sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours des 12 mois précédents ne pouvait excéder :

- 10 000 \$ dans le cas d'un investisseur qui n'est pas un investisseur admissible;
- 30 000 \$ dans le cas d'un investisseur admissible qui est une personne physique et qui n'est pas un investisseur qualifié, un parent, un ami très proche ni un proche partenaire en vertu de la dispense relative aux parents, aux amis et aux partenaires.

Les projets de la CVMO prévoyaient que les limites susmentionnées s'appliqueraient aux *personnes physiques* qui n'étaient pas investisseurs qualifiés. Les projets sur la dispense relative à la notice d'offre prévoyaient que le plafond de 10 000 \$ pour les investisseurs non admissibles s'appliquerait tant aux personnes physiques qu'à celles qui n'en sont pas, et que le plafond de 30 000 \$ s'appliquerait uniquement aux *personnes physiques*, en excluant les investisseurs qualifiés ou ceux qui peuvent se prévaloir de la dispense relative aux parents, aux amis et aux partenaires.

En fonction des commentaires reçus, nous avons évalué diverses avenues en ce qui a trait aux plafonds d'investissement. Les modifications définitives introduisent des plafonds d'investissement pour les investisseurs qui sont des personnes physiques autres que ceux qui seraient considérés comme investisseurs qualifiés ou qui pourraient se prévaloir de la dispense pour placement auprès de parents, amis et partenaires essentiellement de la façon suivante :

- dans le cas d'un investisseur non admissible qui est une personne physique, le coût d'acquisition de tous les titres qu'il a acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours des 12 mois précédents ne peut excéder 10 000 \$;
- dans le cas d'un investisseur admissible qui est une personne physique, le coût d'acquisition de tous les titres qu'il a acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours des 12 mois précédents ne peut excéder 30 000 \$;
- dans le cas d'un investisseur admissible qui est une personne physique et qui reçoit des conseils d'un gestionnaire de portefeuille, d'un courtier en placement ou d'un courtier sur le marché dispensé indiquant que le placement est convenable, le coût d'acquisition de tous les titres qu'il a acquis sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre au cours des 12 mois précédents ne peut excéder 100 000 \$.

Les plafonds d'investissement ne s'appliqueront pas aux personnes qui ne sont pas des personnes physiques, qu'elles soient investisseurs admissibles ou non. Les modifications définitives interdisent également à une entité, comme une société par actions ou une fiducie, créée uniquement

en vue de souscrire des titres sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre de s'en prévaloir.

Critères d'admissibilité

Les documents de mars 2014 prévoyaient qu'un investisseur pouvait devenir investisseur admissible s'il recevait des conseils sur la convenance du placement d'un courtier en placement inscrit (soit un membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières), ce qui est cohérent avec le critère d'admissibilité énoncé au paragraphe *h* de la définition existante de l'expression « investisseur admissible » à l'article 1.1 du Règlement 45-106.

Les modifications définitives ne maintiennent pas cette catégorie d'investisseur admissible. Conformément à l'approche relative aux plafonds d'investissement préconisée dans celles-ci, nous estimons que la pertinence des conseils sur la convenance d'un investissement devrait s'appliquer en fonction de la possibilité pour l'investisseur d'excéder ou non le plafond de 30 000 \$, plutôt que son état d'investisseur admissible.

Formulaire de reconnaissance de risque

Les projets de la CVMO prévoyaient que seuls les investisseurs individuels (à l'exception de ceux qui sont des clients autorisés) devaient signer un nouveau formulaire de reconnaissance de risque inspiré de celui utilisé pour les investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques. Les projets sur la dispense relative à la notice d'offre ne proposaient pas de changement au formulaire de reconnaissance de risque; ils proposaient plutôt de ne pas obliger les clients autorisés à le signer.

Les modifications définitives maintiennent l'obligation pour tous les investisseurs qui acquièrent des titres sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre de signer un formulaire de reconnaissance de risque, ce qui maintient le statu quo pour les territoires qui offrent actuellement la dispense. Le formulaire requis est le même que le formulaire de reconnaissance de risque actuel pour cette dispense (Annexe 45-106A4). Ultérieurement, nous pourrions l'actualiser et souhaitons collaborer avec d'autres territoires membres des ACVM qui imposent la même obligation. Les modifications définitives introduisent également deux nouveaux appendices à ce formulaire que doivent remplir uniquement les investisseurs qui sont des personnes physiques :

- l'un demandant à l'investisseur de confirmer qu'il remplit les critères d'un investisseur admissible;
- l'autre demandant à l'investisseur de confirmer que son investissement respecte le plafond approprié ou qu'il n'est assujéti à aucun plafond, selon le cas.

Le second appendice prévoit aussi la transmission de toute information concernant les conseils fournis à l'investisseur par une personne inscrite. Les investisseurs qui ne sont pas des personnes physiques n'ont pas à remplir ces appendices.

Avis sur l'emploi du produit

Les documents de mars 2014 prévoyaient que l'émetteur non assujéti serait tenu de transmettre un avis indiquant l'emploi détaillé du produit brut global qu'il a réuni dans le cadre des placements effectués sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre.

Les modifications définitives maintiennent cette obligation, et nous y avons ajouté l'Annexe 45-106A16, *Avis sur l'emploi du produit*, qui établit la forme de l'avis à transmettre concernant

l'emploi du produit. Nous croyons que la forme de cet avis améliorera la cohérence de l'information et guidera les émetteurs quant à la nature de l'information à transmettre, ce qui aura pour effet de favoriser la conformité.

Avis concernant la fin des activités de l'émetteur, un changement dans son secteur d'activité ou un changement de contrôle

Au Nouveau-Brunswick et en Ontario, les documents de mars 2014 prévoyaient que les émetteurs non assujettis seraient tenus de transmettre aux investisseurs un avis concernant les événements clés indiqués ci-après dans les 10 jours après leur survenance :

- un changement fondamental de la nature ou la fin de l'activité de l'émetteur;
- un changement significatif dans la structure de son capital;
- une réorganisation ou une fusion importante visant l'émetteur;
- une offre publique d'achat ou de rachat ou une offre publique faite par un initié visant l'émetteur;
- une acquisition ou une cession significative d'éléments d'actif, de biens ou de participations dans des coentreprises;
- des changements au conseil d'administration ou aux membres de la haute direction de l'émetteur, notamment le départ du chef de la direction, du chef des finances, du chef de l'exploitation, du président ou des personnes exerçant des fonctions analogues.

Les modifications définitives exigent qu'au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse et en Ontario, les émetteurs non assujettis transmettent aux investisseurs un avis concernant certains événements dans les 10 jours suivant leur survenance :

- l'abandon des activités de l'émetteur;
- un changement dans son secteur d'activité;
- un changement de contrôle de l'émetteur.

Les modifications définitives prévoient également un formulaire, l'Annexe 45-106A17, *Avis concernant certains événements clés*, qui établit les paramètres quant à la nature et l'intégralité de l'information qui doit être transmise aux investisseurs.

Notice d'offre – Obligation de dépôt en Ontario et au Nouveau-Brunswick

Les documents de mars 2014 prévoyaient que la notice d'offre serait *transmise* aux autorités en valeurs mobilières en Ontario et en Nouveau-Brunswick sans être rendue publique.

Les modifications définitives prévoient le dépôt de la notice d'offre et des documents de commercialisation qui y sont intégrés par renvoi auprès des autorités en valeurs mobilières de ces territoires et rendus publics. Cette disposition est en phase avec l'obligation de dépôt existante de la notice d'offre auprès des autres autorités participantes.

États financiers annuels - Délai

Les documents de mars 2014 proposaient que les émetteurs non assujettis plaçant des titres sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre soient tenus d'établir des états financiers annuels audités et de les déposer auprès des autorités en valeurs mobilières en Alberta, au Nouveau-Brunswick, en Ontario, au Québec et en Saskatchewan, selon le cas, ou de leur transmettre dans les 120 jours suivant la fin de leur exercice. En Nouvelle-Écosse, ces états n'ont pas à être déposés

auprès de l'autorité en valeurs mobilières ni à lui être transmis, mais ils doivent être mis raisonnablement à la disposition des investisseurs.

Les modifications définitives accordent aux émetteurs un délai supplémentaire pour déposer les états financiers annuels audités dans certaines circonstances. Cette mesure leur permettrait de les déposer à la plus éloignée des dates suivantes : le 60^e jour suivant le placement de titres sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre ou le délai prévu pour déposer, transmettre ou mettre raisonnablement à la disposition des investisseurs les états financiers, selon le cas.

Changement de date de clôture d'exercice

Les modifications définitives introduisent certaines obligations auxquelles l'émetteur non assujéti doit se conformer en cas de changement de la date de clôture de son exercice qui n'étaient pas incluses dans les documents de mars 2014. Celles-ci s'inspirent des obligations applicables aux émetteurs assujétis prévues par le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*.

Rôle des personnes inscrites reliées

Au Nouveau-Brunswick et en Ontario, les documents de mars 2014 proposaient que les personnes inscrites reliées à l'émetteur (celles membres du même groupe ou faisant partie de la même structure d'entreprise) ne puissent participer à un placement de titres effectué sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre.

Les modifications définitives n'empêchent pas les personnes inscrites reliées de participer à un placement de titres sous le régime de la dispense. Le cadre réglementaire existant exige qu'elles repèrent et résolvent les conflits d'intérêts importants pouvant avoir une incidence sur leur capacité à respecter leurs obligations réglementaires, notamment l'évaluation de la convenance d'un placement. Dans l'instruction générale, nous rappelons aux personnes inscrites qu'elles doivent résoudre les conflits d'intérêts conformément à leurs obligations réglementaires en vertu du *Règlement 31-103* et du *Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs*.

Fonds d'investissement

Les documents de mars 2014 interdisaient aux fonds d'investissement de placer des titres sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre en Ontario et au Nouveau-Brunswick. Dans les modifications définitives, le Québec a aussi décidé d'adopter cette exclusion, laquelle est en phase avec l'objectif de la dispense, soit de faciliter la collecte de capitaux pour les PME.

Documents de commercialisation

Aucun changement n'a été apporté au projet initial présenté dans les documents de mars 2014 concernant l'intégration par renvoi des documents de commercialisation dans une notice d'offre. Cette obligation a été adoptée par toutes les autorités participantes.

Les modifications définitives ne permettent aux gestionnaires de portefeuille, aux courtiers en placement et aux courtiers sur le marché dispensés de distribuer des documents de commercialisation dans le cadre d'un placement effectué sous le régime de la dispense relative à la notice d'offre que s'ils ont été approuvés par écrit par l'émetteur. Cette restriction a été ajoutée pour répondre aux préoccupations relatives à la responsabilité des émetteurs concernant les documents de commercialisation qu'ils n'ont pas établis.