

Avis de publication des ACVM

Modifications en vue d'introduire la dispense pour financement de l'émetteur coté

Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus

Le 8 septembre 2022

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) modifient le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (le **Règlement 45-106**) en vue d'introduire une nouvelle dispense de prospectus ouverte aux émetteurs assujettis dont les titres sont cotés sur une bourse canadienne (la **dispense pour financement de l'émetteur coté**). S'y ajoutent des modifications corrélatives du *Règlement 13-101 sur le système électronique de données, d'analyse et recherche (SEDAR)* et du *Règlement 45-102 sur la revente de titres* (les modifications de ces trois règlements sont collectivement appelées les **modifications**).

En parallèle, elles apportent des modifications à l'*Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (l'**Instruction générale 45-106**).

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications et celles de l'Instruction générale 45-106 entreront en vigueur le **21 novembre 2022**.

Les modifications sont détaillées dans le présent avis et leur texte peut également être consulté sur les sites Web des membres des ACVM, notamment les suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
nssc.novascotia.ca
www.fcnb.ca
www.osc.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
mbsecurities.ca

Objet

La dispense pour financement de l'émetteur coté offrira une méthode plus efficace de collecte de capitaux aux émetteurs assujettis dont les titres sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne et

qui ont déposé tous les documents d'information périodique et occasionnelle requis par la législation en valeurs mobilières du Canada.

La dispense repose sur le dossier d'information continue de l'émetteur, complété par un bref document d'offre, et permettra de placer auprès du public des titres de capitaux propres inscrits à la cote librement négociables. En général, le montant maximum pouvant être réuni se limitera au montant le plus élevé entre 5 000 000 \$ et 10 % de la capitalisation boursière de l'émetteur, à concurrence de 10 000 000 \$. Pour se prévaloir de la dispense, l'émetteur doit être émetteur assujéti dans un territoire du Canada depuis au moins 12 mois.

Sous le régime de la dispense, les émetteurs et, dans certains territoires, les dirigeants signant le document d'offre et les administrateurs de l'émetteur engageront leur responsabilité légale si celui-ci contient de l'information fautive ou trompeuse.

Le document d'offre ne sera pas examiné par le personnel des ACVM avant d'être utilisé.

Contexte

Pour l'émetteur procédant à un placement de titres, l'obligation de déposer un prospectus et de le faire viser constitue l'une des pierres d'assise de la législation en valeurs mobilières. En effet, le prospectus doit révéler de façon complète, véridique et claire tout fait important relatif aux titres offerts. Les investisseurs qui en souscrivent sous son régime jouissent de certains droits en vertu de la loi.

Le régime du prospectus simplifié a été conçu afin de favoriser l'efficacité de la collecte de capitaux par les émetteurs assujétis, tout en offrant aux investisseurs toutes les protections d'un prospectus, notamment les droits légaux de résolution et d'action en nullité et en dommages-intérêts. Or, nombre de parties prenantes ont indiqué aux ACVM que les délais et les coûts liés à l'établissement d'un prospectus simplifié peuvent entraver la collecte de capitaux, particulièrement dans le cas des petits émetteurs¹.

Les ACVM ont entrepris un projet d'envisager d'autres modèles de placement par voie de prospectus qui s'est composé de recherches sur de tels régimes à l'étranger, de consultations ciblées auprès de participants au marché, d'un sondage général d'émetteurs cotés sur des bourses canadiennes, d'un sondage ciblé sur les frais des placements par voie de prospectus simplifié, et d'une analyse des données relatives à tous les placements par prospectus ou privés que des émetteurs cotés ont réalisés sur des bourses canadiennes².

Ces travaux se sont soldés par l'élaboration de la dispense pour financement de l'émetteur coté, une dispense de prospectus visant les petits placements qui, bien qu'ouverte à l'ensemble des émetteurs, profiterait tout particulièrement aux plus petits. Cette dernière tient compte du régime d'information continue général applicable aux émetteurs assujétis, appuyé par des obligations

¹ Par exemple, plusieurs intervenants qui ont commenté le Document de consultation 51-404 des ACVM, *Considérations relatives à la réduction du fardeau réglementaire des émetteurs assujétis qui ne sont pas des fonds d'investissement* étaient favorables à un autre modèle de placement par voie de prospectus pour les émetteurs assujétis.

² Pour en connaître davantage sur le projet des ACVM d'envisager d'autres modèles de placement, voir l'Avis de consultation des ACVM, *Modifications en vue d'introduire la dispense pour financement de l'émetteur coté, Projet de Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus*, publié le 28 juillet 2021.

d'attestation et le régime de sanctions civiles relatives au marché secondaire, ainsi que du fait que tout investisseur peut acquérir des titres d'émetteurs assujettis sur le marché secondaire sur la seule base de l'information continue fournie par eux.

Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

Le 28 juillet 2021, les ACVM ont publié pour une consultation de 90 jours la dispense pour financement de l'émetteur coté. Elles ont reçu des mémoires de 10 intervenants : six appuyaient la proposition de dispense et quatre s'y opposaient.

Les ACVM ont étudié les commentaires et en remercient les auteurs. En réponse, la dispense a été quelque peu modifiée afin de renforcer la protection des investisseurs, tel qu'il est exposé ci-après.

Le nom des intervenants et un résumé de leurs commentaires, accompagné des réponses des ACVM, figurent à l'Annexe A du présent avis.

Résumé des changements apportés depuis la publication pour consultation

Nous avons revu la dispense pour financement de l'émetteur coté de façon à imposer les sanctions civiles relatives à l'information sur le marché primaire contre l'émetteur et, dans certains territoires, les dirigeants signant le document d'offre et les administrateurs de l'émetteur.

Nous avons également modifié la dispense :

- en empêchant que s'en prévalent certains émetteurs, notamment les fonds d'investissement et les émetteurs qui sont ou ont été au cours des 12 mois précédents des sociétés de capital de démarrage, des sociétés d'acquisition à vocation spécifique ou des sociétés d'acquisition axées sur la croissance;
- en ramenant le seuil de dilution applicable aux placements sous le régime de la dispense (combinés à tous les autres effectués sous son régime au cours des 12 mois précédents) de 100 % à 50 % des titres en circulation de l'émetteur, à la date tombant 12 mois avant celle du communiqué;
- en limitant le type de titres pouvant être placés sous le régime de la dispense à ceux que les investisseurs connaissent bien (c'est-à-dire les titres de capitaux propres inscrits à la cote ainsi que les unités composées de titres de capitaux propres inscrits à la cote et de bons de souscription convertibles en pareils titres);
- en exigeant que le communiqué annonçant le placement sous le régime de la dispense comporte la mention suivante :

« Il est possible d'accéder au document d'offre relatif au placement sous le profil de l'émetteur à l'adresse www.sedar.com et à l'adresse [fournir le lien vers le site Web de l'émetteur, s'il en possède un]. Il est recommandé aux investisseurs éventuels de lire ce document avant de prendre leur décision d'investissement. »;

- en exigeant l'inscription de la mention suivante sur la page de titre du document d'offre :

« Ce placement pourrait ne pas vous convenir et vous ne devriez y investir que si vous êtes disposé à risquer la perte de la totalité du montant investi. Il est recommandé de consulter un courtier inscrit pour prendre cette décision d'investissement. »;

- en exigeant la signature du document d'offre par le chef de la direction et le chef des finances de l'émetteur;
- en obligeant à joindre un appendice 1 renfermant les renseignements demandés sur le souscripteur à toute déclaration prévue à l'Annexe 45-106A1, *Déclaration de placement avec dispense* qui est déposée dans le cadre de placements sous le régime de la dispense.

Comme nous n'estimons pas ces changements importants, nous ne publions pas les modifications de nouveau pour consultation.

Points d'intérêt local

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

Contenu des annexes

Le présent avis contient l'annexe suivante :

Annexe A :	Résumé des commentaires et réponses
-------------------	-------------------------------------

Questions

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

Diana D'Amata Coordonnatrice experte à la réglementation Autorité des marchés financiers 514 395-0337, poste 4386 diana.damata@lautorite.qc.ca	Larissa Streu Senior Legal Counsel, Corporate Finance British Columbia Securities Commission 604 899-6888 lstreu@bcsc.bc.ca
Leslie Rose Senior Legal Counsel, Corporate Finance British Columbia Securities Commission 604 899-6654 lrose@bcsc.bc.ca	David Surat Manager (Acting), Corporate Finance Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-8052 dsurat@osc.gov.on.ca

<p>Jessie Gill Senior Legal Counsel, Corporate Finance Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-8114 jessiegill@osc.gov.on.ca</p>	<p>Tracy Clark Senior Legal Counsel Alberta Securities Commission 403 355-4424 Tracy.Clark@asc.ca</p>
<p>Gillian Findlay Senior Legal Counsel Alberta Securities Commission 403 297-3302 Gillian.Findlay@asc.ca</p>	<p>Ella-Jane Loomis Conseillère juridique principale, Valeurs mobilières Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick) 506 453-6591 ella-jane.loomis@fcnb.ca</p>
<p>Heather Kuchuran Director, Corporate Finance Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan, Securities Division 306 787-1009 Heather.kuchuran@gov.sk.ca</p>	<p>Patrick Weeks Acting Deputy Director, Corporate Finance Commission des valeurs mobilières du Manitoba, Division des valeurs mobilières 204 945-3326 patrick.weeks@gov.mb.ca</p>
<p>Abel Lazarus Director, Corporate Finance Nova Scotia Securities Commission 902 424-6859 abel.lazarus@novascotia.ca</p>	

Annexe A

DISPENSE POUR FINANCEMENT DE L'ÉMETTEUR COTÉ

Résumé des commentaires sur la publication du 28 juillet 2021 et réponses aux commentaires

Intervenants	Abréviations
Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs	ACPE
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières	ACCVM
Canadian Advocacy Council of CFA Societies Canada	CAC
Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l	Davies
DuMoulin Black	DuMoulin
Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs	FAIR
Forooghian+Co	F+C
Groupe TMX Limitée	TMX
McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l.	McMillan
Philip Anisman	M. Anisman

N°	Commentaires	Réponses
<i>Appui à la dispense pour financement de l'émetteur coté</i>		
1.	Six intervenants se prononcent en faveur de la dispense pour financement de l'émetteur coté, notamment pour les motifs suivants :	Nous remercions les intervenants de leur appui et de leurs commentaires.

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<ul style="list-style-type: none"> • Elle offrirait aux émetteurs inscrits une méthode plus efficiente de collecte de capitaux. • Elle tient compte des difficultés qu'éprouvent les émetteurs à petite capitalisation à mobiliser de petits montants de capital, notamment en raison des coûts de financement disproportionnés par rapport au montant obtenu. • Elle constitue une avancée importante vers la mise à contribution des avantages que comporte un dossier d'information continue solide avec un document d'offre établi selon un modèle non normatif en vue de communiquer aux investisseurs l'information de façon plus efficace et pratique. • Elle offrirait aux investisseurs individuels un plus large éventail de placements sur les marchés organisés primaires. • Elle tient compte du fait que le système fermé est excessivement complexe et dispendieux pour les petits émetteurs, lesquels constituent la grande majorité du marché canadien (environ 89 % des émetteurs assujettis ont une capitalisation boursière inférieure à 1 000 000 000 \$). • Elle constitue un juste équilibre entre les objectifs de protection des investisseurs, l'accroissement de l'efficience du marché et les occasions de formation du capital. • Elle procède du constat que les investisseurs individuels participent au marché secondaire, qui est beaucoup plus vaste. La dispense serait avantageuse pour ces investisseurs, car, pour s'en prévaloir, l'émetteur doit attester qu'il n'existe aucun fait important inconnu du public. • Il est judicieux d'assujettir les titres placés sous le régime de la dispense à une période d'acclimatation, dans la mesure où, pour avoir droit à cette dispense, l'émetteur doit être 	

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>émetteur assujetti depuis 12 mois, respecter ses obligations d'information continue et occasionnelle et attester que tous les faits importants ont été communiqués au moment de l'offre.</p>	
2.	<p>Quelques intervenants en faveur de la dispense pour financement de l'émetteur coté proposent des modifications visant à atteindre un meilleur équilibre entre, d'une part, le soutien de marchés des capitaux équitables, efficaces et vigoureux et, d'autre part, la protection des investisseurs. En voici quelques-unes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • La suppression de l'obligation faite à l'émetteur de disposer de fonds suffisants pour répondre à ses besoins pendant 12 mois. En effet, cette obligation ne cadrerait pas avec l'approche progressive en matière de collecte de capitaux qu'emploient bon nombre de petits émetteurs. Dans bien des cas, ceux-ci arrivent tout juste à amasser les fonds nécessaires pour financer une étape du cycle de la vie de l'entreprise dans l'espoir de réunir davantage de fonds après l'avoir franchie. • La suppression de l'obligation pour l'émetteur d'être assujetti depuis 12 mois, car il s'agit d'une barrière inutile compte tenu de la rigidité du processus auquel il doit se soumettre pour devenir un émetteur coté et assujetti. • La suppression de la restriction quant à l'emploi du produit. L'émetteur pourra ainsi affecter le produit du placement aux acquisitions importantes ou aux opérations de restructuration, à la condition qu'il communique suffisamment d'information sur l'emploi qu'il entend en faire, y compris les risques, pour permettre à tout investisseur raisonnable de prendre une décision d'investissement. 	<p>Nous avons examiné toutes les modifications proposées par les intervenants.</p> <p>Nous ne les avons pas apportés pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Étant donné que la dispense pour financement de l'émetteur coté permet le placement de titres par les émetteurs cotés directement auprès d'investisseurs individuels, nous sommes d'avis qu'il convient d'harmoniser certaines de ses conditions avec celles s'appliquant au régime de prospectus, notamment le fait de disposer de suffisamment de fonds pour demeurer en activité 12 mois après le placement. • La dispense autorise l'émetteur coté à placer des titres sur la base de son dossier d'information continue. Par conséquent, nous estimons nécessaire qu'il dispose d'un tel dossier visant une période d'au moins 12 mois. • Si l'émetteur coté envisage une opération qui transformera son entreprise, comme une acquisition importante ou une opération de restructuration, son dossier d'information continue ne fournira pas suffisamment d'information pour prendre une décision d'investissement éclairée. En pareil cas, il doit ou bien déposer un prospectus, ou bien se prévaloir d'une autre dispense de prospectus. • L'une des raisons d'être de la dispense est la réduction des coûts démesurés qu'engendre la collecte de montants moindres de capitaux au moyen d'un prospectus, et ce, sans égard à la taille de l'émetteur.

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<ul style="list-style-type: none"> • L'ouverture de la dispense seulement aux petits émetteurs. 	
3.	<p>Un intervenant propose que les ACVM fournissent des indications au sujet de l'application de décotes sur les cours dans l'établissement des cours des titres placés sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté, particulièrement dans le but d'atténuer l'incidence potentielle sur le cours des actions.</p>	<p>Nous prenons acte de ce commentaire. Nous observons que les bourses pourraient, dans l'application de décotes sur les cours des titres placés sous le régime de la dispense, tenir compte de facteurs semblables à ceux qu'elles appliquent actuellement pour établir le cours des titres offerts par voie de prospectus.</p>
<p><i>Préoccupations à l'égard de la dispense pour financement de l'émetteur coté</i></p>		
4.	<p>Quatre intervenants font valoir auprès des ACVM qu'elles ne devraient pas aller de l'avant avec la dispense pour financement de l'émetteur coté. Voici les motifs évoqués :</p> <ul style="list-style-type: none"> • La dispense pose d'importants nouveaux risques à l'intégrité du marché et à la protection des investisseurs qui pourraient miner la confiance en l'intégrité des marchés des capitaux. • Elle réduirait le nombre de placements par voie de prospectus réalisés par les petits émetteurs, ce qui priverait les investisseurs des mesures de protection habituellement associées à ces placements, y compris le contrôle diligent du placeur, la mission réalisée par l'auditeur et l'examen réglementaire. • Elle pourrait donner lieu à des placements de titres auprès d'investisseurs non avertis ni qualifiés sans qu'il y ait de reconnaissance de risque, de mesures suppléant à l'évaluation de la convenance ou, à tout le moins, de la capacité à assumer la perte du placement entier, de responsabilité du niveau conféré par le régime de prospectus, ni d'obligation de communiquer de l'information à l'investisseur. • Elle n'impose pas l'intervention d'un courtier inscrit tenu 	<p>Nous nous sommes penchés sur les préoccupations qu'ont soulevées ces intervenants et avons décidé d'aller de l'avant avec la dispense pour financement de l'émetteur coté en y apportant les modifications ci-dessous pour renforcer la protection des investisseurs et répondre à ces préoccupations :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sera imposé le régime de sanctions civiles relatives au marché primaire, avec ses voies de droit, en cas de présentation d'information fautive ou trompeuse, suivant le modèle de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre en vigueur dans la plupart des territoires. • L'émetteur sera tenu d'indiquer, sur la page de titre du document d'offre, de l'information détaillée sur les risques liés à l'obtention de conseils auprès d'un courtier inscrit. • Il incombera à l'émetteur d'informer les investisseurs de la publication du document d'offre dans un communiqué ou toute communication avec des investisseurs éventuels. • Les types de titres pouvant être placés sous le régime de la dispense seront restreints à ceux qui sont bien connus des investisseurs individuels, c'est-à-dire les titres inscrits à la cote et les bons de souscription ou les unités convertibles en de tels titres. • Les émetteurs qui ont été des coquilles vides au cours des

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>aux obligations de connaissance du client et du produit qui doit s’assurer que le placement convient à l’investisseur.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Elle serait ouverte aux émetteurs les plus à risque. • Elle pourrait favoriser le risque de fraude, les placements indirects (prise ferme déguisée) et la prolifération de stratagèmes de manipulation du marché, les titres étant librement négociables. • Certes, elle repose sur le dossier d’information continue de l’émetteur, mais selon le récent rapport de juillet 2021 intitulé <i>Canada Investor Quantitative Report – Research Findings</i> et commandé par Broadridge Investor Communications Corporation, rien ne garantit que l’information continue de l’émetteur est exhaustive et rigoureuse, ou que les investisseurs l’étudient. • Elle ne tient pas compte de l’importance que revêt le caractère strict du processus d’examen et rigoureux des obligations d’information sous le régime de prospectus pour le bon fonctionnement du marché secondaire. Ces éléments garantissent la qualité de l’information sur ce marché et l’établissement de cours adéquats dans le cadre des placements primaires et des négociations sur le marché secondaire. 	<p>12 derniers mois ne pourront pas se prévaloir de la dispense.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dans le but d’accroître notre capacité à surveiller le recours à la dispense et à détecter les opérations abusives, nous exigerons des émetteurs qu’ils déposent une déclaration de placement avec dispense dans les dix jours suivant le placement. Cette déclaration contiendra les renseignements sur le souscripteur ou l’acquéreur qui sont demandés à l’Appendice 1. <p>Selon nos données, les émetteurs souhaitant obtenir de petits montants de capital (inférieurs à 10 000 000 \$) le font rarement sous le régime de prospectus, mais plutôt sous celui d’une dispense de prospectus qui ne requiert aucune information prévue par règlement. Nous nous attendons à ce que la dispense pour financement de l’émetteur coté améliore l’information fournie par ces émetteurs.</p> <p>La dispense pour financement de l’émetteur coté autoriserait les placements auprès d’investisseurs individuels qui, sur la base du dossier d’information continue de l’émetteur, sont déjà en mesure d’acquérir ces titres sur le marché secondaire. Sous le régime de cette dispense, l’investisseur souscrivant directement les titres auprès de l’émetteur pourra obtenir des bons de souscription en « extra » ainsi que profiter d’un prix inférieur au cours et de protections supplémentaires, notamment l’application des sanctions civiles relatives au marché primaire.</p> <p>À l’instar de la plupart des dispenses de prospectus, la dispense pour financement de l’émetteur coté ne requiert pas l’intervention d’un courtier; elle ne constitue toutefois pas une dispense de l’obligation d’inscription à titre de courtier. Nous nous attendons à ce que les courtiers interviennent à un certain degré dans un grand nombre de placements réalisés sous son</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
		<p>régime et à ce qu'ils s'acquittent de leurs obligations en matière de connaissance du client et de connaissance du produit. Les émetteurs qui réalisent leurs placements eux-mêmes devront déterminer, comme ils le font actuellement, s'ils exercent l'activité de courtier et sont ainsi tenus à l'obligation d'inscription.</p> <p>Nous avons envisagé l'ajout de certaines des protections applicables sous le régime d'autres dispenses de prospectus, comme celle pour placement au moyen de la notice d'offre et celles pour financement participatif prévues par le <i>Règlement 45-108 sur le financement participatif</i>. Cependant, les émetteurs assujettis se prévalent rarement, voire jamais, de ces dispenses. Certaines protections qu'offrent ces dispenses ont pour but d'atténuer les risques que posent les investissements dans des émetteurs non assujettis. Nous sommes d'avis qu'il n'est pas nécessaire d'intégrer ces protections dans une dispense destinée à des émetteurs cotés dans le contexte où les investisseurs individuels sont en mesure d'acquérir des titres en bourse sur la base du dossier d'information continue de ces émetteurs et de les revendre immédiatement.</p> <p>Enfin, nous signalons qu'une fois adoptée la dispense pour financement de l'émetteur coté, le personnel des ACVM dans certains territoires entend effectuer des examens après les placements pour connaître la façon dont les émetteurs y recourent et veiller à ce qu'ils en respectent les conditions. Par ailleurs, il effectuera en permanence des examens de l'information continue des émetteurs. Tel qu'il est mentionné dans l'Avis 51-312 du personnel des ACVM (révisé), <i>Programme d'examen harmonisé de l'information continue</i>, le personnel utilise divers outils pour cibler les émetteurs dont l'information</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
		<p>est le plus susceptible de présenter des déficiences. Il pourrait arriver que, dans certains territoires, le recours à la dispense constitue un critère de sélection pour ces examens.</p>
5.	<p>Deux intervenants craignent que des investisseurs qualifiés insistent pour que des placements soient réalisés sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté afin de se soustraire à la période de restriction prévue par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</p> <p>L'un des intervenants estime que cette situation pourrait nuire à l'atteinte d'un objectif de la dispense pour financement de l'émetteur coté, soit l'élargissement des sources de capitaux à la disposition des émetteurs cotés. Il fait également remarquer que les investisseurs qualifiés pourraient n'investir que dans des émetteurs pouvant se prévaloir de la dispense, ce qui compromettrait la collecte des capitaux d'autres émetteurs. Il propose aux ACVM de mener des recherches sur l'incidence défavorable que pourrait avoir la dispense sur la capacité des émetteurs à obtenir des capitaux auprès d'investisseurs qualifiés.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires. Nous sommes conscients que les investisseurs qualifiés pourraient vouloir participer à des placements sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté, comme ils participent déjà à des placements réalisés au moyen d'un prospectus afin de souscrire ou d'acquérir des titres librement négociables. Cette dispense se veut un outil de collecte de capitaux additionnel à la disposition des émetteurs cotés souhaitant attirer des investisseurs qualifiés ou individuels. Bon nombre de facteurs entrent en jeu dans la prise d'une décision d'investissement; les investisseurs ayant des objectifs à long terme pourraient privilégier les décotes bonifiées qui sont associées aux délais de conservation, tandis que d'autres préféreront la souplesse accrue des titres librement négociables.</p> <p>Nous faisons observer que, dans le cadre des placements sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté, les bourses pourraient appliquer des décotes selon des facteurs semblables à ceux qu'elles appliquent pour établir le prix des placements réalisés au moyen d'un prospectus.</p>
6.	<p>Un intervenant recommande que la dispense pour financement de l'émetteur coté soit réservée aux émetteurs approuvés par les ACVM, et que soient exclus ceux qui n'ont été approuvés que par des bourses, notamment à l'occasion de prises de contrôle inversées. Une société fermée pourrait, par exemple, ouvrir son capital à la suite d'une prise de contrôle inversée par une coquille vide cotée qui est un émetteur assujéti depuis au</p>	<p>Nous prenons acte du commentaire. Pour remédier à la situation, nous avons retiré aux émetteurs qui ont été des coquilles vides au cours des 12 derniers mois la possibilité de se prévaloir de la dispense pour financement de l'émetteur coté.</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	moins 12 mois et se prévaloir immédiatement de la dispense pour recueillir des capitaux.	
7.	Un intervenant craint que, même si la dispense pour financement de l'émetteur coté n'est pas ouverte à l'émetteur qui compte affecter le produit du placement à une acquisition significative ou à une opération de restructuration, rien n'empêche cet émetteur d'affecter le produit à cette fin après le placement. Il serait ardu de prouver quelle était son intention au moment du placement.	Il incombe à l'émetteur, avec l'aide de ses conseillers, de se conformer aux conditions des dispenses de l'obligation de prospectus lorsqu'il place des titres sans prospectus. La dispense pour financement de l'émetteur coté n'est pas ouverte à l'émetteur comptant affecter, en partie ou en totalité, ses fonds disponibles à une acquisition significative ou à une opération de restructuration. En outre, l'émetteur est tenu de déclarer, dans le document d'offre réglementaire, qu'il n'affectera pas le produit du placement à une acquisition significative ou à une opération de restructuration. Tout émetteur se livrant à de telles opérations effectue un placement illégal et fournit de l'information fausse ou trompeuse; il s'expose aux sanctions civiles relatives aux placements sur le marché primaire.
Réponses aux questions posées		
<p>1. Le montant total en dollars que l'émetteur peut réunir sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté ferait l'objet des seuils suivants :</p> <p>a) le montant le plus élevé entre 10 % de sa capitalisation boursière ou 5 000 000 \$;</p> <p>b) le plafond de 10 000 000 \$;</p> <p>c) une dilution de 100 %.</p> <p>Ces seuils sont-ils tous appropriés, ou devrions-nous en envisager d'autres?</p>		
8.	Deux intervenants jugent que les seuils sont raisonnables dans les circonstances. Ils recommandent néanmoins aux ACVM de les revoir régulièrement pour veiller à ce qu'ils demeurent appropriés. L'un d'eux propose que l'émetteur puisse rehausser les seuils de 10 %, sous réserve de l'approbation des actionnaires, et l'autre est en faveur d'une augmentation du plafond de 5 000 000 \$.	<p>Nous avons pris acte des suggestions des intervenants et avons modifié les seuils comme suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> • réduction de la dilution autorisée à 50 % de la capitalisation boursière de l'émetteur; • modification de la méthode de calcul de la valeur de marché globale des titres de l'émetteur inscrits à la cote.

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>Plusieurs intervenants recommandent que les ACVM examinent la dispense pour financement de l'émetteur coté après un certain temps (par exemple, tous les 12 à 18 mois) pour déterminer si les seuils sont appropriés et s'assurer de l'atteinte des objectifs.</p> <p>Un autre intervenant est favorable aux seuils énoncés aux points a) et b), mais craint que celui figurant au point c) ne protège pas adéquatement les actionnaires établis. Il propose que la dilution soit initialement fixée entre 25 % et 50 %, puis éventuellement revue à la hausse au fil du temps, à la condition que les ACVM surveillent l'incidence qu'auront les placements dans la fourchette supérieure de la dilution sur les volumes d'opérations et les valeurs de marché après l'émission.</p> <p>Un autre intervenant s'oppose aux seuils proposés, car ceux-ci permettraient aux petits émetteurs de doubler leur capitalisation boursière en 12 mois. Il suggère de réserver la dispense aux émetteurs dont les titres inscrits à la cote ont une valeur de marché globale supérieure à 10 000 000 \$.</p> <p>Un intervenant propose une autre méthode pour établir la valeur de marché globale des titres d'un émetteur inscrits à la cote : soit le cours moyen pondéré en fonction du volume (sur 5 ou 20 jours), soit la moyenne simple sur 20 jours (comme énoncé, par exemple, à l'article 1.11 du <i>Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat ou de rachat</i>), pour réduire la volatilité quotidienne du cours.</p>	
<p><i>2. Afin que les ACVM puissent mesurer et surveiller le recours à la dispense pour financement de l'émetteur coté, elles proposent d'obliger les émetteurs à déposer une déclaration de placement avec dispense dans les 10 jours suivant la date du placement, comme c'est le cas pour la plupart des dispenses de prospectus relatives à la collecte de capitaux. Toutefois, ils n'auraient pas à fournir les renseignements confidentiels détaillés sur le souscripteur ou l'acquéreur visés à l'Appendice 1. Elles jugent cette information superflue, vu l'absence de restrictions quant aux types d'investisseurs sous le régime de la dispense, et elles ne comptent pas l'exiger ultérieurement.</i></p>		

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>a) Y a-t-il d'autres éléments de la déclaration de placement avec dispense que nous devrions penser à assouplir pour les placements sous le régime de la dispense?</p> <p>b) L'obligation de dépôt de la déclaration de placement avec dispense dans le cadre d'un placement sous le régime de la dispense serait-elle indûment contraignante dans ces circonstances? Dans l'affirmative, pourquoi?</p>	
9.	<p>Cinq intervenants ont répondu à nos questions concernant la déclaration de placement avec dispense.</p> <p>Deux d'entre eux sont favorables à la proposition visant le maintien de l'obligation de déposer la déclaration, mais sans l'Appendice 1, lequel demande des renseignements détaillés sur le souscripteur ou l'acquéreur. Ils font valoir que la communication de ces renseignements est la partie la plus lourde de la déclaration. L'obligation de déposer une déclaration cadrerait avec les obligations des autres dispenses de prospectus et aiderait les autorités en valeurs mobilières à recueillir des renseignements en temps réel.</p> <p>Un intervenant recommande l'obligation de déposer la déclaration de placement avec dispense dans son intégralité, y compris l'Appendice 1. Selon lui, cette information faciliterait la surveillance du recours à la dispense pour financement de l'émetteur coté par les ACVM en vue de repérer et d'empêcher les abus éventuels.</p> <p>Deux intervenants affirment que la déclaration de placement avec dispense ne devrait pas être requise dans le cadre de la dispense pour financement de l'émetteur coté en raison de sa lourdeur excessive. Ils avancent que les renseignements que contient la déclaration pourraient facilement être fournis dans un communiqué ou un rapport de gestion.</p>	<p>Nous avons pris en considération le point de vue de tous les intervenants et avons décidé d'exiger que les émetteurs déposent, dans les dix jours suivant le placement, une déclaration de placement avec dispense lorsqu'ils ont recours à la dispense pour financement de l'émetteur coté, y compris les renseignements sur le souscripteur ou l'acquéreur qui sont demandés à l'Appendice 1. Ces renseignements sont nécessaires à la surveillance adéquate du recours la dispense et à la détection rapide des opérations potentiellement abusives.</p>
	<p>c) Devons-nous envisager un autre moyen de déclaration des placements effectués sous le régime de la dispense, notamment l'inclusion de l'information dans un document d'information continue existant, comme le rapport de gestion ou encore un formulaire ou un rapport en</p>	

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p><i>particulier déposé au moyen de SEDAR?</i></p> <p><i>d) Si un autre moyen de déclaration est prévu, quels renseignements les émetteurs auraient-ils à fournir, en sus des suivants :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>le nombre et le type de titres placés;</i> • <i>leur prix;</i> • <i>la date du placement;</i> • <i>le détail de toute rémunération versée par l'émetteur dans le cadre du placement et l'identité de la partie rémunérée?</i> <p><i>e) Si un autre moyen de déclaration est prévu, quelle fréquence devrait-on préconiser?</i></p>	
10.	<p>Trois intervenants proposent d'autres moyens de déclaration, notamment le communiqué, le rapport de gestion ou un simple formulaire ou rapport déposé au moyen de SEDAR. En réponse à la question de la fréquence à préconiser pour les autres moyens, ils suggèrent la publication d'un communiqué après la clôture du placement, la publication d'un communiqué au lancement et à la clôture du placement accompagné d'information dans le rapport de gestion de la période subséquente, et la présentation d'information dans le rapport de gestion annuel seulement.</p> <p>Deux intervenants suggèrent la déclaration d'information supplémentaire comme autre moyen de déclaration, y compris l'emploi prévu du produit et l'identification des investisseurs ayant atteint le plafond de participation de 10 % à l'instar des règles du système d'alerte.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires et, pour exercer la surveillance la plus efficace possible du recours à la dispense pour financement de l'émetteur coté, nous avons décidé d'exiger la déclaration de placement avec dispense, <i>y compris</i> les renseignements sur le souscripteur ou l'acquéreur qui sont demandés à l'Appendice 1.</p>
	<p><i>3. Dans les territoires où des droits de participation au marché des capitaux sont déjà facturés, l'imposition de droits de dépôt additionnels pour les déclarations de placement avec dispense sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté découragerait-elle le recours à celle-ci?</i></p>	
11.	<p>Les trois intervenants ayant répondu à la question ci-dessus se sont dits défavorables à l'imposition de droits additionnels pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sans le nom des souscripteurs ou des acquéreurs, il faudra 	<p>Nous prenons acte des commentaires et n'imposerons aucun droit de dépôt additionnel : ceux qui étaient exigés pour le dépôt de déclarations de placement avec dispense s'appliqueront.</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>moins de ressources pour administrer la dispense pour financement de l'émetteur coté.</p> <ul style="list-style-type: none"> • L'imposition de droits additionnels découragerait le recours à cette dispense. 	
<p><i>Autres commentaires relativement aux déclarations de placement avec dispense</i></p>		
12.	<p>Un intervenant demande que soit améliorée la fonctionnalité de recherche pour rendre les renseignements fournis dans la déclaration de placement avec dispense plus facilement accessibles au public. Plusieurs intervenants des marchés des capitaux tireraient parti d'une telle amélioration.</p>	<p>Nous prenons acte de ce commentaire. Par contre, il n'entre pas dans le cadre du projet.</p>
13.	<p>Deux intervenants recommandent aux ACVM de surveiller étroitement le recours à la dispense pour financement de l'émetteur coté en raison de l'utilisation abusive qu'on pourrait en faire, y compris les placements indirects.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires et, dans le but de permettre au personnel de mieux surveiller le recours à la dispense et détecter les opérations potentiellement abusives, nous avons décidé d'exiger des émetteurs qu'ils déposent une déclaration de placement avec dispense, <i>y compris</i> les renseignements sur le souscripteur ou l'acquéreur qui sont demandés à l'Appendice 1.</p>
<p><i>4. Nous proposons que la dispense pour financement de l'émetteur coté ne soit ouverte qu'à l'égard des titres de capitaux propres inscrits à la cote, des unités composées de titres inscrits à la cote et de bons de souscription permettant d'obtenir par voie d'exercice des titres de capitaux propres inscrits à la cote, ou des titres, comme les [reçus] de souscription, qui sont convertibles en unités composées d'un titre de capitaux propres inscrit à la cote et d'un bon de souscription. Il s'agit des titres que la plupart des investisseurs connaissent bien et qu'ils ont plus de facilité à comprendre. Cette liste permettrait de recourir à cette dispense pour le placement de titres de créance convertibles. Voyez-vous des motifs d'en exclure ces titres de créance?</i></p>		
14.	<p>Cinq intervenants se sont prononcés quant à l'exclusion ou non des titres de créance convertibles du régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté.</p> <p>Deux d'entre eux sont d'avis que les émetteurs <i>ne</i> devraient <i>pas</i> être autorisés à placer des titres de créance convertibles sous le</p>	<p>Étant donné que la dispense pour financement de l'émetteur coté autoriserait les placements auprès d'investisseurs individuels, nous avons décidé de restreindre le type de titres pouvant être placés sous le régime de la dispense aux titres inscrits à la cote, aux bons de souscription permettant d'obtenir par voie d'exercice des titres de capitaux propres inscrits à la</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>régime de cette dispense pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • La plupart des investisseurs connaissent bien les titres de capitaux propres inscrits à la cote et les bons de souscription, dont les droits afférents ne varient guère d'un émetteur à l'autre. • Les titres de créance convertibles peuvent comporter plusieurs variables, dont le taux d'intérêt, l'échéance et les caractéristiques obligatoires ou facultatives de conversion, ce qui les rend d'autant plus complexes. • L'information devant habituellement être fournie relativement à un placement de titres de créance convertibles, comme l'ensemble des facteurs de risque, pourrait ne pas être adéquatement traitée dans le document d'offre simplifié sous le régime de la dispense. <p>Trois intervenants estiment que les émetteurs devraient être autorisés à placer des titres de créance convertibles sous le régime de la dispense. Les motifs évoqués comprennent les suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les types de titres placés sous le régime de la dispense devraient correspondre à ceux auxquels ont fréquemment recours les petits émetteurs. • Les titres de créance convertibles et autres titres similaires peuvent constituer des moyens efficaces à la disposition des sociétés n'ayant pas encore réalisé de produits des activités ordinaires pour mobiliser des capitaux, et ils devraient être autorisés sous le régime de la dispense. <p>L'un de ces intervenants affirme que, selon son expérience, les petits émetteurs ne placent habituellement pas de titres de créance convertibles, et un autre souligne la nécessité d'appliquer les seuils de dilution après conversion.</p>	<p>cote ainsi qu'aux unités composées de ces titres et bons de souscription. Nous sommes d'accord avec les intervenants affirmant que les investisseurs individuels connaissent vraisemblablement mieux ces titres, et qu'il est plus probable que les petits émetteurs en réalisent le placement.</p> <p>De cette façon, la dispense ne pourra pas servir au placement de titres de créance convertibles ou de reçus de souscription. Nous estimons cependant que, même sans cette modification, il est improbable que les émetteurs aient été en mesure d'émettre des reçus de souscription sous le régime de cette dispense en raison des restrictions visant l'affectation du produit à une acquisition significative ou à une opération de restructuration.</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
<p><i>5. Nous avons conçu la dispense pour financement de l'émetteur coté afin qu'elle serve à effectuer occasionnellement des placements privés distincts comptant une seule date de clôture. À votre avis, les émetteurs souhaiteraient-ils également s'en prévaloir à l'égard de placements permanents à prix ouvert? Dans l'affirmative, quels changements faudrait-il y apporter à cette fin? Avez-vous des préoccupations à ce sujet?</i></p>		
15.	<p>Quatre intervenants ont répondu à nos questions sur l'ouverture de la dispense pour financement de l'émetteur coté à l'égard des placements permanents à prix ouvert.</p> <p>Pour l'un des intervenants, l'ouverture de la dispense à l'égard de ces placements ne pose aucun problème, car elle pourrait donner aux émetteurs une plus grande souplesse pour créer un engouement sur le marché et réaliser le placement. Il propose que les émetteurs soient tenus de communiquer au public la valeur et la période prévues du placement au lancement et à la clôture de celui-ci.</p> <p>Un autre intervenant nous met en garde contre l'ouverture de la dispense à l'égard de ces placements, car elle poserait des enjeux de production de rapports après le placement et de maintien de l'exactitude de l'information fournie pendant son déroulement.</p> <p>Deux intervenants ne s'attendent pas à ce que les émetteurs souhaitent se prévaloir de la dispense pour réaliser des placements permanents à prix ouvert. Selon l'expérience de l'un d'eux, les petits émetteurs ne se tournent habituellement pas vers ce type de placement. L'autre est d'avis que le plafond proposé de 10 000 000 \$ pourrait ne pas être assez élevé pour justifier les coûts associés à la préparation de l'information supplémentaire.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires.</p> <p>Dans le but de limiter la complexité potentielle de la dispense pour financement de l'émetteur coté et la simplifier autant que possible pour les types d'émetteurs qui, selon nous, devraient s'en prévaloir, nous avons décidé de n'y apporter aucun changement pour englober les placements permanents à prix ouvert.</p>
<p><i>6. Ces dernières années, les ACVM ont tenté de répondre à divers enjeux entourant la collecte de capitaux en introduisant un certain nombre de dispenses de prospectus simplifiées destinées aux émetteurs assujettis ayant des titres de capitaux propres inscrits à la cote, dont la dispense pour les porteurs existants et la dispense pour courtier en placement. Le recours à ces dispenses a été limité. Aux dires des</i></p>		

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
<p><i>participants au marché, l'existence de ces dispenses de prospectus rarement utilisées peut contribuer à la complexité du régime applicable au marché dispensé. Si nous mettons en œuvre le projet de dispense pour financement de l'émetteur coté, devrions-nous songer à abroger l'une quelconque de ces dispenses?</i></p>		
16.	<p>Quatre intervenants s'opposent à l'abrogation de l'une ou l'autre des dispenses de prospectus actuellement offertes, notamment pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Certaines dispenses ont été adoptées dans le contexte d'un cycle de marché relativement baissier et pourraient être davantage utiles si la conjoncture du marché devait changer. • Bien que certaines dispenses soient peu souvent invoquées, elles donnent une optionalité aux émetteurs, ce qui peut se révéler important dans la collecte de capital. <p>Deux de ces intervenants recommandent la tenue d'un examen global du régime applicable au marché dispensé qui viserait notamment les motifs de chaque dispense et de leur application dans différentes conditions de financement, afin de déterminer les changements systémiques qui permettraient de simplifier le régime de la manière la plus efficace possible. L'un de ces intervenants avance que c'est l'instauration disparate des diverses dispenses, et non les dispenses elles-mêmes, qui a engendré confusion et complexité.</p> <p>Un intervenant est d'avis que les dispenses rarement invoquées devraient être abrogées pour réduire la complexité du régime applicable au marché dispensé.</p>	<p>Après examen des commentaires reçus, nous avons décidé de conserver toutes les dispenses de prospectus actuelles afin d'accorder une plus grande souplesse aux émetteurs.</p>
<p><i>7. Si les courtiers en placement et les courtiers sur le marché dispensé peuvent participer à un placement sous le régime du projet de dispense pour financement de l'émetteur coté, leur participation n'est toutefois pas requise. En outre, aucune dispense de l'obligation d'inscription n'est prévue à l'égard des actes liés aux placements effectués sous le régime de la dispense proposée, si bien que toute personne exerçant l'activité de courtier devra être inscrite ou se prévaloir d'une dispense d'inscription relativement aux activités se rattachant aux placements ainsi</i></p>		

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p><i>dispensés.</i></p> <p><i>a) Si la dispense est mise en œuvre, vous attendez-vous à ce que les émetteurs fassent appel à des courtiers pour les placements sous son régime?</i></p>	
17.	<p>Quatre intervenants ont répondu à la question portant sur la participation des courtiers aux placements sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté.</p> <p>Nous avons reçu des réponses variées.</p> <p>Un intervenant ne s'attend pas à ce que les émetteurs fassent appel à un courtier pour réaliser des placements sous le régime de la dispense, car il est de plus en plus rare que des courtiers participent à des financements dont le produit brut est inférieur à 5 000 000 \$ ou à 10 000 000 \$.</p> <p>Un autre intervenant estime que des courtiers participeraient à des placements sous le régime de la dispense, mais il s'attend à ce que s'écoule un certain temps avant que n'évolue la nature de cette participation en raison des plafonds visant le montant pouvant être obtenu.</p> <p>Un autre est d'avis que bon nombre d'émetteurs feront appel à un courtier, tandis que d'autres pourraient réaliser leurs placements eux-mêmes.</p> <p>L'un des intervenants s'attend à ce qu'un grand nombre d'émetteurs n'aient pas besoin d'un courtier, alors que d'autres pourraient y faire appel pour accéder aux investisseurs. Ce sont plus particulièrement les petits émetteurs attirant peu l'attention qui gagneraient à retenir les services de petits courtiers pour les aider à trouver des investisseurs.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires.</p> <p>Nous sommes conscients qu'il existe diverses façons pour les émetteurs de réaliser des placements sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté. Comme nous l'avons mentionné précédemment, nous avons maintenu cette souplesse, tout en renforçant la protection des investisseurs.</p>
	<p><i>b) Dans la négative, comment vous attendez-vous à ce qu'ils réalisent leurs placements, par exemple, par l'entremise de leur propre site Web?</i></p>	

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
18.	<p>Les réponses à cette question étaient variées.</p> <p>Un intervenant prévoit que les émetteurs réaliseront des placements sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté de la même façon qu'ils en effectuent actuellement sans courtier sous le régime d'autres dispenses.</p> <p>Un autre intervenant s'attend à ce que les émetteurs réalisent des placements par l'intermédiaire de sites Web, de portails de placement spécialisés et de courtiers. Il croit possible qu'un document d'offre de type « billetterie » puisse être élaboré de concert avec les agents des transferts ou les courtiers, mais, à ses yeux, la dispense pour financement de l'émetteur coté ressemblerait initialement à un processus de souscription réalisé dans le cadre d'un placement privé en vertu d'un contrat.</p> <p>Un intervenant croit que des modèles hybrides pourraient évoluer au fil du temps et qu'il est probable de voir la participation d'un courtier sur le marché à un certain degré, même si l'émetteur peut réaliser lui-même le placement.</p> <p>Dans le but de favoriser l'accès des émetteurs au marché, un autre intervenant recommande aux ACVM de songer aux moyens d'encourager les institutions financières à participer aux placements susmentionnés.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires. Les parties aux placements réalisés sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté devront déterminer, selon les indications fournies dans l'Instruction générale 45-106 et <i>l'Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites</i> (l' « Instruction générale 31-103 »), si elles exercent l'activité de courtier et sont ainsi tenues à l'obligation d'inscription.</p>
<i>Commentaires sur les émetteurs réalisant leurs placements eux-mêmes sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté</i>		
19.	<p>Un intervenant recommande aux ACVM de fournir des indications supplémentaires permettant de déterminer si un émetteur réalisant plusieurs petits placements sans courtier au cours d'une période donnée pourrait être réputé exercer l'activité de courtier et tenu de s'inscrire à ce titre. Il serait utile de savoir quels sont les plafonds à cet égard, s'il en est.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires.</p> <p>Nous avons décidé que, sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté, l'émetteur aura le choix de réaliser lui-même ses placements ou de faire appel à un courtier.</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>Un autre intervenant recommande une supervision réglementaire étroite des émetteurs réalisant leurs placements eux-mêmes, puisqu'en pareil cas, ni le dossier d'information continue de l'émetteur ni le contenu du document d'offre ne fera l'objet d'une évaluation par un courtier. En l'absence de ces contrôles, les investisseurs traitant directement avec l'émetteur pourraient être plus vulnérables, car ils seraient privés du regard d'un expert au fait de la responsabilité de l'émetteur à l'égard du placement.</p>	<p>Nous n'avons pas prévu de dispense de l'obligation d'inscription. Les émetteurs qui réalisent eux-mêmes leurs placements devront déterminer, selon les indications fournies dans l'Instruction générale 45-106 et l'Instruction générale 31-103, s'ils exercent l'activité de courtier et sont ainsi tenus à l'obligation d'inscription.</p>
<p><i>8. Nous proposons que les placements sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté soient soumis aux sanctions civiles relatives au marché secondaire et confèrent au souscripteur un droit contractuel de résolution contre l'émetteur. Nous proposons l'application de ces sanctions car la dispense repose sur le dossier d'information continue de l'émetteur et est réservée aux placements de titres de capitaux propres inscrits à la cote qui sont négociés sur le marché secondaire. Bien qu'elle permette le placement de titres librement négociables auprès de toutes les catégories de souscripteurs, la responsabilité s'y rattachant est plus limitée que dans le cas d'un placement par voie de prospectus.</i></p>		
<p><i>a) Le régime de responsabilité proposé (sanctions civiles relatives au marché secondaire et droit contractuel de résolution) incite-t-il adéquatement les émetteurs à fournir de l'information exacte et exhaustive sous le régime de la dispense et offre-t-il une protection appropriée aux investisseurs?</i></p>		
20.	<p>Deux intervenants croient que le régime de sanctions civiles proposé inciterait adéquatement l'émetteur à fournir de l'information exacte et exhaustive sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté. L'un d'eux affirme que les obligations fiduciaires de l'émetteur et la nécessité de gagner la confiance des investisseurs et du marché sont suffisantes pour inciter à fournir une telle information.</p> <p>Selon l'un des intervenants, l'expression « niveau de responsabilité conféré par le régime de prospectus » a) signifie que l'émetteur atteste que le document d'offre révèle de façon complète, véridique et claire tout fait important, et b) s'entend des voies de droit conférées par la loi aux souscripteurs du</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires.</p> <p>Après examen, nous avons décidé d'imposer le régime de sanctions civiles relatives au marché primaire, avec ses voies de droit, en cas de présentation d'information fautive ou trompeuse, suivant le modèle du régime de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre.</p> <p>Nous n'avons apporté aucune modification à l'obligation d'attestation, laquelle exige que le document d'offre ainsi que tout document déposé 12 mois avant la date du document d'offre révèlent tout fait important et ne contiennent aucune information fautive ou trompeuse.</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>marché primaire. Il avance qu'une obligation du type « aucune information fausse ou trompeuse » ou « révèle de façon complète et véridique tout fait important » serait adéquate et établirait un équilibre approprié, surtout en conjonction avec le régime de sanctions civiles relatives au marché primaire.</p>	
21.	<p>Quatre intervenants estiment que le régime de sanctions civiles proposé n'inciterait pas suffisamment les émetteurs à fournir une information exacte et exhaustive. Ils recommandent l'imposition du même niveau de responsabilité que celui conféré par le régime de prospectus, notamment pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • La forte asymétrie de l'information entre les émetteurs et les investisseurs suppose que ces derniers prennent déjà un risque beaucoup plus élevé en souscrivant des titres directement auprès de l'émetteur. • Les montants de responsabilité partagée et de responsabilité maximale prévus par le régime de sanctions civiles relatives au marché secondaire font qu'il est rarement avantageux pour un porteur d'intenter une action contre un petit émetteur pour information fausse ou trompeuse. • Rien ne justifie que, sous le régime de la dispense pour financement de l'émetteur coté, les investisseurs n'aient pas les mêmes droits que les autres qui souscrivent des titres directement auprès de l'émetteur. • La non-imposition du même niveau de responsabilité que celui conféré par le régime de prospectus pourrait permettre à des émetteurs de s'enrichir injustement. <p>Un intervenant donne un exemple illustrant à quel point le montant de la responsabilité maximale de l'émetteur serait petit dans le cadre d'une action collective en</p>	<p>Nous avons pris acte des commentaires et avons décidé d'imposer le régime de sanctions civiles relatives au marché primaire.</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>dommages-intérêts. En effet, les souscripteurs ne pourraient même pas recouvrer la moitié de leur investissement, voire probablement moins, car ils devraient partager ce montant avec les acquéreurs du marché secondaire.</p> <p>Un intervenant recommande que soit appliqué au dossier d'information continue de l'émetteur le niveau de responsabilité conféré par le régime de prospectus au moment du placement afin d'inciter suffisamment l'émetteur à fournir de l'information complète, véridique et claire.</p>	
<p><i>b) L'imposition d'une responsabilité du niveau du régime de prospectus influencerait-elle sur les objectifs de la dispense?</i></p>		
22.	<p>Deux intervenants redoutent que l'imposition d'une responsabilité du niveau du régime de prospectus puisse nuire à l'atteinte des objectifs de la dispense pour financement de l'émetteur coté.</p> <p>Un intervenant estime que l'imposition d'une obligation de révéler de façon « complète, véridique et claire » tout fait important viendrait réduire considérablement le recours à la dispense. Il recommande toutefois l'application de l'obligation de ne fournir aucune information fausse ou trompeuse en conjonction avec les sanctions civiles relatives au marché primaire.</p> <p>Un intervenant est d'avis que l'imposition d'une responsabilité du niveau du régime de prospectus n'aurait pas une incidence défavorable importante sur la dispense.</p>	<p>Nous avons pris acte des commentaires et avons décidé d'imposer le régime de sanctions civiles relatives au marché primaire.</p>
23.	<p>L'un des intervenants ne croit pas que l'application d'une responsabilité du niveau du régime de prospectus fera augmenter les coûts afférents au contrôle diligent du placeur. À son avis, les émetteurs devraient pouvoir utiliser un document d'offre plus court et moins coûteux que le prospectus simplifié,</p>	<p>Nous avons pris acte des commentaires et avons décidé d'imposer le régime de sanctions civiles relatives au marché primaire.</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>tant que leur dossier d'information continue est rigoureux et complet et que le document d'offre n'apporte aucun fait nouveau important. Il fait également remarquer que les coûts demeureraient bas, car il n'y aurait aucune obligation de remplir des formulaires de renseignements personnels et d'obtenir le consentement d'un expert et d'un auditeur, l'information n'étant pas intégrée par renvoi dans le document d'offre.</p>	
<p><i>c) L'absence d'une responsabilité légale des courtiers se traduirait-elle par une baisse des normes d'information?</i></p>		
24.	<p>Deux intervenants considèrent que l'absence d'une responsabilité légale des courtiers ne se traduirait pas par une baisse des normes d'information, car les courtiers et les émetteurs demeureraient exposés au risque d'être poursuivis en justice par les investisseurs si l'information fournie n'était pas adéquate. L'un de ces intervenants s'attend à ce que les courtiers continuent d'effectuer un contrôle diligent strict pour veiller à ce que les documents d'offre ne comportent aucune information fausse ou trompeuse.</p> <p>Un intervenant est d'avis que l'imposition d'une responsabilité aux courtiers sert les investisseurs et l'intégrité des marchés des capitaux. Il estime que cette responsabilité est un garant important de la qualité du dossier d'information continue et du document d'offre de l'émetteur. Selon lui, la responsabilité du placeur et l'imposition à l'émetteur du niveau de responsabilité conféré par le régime de prospectus sont d'importants remparts contre la fraude et l'abus qui inspirent la confiance en nos marchés.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires, et avons décidé d'assujettir au régime de sanctions civiles relatives au marché primaire l'émetteur ainsi que, dans la plupart des territoires, tout dirigeant signant le document d'offre et tout administrateur de l'émetteur.</p> <p>Comme c'est le cas pour la majorité des autres dispenses de prospectus, nous avons décidé de ne pas imposer une responsabilité légale aux courtiers. Nous nous attendons à ce que les courtiers inscrits maintiennent leur contrôle diligent à l'égard de l'émetteur et de l'information fournie par celui-ci en vue s'acquitter de leurs obligations d'évaluation de la convenance en vertu de la législation en valeurs mobilières, laquelle prévoit les obligations de connaissance du client et du produit. Les courtiers inscrits participant à un placement privé pourraient engager leur responsabilité en common law et s'exposer au risque d'atteinte à leur réputation.</p>
25.	<p>Un certain nombre d'intervenants expriment des réserves quant à l'absence possible de courtiers inscrits dans les placements réalisés sous le régime de la dispense pour</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires.</p> <p>Nous avons décidé d'appliquer le régime de sanctions civiles relatives au marché primaire, avec ses voies de droit, à</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>financement de l'émetteur coté.</p> <p>L'un des intervenants soutient que c'est l'absence d'un courtier inscrit, et non celle de sa responsabilité, qui se traduirait par une baisse des normes d'information.</p> <p>Un intervenant fait remarquer que les financements réalisés par les émetteurs sans le contrôle diligent d'une personne inscrite sont souvent non conformes. Les frais auxquels donneront lieu un contrôle diligent adéquat de l'émetteur et de l'investisseur seront largement supérieurs aux économies que permettrait la dispense.</p>	<p>l'émetteur ainsi que, dans la plupart des territoires, à tout dirigeant attestant le document d'offre et à tout administrateur de l'émetteur.</p> <p>Comme c'est le cas pour la majorité des autres dispenses de prospectus, nous n'exigerons pas que le placement soit réalisé par un courtier inscrit; l'émetteur et ses mandataires devront déterminer, selon les indications fournies dans l'Instruction générale 45-106 et l'Instruction générale 31-103, s'ils exercent l'activité de courtier et seront tenus à l'obligation d'inscription.</p>
<p><i>d) L'imposition à l'émetteur de l'obligation de conclure un contrat de souscription de titres (afin d'accorder un droit contractuel de résolution) constitue-t-elle un fardeau excessif pour lui?</i></p>		
26.	<p>Quatre intervenants ont répondu à la question, et leurs réponses étaient variées.</p> <p>Un intervenant estime que la conclusion d'un contrat de souscription de titres ne constituerait pas un fardeau excessif, car il s'attend à l'élaboration rapide de contrats types à coût minimal pour les émetteurs.</p> <p>Deux intervenants jugent qu'il serait difficile et fastidieux de s'acquitter de cette obligation, et encouragent les ACVM à trouver une solution de rechange pour atteindre les objectifs des modifications. L'un d'eux laisse entendre que l'imposition de la responsabilité légale rendrait inutile la conclusion de contrats de souscription de titres.</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires. Puisque nous avons décidé d'imposer le régime de sanctions civiles relatives au marché primaire, cette question n'est plus pertinente.</p>
<p>Autres commentaires</p>		
27.	<p>Un intervenant recommande que la dispense pour financement de l'émetteur coté, si elle était adoptée, fasse l'objet d'un programme de surveillance. Rendre public le fait que les</p>	<p>Une fois adoptée la dispense pour financement de l'émetteur coté, le personnel des ACVM dans certains territoires entend effectuer des examens après les placements pour connaître la</p>

Annexe A

N°	Commentaires	Réponses
	<p>placements réalisés sous le régime de cette dispense feront l'objet d'un examen serré des ACVM pourrait contribuer à prévenir les abus.</p>	<p>façon dont les émetteurs y recourent et veiller à ce qu'ils en respectent les conditions. Par ailleurs, il effectuera en permanence des examens de l'information continue des émetteurs. Tel qu'il est mentionné dans l'Avis 51-312 du personnel des ACVM (révisé), <i>Programme d'examen harmonisé de l'information continue</i>, le personnel utilise divers outils pour cibler les émetteurs dont l'information est le plus susceptible de présenter des déficiences.</p>
28.	<p>La dispense pour financement de l'émetteur coté donne à entendre que les ACVM entreprennent une révision du système fermé et du système d'information réglementaire consacrés dans la législation en valeurs mobilières en vigueur, sans toutefois que l'avis des ACVM ne traite des implications de ce changement. Avant l'adoption de la dispense, les ACVM devraient tenir une consultation publique en bonne et due forme sur le système actuel et sa révision sous-entendue dans la dispense.</p> <p>Un intervenant recommande aux ACVM de procéder à un examen global des coûts et des avantages liés à la modification du système fermé en vue de concevoir un nouveau régime qui répond mieux aux besoins des marchés des capitaux canadiens. Il suggère que la dispense serve de fondement à un système modifié d'information intégrée combiné à un programme d'examen de l'information continue plus rigoureux. L'intervenant est toutefois conscient que la révision du système fermé serait une tâche colossale.</p>	<p>Nous prenons acte du commentaire. Par contre, il n'entre pas dans le cadre du projet.</p>