

RAPPORT SUR LES MARCHÉS DES CAPITAUX CANADIENS

RÉTROSPECTIVE ET PERSPECTIVES



DAVIES

Rapport sur les marchés des capitaux canadiens 2014

Rétrospective et perspectives



Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l. est un cabinet intégré qui compte environ 240 avocats et dont les bureaux sont situés à Montréal, à Toronto et à New York. Le cabinet, dont la pratique s'étend au-delà des frontières, est spécialisé en droit des affaires et se retrouve systématiquement au cœur des opérations commerciales et financières les plus importantes et les plus complexes pour le compte de ses clients.

→	1	Aperçu
<hr/>		
→	5	CHAPITRE 1
		Nouvelles exigences de la TSX concernant les PAPE
	7	Faire progresser des projets miniers qui ne sont pas à un stade suffisamment avancé
	8	Mettre un frein aux inscriptions déguisées
	9	Établissement du prix des options attribuées préalablement à un PAPE : quel en est le montant minimum ?
<hr/>		
→	11	CHAPITRE 2
		Placements marquants : le retour du reçu de versement ?
	13	Point de vue de l'investisseur
	14	Point de vue de l'émetteur
	14	Perspectives d'avenir
<hr/>		
→	17	CHAPITRE 3
		Vivre avec les nouvelles règles de commercialisation des placements publics
	19	Passage à un régime de commercialisation fondé sur des règles
	20	Nouvelles catégories de documents de commercialisation autorisés
	21	Règles de base des séances de présentation
	22	Réglementation inédite de la commercialisation de tranches autorisées par le supplément au prospectus préalable
	22	Règles supplémentaires entourant la précommercialisation en vertu de la dispense pour acquisition ferme
	23	Sondage d'intérêt
	24	Éviter les écueils potentiels
	25	Répercussions des nouvelles règles

→	27	CHAPITRE 4	Report de l'établissement d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada
	29		Nouvelle loi fédérale
	30		Report d'une étape de l'échéancier prévu
<hr/>			
→	31	CHAPITRE 5	Questions et tendances clés relatives à la gouvernance
	33		Diversité au sein des conseils d'administration
	34		Mandats à durée fixe et politiques de renouvellement
	35		Activisme actionnarial et outils stratégiques choisis
	37		Mise à jour sur d'autres questions de gouvernance
<hr/>			
→	39	CHAPITRE 6	Rémunération des candidats au conseil par les actionnaires : « laisses dorées » ou mesures incitatives valides ?
<hr/>			
→	43	CHAPITRE 7	Les autorités en valeurs mobilières envisagent une nouvelle réglementation du système de vote par procuration
<hr/>			
→	47	CHAPITRE 8	S'efforcer de suivre le rythme : les ACVM envisagent des règles supplémentaires sur la mobilisation de capitaux
	49		L'Ontario s'harmonise avec le reste du Canada, ou presque
	51		Porteurs de titres existants
	51		Financement participatif
	52		Dispenses de prospectus abandonnées
	53		Prochaines étapes

→	55	CHAPITRE 9
		Documents de placement sous chemise (<i>wrappers</i>) – Faits nouveaux
	57	Dispense
	57	Modifications proposées
	59	Modifications proposées aux règlements sur l’inscription pour les courtiers
<hr/>		
→	61	CHAPITRE 10
		Actualité sur la réglementation des dérivés : le Canada donne suite aux engagements du G-20
	64	Document de consultation sur l’inscription
	66	Règlement sur la compensation par contrepartie centrale
	67	Règlement sur les chambres de compensation
	67	Règlement sur la détermination des dérivés
	68	Règlement sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés
	70	Prochaines étapes : de nouveaux règlements
<hr/>		
	71	CHAPITRE 11
		Nouveautés du droit américain ayant un impact sur l’investisseur canadien
	73	Sollicitation générale permise dans le cadre de certains placements sans déclaration d’inscription
	75	Modifications proposées au <i>Regulation D</i> - Obligations d’information et de conformité supplémentaires
	78	Projet de <i>Regulation A+</i> – Mobilisation de capitaux par les petites sociétés
	81	Exclusion des criminels et autres « mauvais joueurs » des placements régis par la <i>Rule 506</i>
<hr/>		
→	84	Personnes-ressources

→ Aperçu

Après une année de croissance modeste, les marchés des capitaux semblent vouloir reprendre le dessus au début de 2014 à mesure que les économies mondiales continuent de sortir du resserrement budgétaire. Comme toujours, il convient de revenir sur l'expérience et les phénomènes qui ont marqué la dernière année afin de définir la stratégie pour l'année à venir. En 2013, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») ont continué à mettre l'accent sur l'adaptation aux tendances du marché et l'amélioration de l'efficacité des marchés. Plusieurs changements importants ont marqué l'année 2013, notamment l'initiative du ministre des Finances du gouvernement fédéral et de deux de ses homologues provinciaux visant l'établissement d'un organisme coopératif de réglementation des marchés des capitaux d'ici l'été 2015, ainsi que des modifications proposées et mises en œuvre de nombreux règlements.

Nous prévoyons que les changements et les tendances de l'année 2013 continueront à façonner les marchés des capitaux canadiens en 2014. C'est de cette toile de fond que se dégagent les grandes questions et les changements dont nous traitons dans cette quatrième édition du rapport annuel de Davies portant sur l'année écoulée et celle à venir pour les marchés des capitaux canadiens :

- À la suite des indications au sujet des premiers appels publics à l'épargne que les ACVM avaient données aux participants au marché en 2012, la Bourse de Toronto (la « TSX » ou la « Bourse ») a proposé en 2013 de nouvelles lignes directrices à l'intention des participants souhaitant réaliser un appel public à l'épargne. Sous la rubrique **Nouvelles exigences de la TSX concernant les PAPE**, nous examinons ces lignes directrices proposées et l'effort visant l'équilibre entre la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés des capitaux pour les émetteurs inscrits.
- L'année 2013 a vu un retour du reçu de versement sur les marchés des capitaux canadiens. Sous la rubrique **Placements marquants : le retour du reçu de versement ?**, nous décrivons le mécanisme des reçus de versement et la place que ceux-ci occupent sur les marchés des capitaux canadiens.
- L'été dernier, des modifications de taille ont été apportées aux règles régissant les activités de commercialisation des placements publics au Canada. Ce passage à un régime dorénavant axé sur des règles signifie que les émetteurs et les preneurs fermes, ainsi que leurs conseillers juridiques, doivent consacrer beaucoup plus de temps et d'attention à toute activité de commercialisation proposée en vue d'un placement public. Sous la rubrique **Vivre avec les nouvelles règles de commercialisation des placements**

publics, nous faisons le point sur certains aspects clés des nouvelles règles en nous concentrant sur les questions susceptibles de créer des tensions.

- Les gouvernements de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Canada continuent de négocier les détails concernant leur initiative visant la mise en place d'un régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux au plus tard le 1^{er} juillet 2015. Sous la rubrique **Report de l'établissement d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada**, nous résumons les principales composantes du régime coopératif proposé et la nouvelle loi fédérale connexe; nous faisons également une mise à jour sur le report récemment annoncé des étapes de mise en œuvre du projet.
- La gouvernance continue d'être un sujet d'actualité brûlant au Canada. Certaines tendances du paysage réglementaire de 2013 qui ont fait la une de l'actualité, comme la promotion de la diversité au sein des conseils, l'imposition de mandats à durée fixe et de limites à la durée des fonctions des administrateurs, ainsi que la montée de l'activisme actionnarial, devraient se poursuivre en 2014. Nous en discutons sous la rubrique **Questions et tendances clés relatives à la gouvernance**.
- Le phénomène récurrent de l'activisme actionnarial et des courses aux procurations rend de plus en plus difficile le recrutement de candidats compétents pour l'élection aux conseils d'administration, ce qui a amené certains activistes à mettre en œuvre des mécanismes de rémunération des candidats aux postes d'administrateurs. Ces mécanismes ont fait l'objet d'une attention renouvelée au Canada au cours de la dernière année, particulièrement après la course aux procurations entre JANA Partners et Agrium. Nous en traitons sous la rubrique **Rémunération des candidats au conseil par les actionnaires : « laisses dorées » ou mesures incitatives valides ?**
- Davies a publié un examen approfondi de la structure du vote par procuration en 2010; en réaction, les ACVM ont entrepris un processus de consultation pour établir quelles modifications seraient nécessaires pour veiller à l'intégrité et à la fiabilité du système de vote par procuration au Canada. Sous la rubrique **Les autorités en valeurs mobilières envisagent une nouvelle réglementation du système de vote par procuration**, nous examinons ces faits nouveaux et ces initiatives réglementaires récentes.
- Le sentiment général selon lequel l'actuel régime du marché non-réglementé au Canada n'aurait pas suivi l'évolution des autres participants au marché mondial a incité les ACVM à entreprendre un examen du régime actuel et à envisager un certain nombre de nouvelles dispenses de prospectus qui faciliteraient la mobilisation de capitaux, particulièrement pour les émetteurs qui sont de petite ou moyenne taille. Nous nous

penchons sur cette initiative sous la rubrique **S'efforcer de suivre le rythme : les ACVM envisagent des règles supplémentaires sur la mobilisation de capitaux.**

- L'an dernier, Davies a joué un rôle important dans la réorganisation des placements privés de titres étrangers au Canada pour certains courtiers en valeurs mobilières, ouvrant ainsi la voie à des modifications législatives proposées qui permettraient à tous les courtiers dans une situation similaire d'avoir accès à la dispense. Nous passons en revue les modifications législatives proposées sous la rubrique **Documents de placement sous chemise (wrappers) – Faits nouveaux.**
- Après la crise financière, les pays du G-20 ont convenu de renforcer la réglementation de leurs marchés de produits dérivés négociés hors bourse. En 2013, une étape importante a été franchie vers la réalisation de ces engagements par le Canada lors de l'adoption de nouvelles lois sur la détermination des produits dérivés, les dépositaires centraux et la déclaration de données sur les produits dérivés. Nous proposons un aperçu des nouvelles règles ainsi que d'autres initiatives de réglementation dans ce domaine sous la rubrique **Actualité sur la réglementation des dérivés : le Canada donne suite aux engagements du G-20.**
- Enfin, sous la rubrique **Nouveautés du droit américain ayant un impact sur l'investisseur canadien**, nous examinons plusieurs points saillants de l'évolution réglementaire aux États-Unis au cours de la dernière année, dont les initiatives visant à permettre des activités de sollicitation générale dans le cadre de certains placements effectués sans déclaration d'inscription.

01

Nouvelles exigences de la TSX concernant les PAPE

01

**Nouvelles
exigences
de la TSX
concernant
les PAPE**



Au cours de 2012, les ACVM ont publié des lignes directrices à l'intention des participants au marché sur un certain nombre d'éléments importants pour les PAPE, dont les états financiers, la dilution et des questions touchant les rapports techniques. En phase avec cette tendance, en 2013, la TSX a introduit et proposé de nouvelles lignes directrices à l'intention des participants au marché qui envisagent d'effectuer un PAPE. La Bourse se joint ainsi aux efforts continus des autorités de réglementation visant à trouver un équilibre entre la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés financiers.

→ Faire progresser des projets miniers qui ne sont pas à un stade suffisamment avancé

De nombreux émetteurs du secteur minier cherchent à s'inscrire à la cote de la TSX dans la catégorie des « sociétés d'exploration et des nouvelles sociétés ». Ces émetteurs doivent avoir au moins une propriété dont la continuité de minéralisation a été établie à des teneurs intéressantes du point de vue économique et décrite dans un rapport technique conforme aux exigences du Règlement 43-101. Si les géologues de la TSX vérifiant le rapport technique conviennent que la propriété a des teneurs intéressantes du point de vue économique, celle-ci sera considérée comme étant à un « stade avancé » pour l'application des exigences d'inscription de la TSX.

En novembre 2013, le personnel de la TSX a publié un avis apportant des précisions quant au sens de l'expression « teneurs intéressantes du point de vue économique » et aux facteurs dont la TSX tient compte pour évaluer si une propriété est à un stade avancé. L'avis du personnel portait principalement sur les projets de produits en vrac en région éloignée et l'importance des infrastructures dans la détermination de la viabilité économique de ces projets.

Les émetteurs ayant des projets de produits en vrac en région éloignée doivent présenter à la TSX le plan qu'ils comptent suivre pour développer les infrastructures nécessaires à l'expédition des produits à des marchés cibles à un coût raisonnable, ou pour obtenir accès à de telles infrastructures. Idéalement, les besoins en infrastructures et les coûts s'y rattachant devraient être exposés dans une évaluation économique préliminaire, une étude de préfaisabilité ou une étude de faisabilité établies par une personne qualifiée indépendante ou sous la supervision de celle-ci.

La Bourse a également noté que les projets en région éloignée ou isolée, qu'il s'agisse ou non de projets de produits en vrac, qui sont également loin de leurs

01

Nouvelles exigences de la TSX concernant les PAPE

marchés cibles ne seront probablement pas considérés comme économiques étant donné leur faible valeur intrinsèque. Ce point de vue pourrait représenter un obstacle pour les émetteurs qui ont des projets en Amérique du Nord ou du Sud et dont les marchés cibles sont l'Asie ou l'Inde.

L'avis du personnel révèle clairement la position de la TSX, que partagent sans doute de nombreux participants au marché, selon lequel les projets de produits en vrac en région éloignée ou isolée comportent des risques supplémentaires pour les investisseurs. La Bourse accorde de l'importance à l'évaluation économique préliminaire, à l'étude de pré faisabilité ou à l'étude de faisabilité comme outil de présentation des coûts relatifs aux infrastructures forçant ainsi les émetteurs à trouver des moyens de financer l'établissement d'un rapport avant d'avoir accès à l'inscription à la cote de la TSX, mais la vérification indépendante de la viabilité du projet vient néanmoins améliorer la protection des investisseurs.

➔ **Mettre un frein aux inscriptions déguisées**

À la fin de 2013, la TSX a proposé des modifications à la réglementation des prises de contrôle inversées, aussi appelées « inscriptions déguisées ». Dans son avis, la TSX s'interrogeait sur l'intérêt de s'attarder plus particulièrement aux inscriptions déguisées qui conduisent l'émetteur assujéti à établir un lien important avec le territoire d'un marché émergent. Comme nous l'avons noté dans notre rapport sur les marchés des capitaux de 2013, la réglementation touchant les émetteurs des marchés émergents retient fortement l'attention des autorités canadiennes en valeurs mobilières à cause du nombre d'émetteurs qui ne se conforment pas à leurs obligations d'information. De nombreux émetteurs des marchés émergents ont eu accès aux marchés canadiens par le truchement d'inscriptions déguisées. À la fin de 2012, la TSX et la Bourse de croissance TSX ont publié un document de consultation sollicitant des commentaires quant à l'intérêt d'adopter de nouvelles lignes directrices pour encadrer l'inscription des émetteurs des marchés émergents. Les modifications proposées semblent, en partie, répondre aux préoccupations soulevées par le document de consultation et en réponse à celui-ci.

La TSX exige actuellement que l'entité qui est inscrite à sa cote par suite d'une inscription déguisée respecte les exigences d'inscription initiales. Une opération constitue généralement une inscription déguisée si les conditions suivantes sont réunies : a) les porteurs de titres actuels de l'émetteur assujéti détiennent moins de 50 % des titres avec droit de vote à la suite

de l'opération et b) l'opération a une incidence importante sur le contrôle de l'émetteur assujetti. Les modifications proposées, qui ne prévoient aucun critère absolu, augmentent la liste de facteurs dont la Bourse tient compte, comme les changements dans les affaires ou la direction (y compris les membres du conseil) de l'émetteur assujetti, ainsi que les changements touchant les droits de vote, la propriété des titres, la dénomination et la structure du capital de l'émetteur et d'autres facteurs qui peuvent être pertinents dans les circonstances en cause.

Les modifications proposées confèrent aussi à la TSX le pouvoir discrétionnaire de considérer une opération comme une inscription déguisée même si elle n'en est pas une par ailleurs. Ce pouvoir, s'il est maintenu dans la version définitive, avec la liste étendue des facteurs à considérer, permettra à la Bourse de soumettre un émetteur à l'examen plus poussé qu'elle effectue au moment de l'inscription initiale, si les circonstances le justifient. La Bourse aurait sans doute trouvé cet outil fort utile dans ses évaluations antérieures de nombreux émetteurs des marchés émergents.

→ Établissement du prix des options attribuées préalablement à un PAPE : quel en est le montant minimum ?

La question de l'établissement du prix des titres émis préalablement à un PAPE a elle aussi fortement retenu l'attention des ACVM ces derniers temps. Comme nous l'avons mentionné l'an dernier dans notre rapport sur les marchés des capitaux, en 2012, les ACVM ont adopté des lignes directrices concernant l'entiercement des actions « bon marché » émises au cours de la période précédant le PAPE d'un émetteur. Ces lignes directrices visent le cas où l'émetteur a émis un nombre exceptionnellement élevé d'actions préalablement au PAPE moyennant une contrepartie en espèces minime. Dans le même ordre d'idées, la TSX impose maintenant officiellement une exigence d'inscription supplémentaire relativement à l'établissement du prix des options attribuées préalablement à un PAPE.

En vertu des règles existantes de la TSX, les options sur actions attribuées par un émetteur assujetti ne peuvent être assorties d'un prix d'exercice inférieur au cours des titres inscrits à la date d'attribution. Dans le contexte d'un PAPE, la TSX considérera habituellement le prix d'offre des titres visés par le PAPE comme étant le cours des titres d'un émetteur. Par conséquent, les émetteurs cherchant à s'inscrire à la cote de la TSX dans le cadre d'un PAPE devront

01

Nouvelles exigences de la TSX concernant les PAPE

probablement annuler les options attribuées dans les trois mois précédant le dépôt du prospectus provisoire visant le PAPE, ou en réviser le prix, si ces options ont été attribuées à un prix d'exercice qui est inférieur au prix d'offre dans le cadre du PAPE.

Toutefois, la TSX a indiqué que cette exigence ne sera pas rigoureusement appliquée dans toutes les circonstances. Par exemple, la TSX pourrait accepter des options dont le prix d'exercice est égal au prix auquel les titres visés ont été émis aux termes d'une importante opération de financement avec des personnes sans lien de dépendance. Une telle flexibilité permet aux émetteurs d'attribuer des options aux personnes ayant prêté leur concours à une opération de financement réussie avant le PAPE, solution de rechange utile au paiement d'une commission en espèces, tout en évitant que les souscripteurs dans le cadre du PAPE subissent l'effet d'une dilution importante immédiate.

02

Placements marquants : le retour du reçu de versement ?

02

Placements
marquants : le
retour du reçu de
versement ?



En 2013, les marchés financiers canadiens ont vu le retour du reçu de versement, instrument qui permet à l'investisseur de payer des titres par versements. Les placements par voie de prospectus de titres d'emprunt et de titres de capitaux propres attestés par des reçus de versement ont déjà été assez courants, mais sont devenus plus rares depuis l'introduction du reçu de souscription. Les reçus de versement nécessitent un paiement initial à la clôture, le solde du prix d'achat étant payé en un ou deux versements au cours d'une période maximale de deux ans. Ils permettent ainsi aux investisseurs de bénéficier immédiatement de tous les avantages de la propriété d'un titre sans avoir à payer le prix d'achat intégral d'entrée de jeu.

Les opérations effectuées au moyen de reçus de versement, populaires dans les années 1990, ont été utilisées par des émetteurs comme Rio Algom, Sherritt International et Brascan. Elles ont connu un retour en force en décembre lorsque Fortis Inc. a annoncé un placement de 1,8 milliard de dollars de débentures convertibles à 4 % pour l'aider à financer l'acquisition de la société de l'Arizona UNS Energy Corp. Des débentures d'un capital d'environ 1,6 milliard de dollars ont été vendues dans le cadre d'un appel public à l'épargne par voie d'acquisition ferme, le solde étant vendu à des institutions dans le cadre d'un placement privé au même moment. La clôture du placement a eu lieu en janvier de cette année.

Pour chaque tranche de 1 000 dollars de débentures achetée, les investisseurs ont payé 333 dollars à la clôture du placement et se sont engagés à payer le solde de 667 dollars dès que les conditions de clôture de l'acquisition seraient remplies. Tant que le dernier versement n'est pas payé, la participation de l'investisseur dans la débenture est attestée par un reçu de versement qui se négocie à la Bourse de Toronto. L'obligation de payer le dernier versement est garantie par la mise en gage de la débenture attestée par le reçu de versement.

Dès le paiement du dernier versement, les débentures sont libérées du gage et l'investisseur a le droit de convertir les débentures en actions ordinaires de Fortis au prix de 30,72 dollars l'action. Les investisseurs sont fortement incités à convertir leurs débentures étant donné qu'à la date de paiement du dernier versement le taux d'intérêt sur celles-ci chute à 0 % pour le reste de la durée de 10 ans des débentures. Si la clôture de l'acquisition n'a pas lieu, les reçus de versement représentant le versement initial sont remboursés, majorés de l'intérêt couru et impayé.

Point de vue de l'investisseur

En ne payant initialement que le tiers du prix d'achat et en recevant l'intérêt sur le capital intégral de la débenture, les investisseurs réalisent un rendement effectif de 12 % sur un titre d'emprunt de qualité. Le solde du prix d'achat peut être affecté ailleurs jusqu'à l'exigibilité du deuxième versement.

02

Placements marquants : le retour du reçu de versement ?

Contrairement à un reçu de souscription classique, à l'égard duquel les investisseurs touchent un paiement d'équivalent de dividendes uniquement au moment de recevoir les actions ordinaires, les investisseurs dans le cadre de cette structure de reçus de versement reçoivent des paiements d'intérêts trimestriels réguliers jusqu'à ce qu'ils convertissent leurs débetures en actions ordinaires.

Lorsque les débetures sont converties à une date qui tombe au plus tard 18 mois après la clôture du placement, les investisseurs acquièrent des actions ordinaires de Fortis au prix correspondant à leur cours à la date de l'annonce du placement. Le prix de conversion constituait en fait un escompte modeste par rapport au cours à la date de l'annonce.

➔ Point de vue de l'émetteur

L'obtention de capitaux importants à l'annonce d'une acquisition apporte la certitude quant au coût du capital et élimine le risque éventuel lié au marché. Les reçus de versement peuvent être offerts à des investisseurs qui cherchent à réaliser un rendement en attendant de convertir leurs titres en actions ordinaires.

Contrairement au produit de reçus de souscription, qui est initialement détenu par un agent d'entiercement, l'émetteur reçoit le produit du versement initial, qu'il peut investir ou affecter au remboursement progressif d'une dette pour atténuer les intérêts débiteurs sur les débetures non remboursées.

À la différence d'un placement d'actions ordinaires, un placement effectué au moyen de reçus de versement se traduit par une dilution moindre de la structure du capital et du bénéfice de l'émetteur durant la période précédant la clôture de l'acquisition. Si la clôture de l'acquisition n'a pas lieu, aucune dilution ne se produira.

➔ Perspectives d'avenir

Les reçus de versement apportent aux investisseurs une solution attirante sur les marchés financiers lorsque des reçus de souscription classiques ne sont pas offerts. Dans le présent cas, Fortis devait tenir compte de la possibilité que la clôture de l'acquisition puisse ne pas avoir lieu dans le délai de 12 mois que le marché a toujours accepté pour les reçus de souscription. Les investisseurs effectuant un placement dans des titres attestés par des reçus de versement sont attirés par le rendement intéressant, les paiements d'intérêts réguliers et

le prix de conversion. Toutefois, nous prévoyons que leur complexité relative et leur manque de reconnaissance sur le marché feront en sorte que les reçus de versement continueront d'être utilisés dans des circonstances relativement limitées.

03

Vivre avec les nouvelles règles de commercialisation des placements publics

03

Vivre avec les
nouvelles règles de
commercialisation
des placements
publics



L'été dernier, des modifications importantes ont été apportées aux règles régissant les activités de commercialisation des placements publics au Canada. Un régime reposant sur les nouvelles règles a remplacé l'ancien régime de commercialisation, qui était fondé sur des politiques et des pratiques, par un régime fondé sur des règles. Bien que plusieurs des nouvelles règles ne font que codifier et clarifier les meilleures pratiques antérieures, certaines d'entre elles peuvent entrer en conflit avec la réalité et les pratiques commerciales. Les nouvelles règles créent également pour les investisseurs un moyen plus direct d'exercer des recours contre les émetteurs et les preneurs fermes en cas d'insuffisance de l'information transmise lors de la commercialisation et imposent de nouvelles conditions entourant la commercialisation. Ces modifications forcent ainsi les émetteurs, les preneurs fermes et leurs conseillers juridiques à consacrer beaucoup plus de temps et d'attention aux activités de commercialisation.

Nous soulignons ci-dessous certains aspects clés de ces nouvelles règles, en mettant l'accent sur certaines sources de tension éventuelle. Pour consulter un sommaire détaillé des nouvelles règles, voir notre publication du 31 mai 2013, intitulée « [Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières adoptent des modifications importantes aux règles de commercialisation des placements publics](#) ».

→ Passage à un régime de commercialisation fondé sur des règles

Le principe de base de l'ancien régime de commercialisation était que le prospectus devait être le seul document d'information servant à solliciter des opérations dans le cadre d'un placement public. Ceci s'inscrivait dans la logique de nombreuses politiques, y compris l'égalité d'accès à l'information importante pour tous les investisseurs, la protection des investisseurs (par l'imposition de sanctions en cas d'information fausse ou trompeuse) et la dissuasion des opérations d'initiés. En outre, l'interdiction générale à l'encontre de la commercialisation concernant le prospectus n'était assortie que de quelques exceptions limitées dont la concision nécessitait une approche de principe pour évaluer quelles activités de commercialisation étaient permises.

Les nouvelles règles modifient le régime de commercialisation sur quelques aspects importants :

- elles règlementent de façon détaillée les documents écrits dont l'utilisation est autorisée aux fins de commercialisation;

03

Vivre avec les nouvelles règles de commercialisation des placements publics

- elles codifient les pratiques existantes et ajoutent des conditions et des limites au recours à la dispense pour acquisition ferme;
- elles établissent une nouvelle dispense applicable aux activités de précommercialisation qui permet de sonder l'intérêt pour un éventuel premier appel public à l'épargne.

Bien que les règles aient été modifiées, les objectifs des politiques demeurent les mêmes. En fait, les nouvelles règles visent à combler un certain nombre de lacunes perçues dans l'atteinte de ces objectifs. Plus particulièrement, elles augmentent la protection des investisseurs en rendant les émetteurs et leurs preneurs fermes responsables de l'insuffisance de l'information dans les documents de commercialisation en exigeant que ces documents (sous réserve de certaines exceptions) fassent partie du prospectus. Elles visent également à répondre aux préoccupations toujours présentes concernant l'égalité d'accès en exigeant que les émetteurs déposent les documents de commercialisation le jour même de leur première utilisation. Bien que la divulgation sélective d'information dans les documents de commercialisation aurait été interdite en vertu de la législation antérieure applicable, cette nouvelle exigence de dépôt vise à assurer une plus grande transparence.

➔ Nouvelles catégories de documents de commercialisation autorisés

Les nouvelles règles créent deux nouvelles catégories de documents écrits, les « sommaires des modalités types » et les « documents de commercialisation », que les courtiers peuvent fournir à des investisseurs éventuels durant le délai d'attente (c'est-à-dire, la période entre la réception des visas pour le prospectus provisoire et le prospectus final), si certaines conditions sont respectées. Chaque nouvelle catégorie répond à un besoin distinct et des règles différentes en régissent l'utilisation et le contenu. Toutefois, elles partagent une exigence clé : toute l'information qui y figure doit être communiquée dans le prospectus déposé ou en être tirée (à l'exclusion, dans le cas des documents de commercialisation, de l'« information comparative »). Le sommaire des modalités type est le moyen le plus simple de présenter les modalités d'un nouveau placement à des investisseurs éventuels. Toutefois, en pratique, il est rarement utilisé car les limitations quant au contenu sont trop restrictives pour la plupart des placements.

L'utilisation des documents de commercialisation est soumise à deux exigences clés : (1) l'émetteur doit déposer publiquement un modèle des documents de

commercialisation au plus tard le jour de leur première utilisation et (2) ce modèle doit faire partie du prospectus définitif. Toutefois, toute communication d'« information comparative » (à condition qu'elle figure dans une rubrique distincte) peut être caviardée dans le modèle déposé (et ne pas faire partie du prospectus) si une version complète et non caviardée est présentée à titre confidentiel aux commissions des valeurs mobilières compétentes. D'autres conditions incluent l'approbation préalable (par l'émetteur et le courtier chef de file) d'un modèle des documents de commercialisation et la remise (par le preneur ferme visé) d'un exemplaire du prospectus déposé avec les documents de commercialisation.

→ Règles de base des séances de présentation

Les séances de présentation constituent une pratique de commercialisation acceptée de longue date. Les nouvelles règles de commercialisation codifient la pratique et établissent quelques règles de base administratives. Il convient de noter que les nouvelles règles régissent clairement toutes les communications écrites utilisées lors des séances de présentation, notamment dans les cas où l'on présente ces documents à l'investisseur sans autoriser ce dernier à les conserver ni à en tirer des copies (par exemple, un diaporama durant une séance de présentation en ligne).

Bien que les nouvelles règles de commercialisation couvrent largement les communications écrites servant à commercialiser un placement public, elles ne réglementent pas les communications verbales (ni, d'ailleurs, les documents de commercialisation ayant trait à des placements privés). Les lois préexistantes applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation sélective d'information réglementent quant à elles les communications verbales. En règle générale, les communications verbales faites à des séances de présentation devraient se limiter à l'information qui figure dans le prospectus. Dépasser ce cadre du contenu du prospectus peut donner lieu à des prétentions de communication sélective ou de communication insuffisante dans le prospectus. En outre, des communications verbales fausses ou trompeuses peuvent donner ouverture à la responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire et sont généralement interdites par les lois canadiennes sur les valeurs mobilières.

➔ **Réglementation inédite de la commercialisation de tranches autorisées par le supplément au prospectus préalable**

Les nouvelles règles régissent aussi les activités de commercialisation ayant trait à une tranche autorisée par un supplément au prospectus préalable valide. En règle générale, les nouvelles règles régissant l'utilisation des sommaires des modalités types et des documents de commercialisation ainsi que le déroulement des séances de présentation pendant le délai d'attente s'appliquent aussi après ce délai. Il s'agit d'un changement important sur le plan juridique. Avant les nouvelles règles, les activités de commercialisation pendant la période postérieure au visa (la période qui suit le délai d'attente dans les cas où le visa du prospectus définitif est déjà octroyé) n'étaient pas expressément réglementées. Les nouvelles règles interdisent formellement aux courtiers de fournir des sommaires des modalités types ou des documents de commercialisation s'ils ne respectent pas les conditions applicables. Bien qu'il s'agisse d'un changement important sur le plan juridique, cette nouvelle réglementation n'a pas fondamentalement modifié le contenu des documents de commercialisation fournis relativement au placement typique d'une tranche autorisée. Toutefois, elle pourrait grandement limiter les pratiques de commercialisation préalables en ce qui concerne les émetteurs ayant recours à un supplément au prospectus préalable. En pratique, les courtiers ne pourront pas utiliser des documents de commercialisation à des fins de « sondage discret » quant à un placement de titres d'emprunt éventuel par un émetteur ayant recours à un supplément au prospectus préalable parce qu'il serait nécessaire de déposer publiquement les documents dès leur premier jour d'utilisation.

➔ **Règles supplémentaires entourant la précommercialisation en vertu de la dispense pour acquisition ferme**

La règle fondamentale des lois canadiennes sur les valeurs mobilières interdit de demander des indications d'intérêt à l'égard d'un placement public envisagé

avant l'obtention du visa du prospectus provisoire. Les « acquisitions fermes », toutefois, font l'objet d'une exception limitée face à cette interdiction de précommercialisation. Les nouvelles règles élargissent cette dispense pour acquisition ferme en autorisant expressément les preneurs fermes à utiliser les sommaires des modalités types et les documents de commercialisation et à tenir des séances de présentation dans la période comprise entre l'annonce de l'acquisition ferme et l'octroi du visa du prospectus provisoire. Les nouvelles règles ajoutent aussi un certain nombre de conditions et de limitations quant à la possibilité de se prévaloir de la dispense pour acquisition ferme. Bien que bon nombre de ces conditions et limitations soient généralement conformes aux pratiques actuelles du marché (par exemple, l'absence de toute clause de sauvegarde dans le « contrat d'acquisition ferme »), on retrouve également un certain nombre de limitations nettes qui n'existaient pas auparavant (par exemple, l'imposition d'une limite absolue à toute augmentation, soit 100 % du montant de l'opération d'origine).

Parmi les nouvelles limitations, on retrouve une restriction à la possibilité d'apporter certaines modifications aux modalités prévues dans le « contrat d'acquisition ferme » (c'est-à-dire, la lettre d'offre initiale ainsi que la version plus générale de la convention de prise ferme qui la remplace). La restriction inclut une interdiction de réduire le montant des titres à acquérir, ou leur prix, avant le quatrième jour ouvrable qui suit le contrat d'acquisition ferme initial. Même lorsqu'une telle réduction serait recommandable tant du point de vue de l'émetteur que de celui du preneur ferme, il est peu probable que cette option soit viable sur le plan commercial compte tenu du délai imposé.

Sondage d'intérêt

Les nouvelles règles élargissent également l'éventail des activités de précommercialisation permises grâce à une nouvelle dispense autorisant le « sondage d'intérêt » pour un premier appel public à l'épargne. Cette dispense permet au courtier de sonder l'intérêt pour un premier appel public à l'épargne envisagé par un émetteur à capital fermé au moyen d'échanges confidentiels limités avec des investisseurs qualifiés. Toutefois, la dispense est assortie d'un certain nombre de conditions, dont quelques-unes pourraient être difficiles à respecter. Par exemple, la dispense autorise le courtier à faire du démarchage pour le compte de l'émetteur, mais elle ne s'applique pas au démarchage équivalent fait par la direction de l'émetteur. Par conséquent, lorsqu'un courtier se prévaut de la dispense, on ne sait pas dans quelle mesure la direction peut participer aux réunions tenues par le courtier avec des investisseurs éventuels.

→ Éviter les écueils potentiels

Si les participants au marché se sont bien adaptés, pour la plupart d'entre eux, les nouvelles règles ne sont pas encore devenues une seconde nature. Un certain nombre de nouvelles exigences sont plutôt techniques et ne sont, souvent, pas intuitives. Par conséquent, il importe que les émetteurs, les preneurs fermes et leurs conseillers juridiques respectifs gardent à l'esprit les nouvelles exigences dans un placement public pour éviter tout manquement involontaire et pour mettre à jour et résoudre les conflits d'intérêts potentiels.

COMMUNICATIONS ÉCRITES

Il convient de déterminer dès le début quelles communications écrites peuvent être utilisées pour commercialiser le placement et s'il s'agit de « sommaires des modalités types » ou de « documents de commercialisation ». Des règles différentes gèrent chaque catégorie de communications écrites. Les « sommaires des modalités type » nécessitent nettement moins de conditions, néanmoins selon notre expérience, la plupart des sommaires des modalités ne constitueront pas un « sommaire des modalités type ».

La conformité aux conditions régissant les documents de commercialisation exige qu'un certain nombre de mesures soient prises avant leur première utilisation. Dans le cas des présentations aux investisseurs, la préparation d'avance est cruciale pour accorder aux conseillers juridiques (et, le cas échéant, aux auditeurs et personnes qualifiées de l'émetteur) le temps nécessaire pour en faire l'examen et évaluer et préparer la communication nécessaire de toute information « comparative » qui doit être caviardée. En outre, lorsque le placement est réalisé au Québec, une version traduite doit être déposée au plus tard au moment où les documents de commercialisation sont intégrés dans le prospectus. Bien que les nouvelles règles exigent uniquement que les documents de commercialisation soient intégrés dans le prospectus définitif, l'émetteur peut choisir de les intégrer dans le prospectus provisoire pour s'assurer de respecter l'exigence voulant que toute l'information dans ces documents soit incluse dans le prospectus provisoire.

DISPENSE POUR ACQUISITION FERME

Compte tenu des nombreuses conditions expresses prévues par les nouvelles règles, lorsqu'on se prévaut de la dispense pour acquisition ferme, il importe de veiller à ce que ces conditions soient respectées. La plupart des courtiers ont mis à jour leur lettre d'offre standard pour qu'elle soit conforme aux modalités d'un « contrat d'acquisition ferme » acceptable en vertu des nouvelles règles;

néanmoins si une ancienne lettre d'offre est utilisée, elle risque de ne pas être conforme. Par exemple, la lettre d'offre peut prévoir que l'engagement est conditionnel à ce que d'autres se joignent au syndicat, ce qui est incompatible avec les nouvelles exigences entourant les clauses de confirmation. Il existe également le risque que la convention de prise ferme qui remplace la lettre d'offre ne soit pas conforme. Par exemple, elle peut prévoir un droit de résiliation qui équivaut à une clause de sauvegarde ou qui modifie par ailleurs illégalement les modalités de la lettre d'offre initiale. Bien que les clauses de sauvegarde n'aient jamais été appropriées pour une acquisition ferme sur le plan commercial, les conventions d'acquisition ferme en ont souvent contenues dans le passé.

→ Répercussions des nouvelles règles

À ce jour, ces nouvelles règles n'ont pas beaucoup changé la manière dont les courtiers commercialisent la plupart des placements publics au Canada. À bien des égards, elles ont simplement remplacé les meilleures pratiques par des règles expresses : c'est un grand pas en avant qui apporte plus de certitude aux participants au marché. Toutefois, comme c'est souvent le cas lorsque la réglementation passe de la politique à l'obligation, il existe un certain nombre d'éléments qui ne cadrent pas avec la réalité et les pratiques commerciales. En outre, il existe encore un certain nombre d'éléments ambigus à l'égard desquels les pratiques du marché sont encore en voie d'évolution.

Dans la majorité des cas, la plus importante répercussion concernant les nouvelles règles se fera sentir au chapitre du temps et de l'attention supplémentaires à consacrer aux documents de commercialisation, surtout lorsque des documents de présentation aux investisseurs sont utilisés. Bien que la meilleure pratique ait toujours été de veiller à ce que l'information figurant dans ces documents soit conforme au prospectus, l'inclusion de ces documents dans le prospectus fait monter les enjeux. Par conséquent, toutes les parties visées doivent maintenant examiner plus attentivement les documents. Il sera également nécessaire de consacrer plus de temps et d'attention aux exigences administratives supplémentaires, y compris la traduction des documents de commercialisation lorsque le placement est réalisé au Québec.

04

Report de l'établissement d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada

04

Report de
l'établissement d'un
organisme unique de
réglementation des
valeurs mobilières
au Canada



En septembre 2013, les ministres des Finances de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Canada ont annoncé leur entente visant la mise en place d'un régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux. Le régime coopératif viserait à mettre en place un organisme unique de réglementation des marchés des capitaux (l'« ORMC ») chargé d'administrer la législation provinciale et fédérale ainsi qu'un seul ensemble de règlements conçus pour protéger les investisseurs, promouvoir l'efficacité des marchés et gérer le risque systémique. L'ORMC serait aussi chargé de l'élaboration des politiques et de l'adoption de règlements, des activités de réglementation et des mesures d'application de la loi et il serait doté d'un tribunal d'arbitrage indépendant et distinct.

Voici certaines des principales composantes du régime coopératif :

- Chaque gouvernement provincial et territorial participant adoptera une loi uniforme portant sur toutes les questions visées par la législation provinciale actuelle en valeurs mobilières.
- Le gouvernement fédéral adoptera une loi complémentaire portant sur les questions criminelles et les questions relatives au risque systémique dans les marchés des capitaux nationaux et à la collecte de données à l'échelle nationale.
- L'ORMC administrera la législation provinciale et fédérale conformément au pouvoir délégué par les administrations participantes.
- Un seul barème simplifié permettra à l'ORMC de s'autofinancer et n'imposera pas de coûts superflus ou disproportionnés aux participants des marchés.
- Pendant la période de transition, le gouvernement fédéral financera les provinces et les territoires qui perdront des revenus nets suivant le passage au régime coopératif.
- L'ORMC disposera d'un bureau général de direction situé à Toronto et de bureaux de réglementation dans chacune des provinces participantes.

Nouvelle loi fédérale

La nouvelle loi fédérale servira de « plate-forme » législative. Au lieu de contenir des dispositions détaillées, elle déléguera à l'ORMC les pouvoirs suivants :

- l'adoption de règlements d'application nationale (y compris dans les administrations non participantes) concernant le risque systémique dans les marchés des capitaux nationaux et la collecte de données à l'échelle nationale;

04

Report de
l'établissement d'un
organisme unique de
réglementation des
valeurs mobilières
au Canada

- l'adoption d'ordonnances concernant les pratiques qui, selon l'ORMC, donnent lieu à un risque systémique dans les marchés des capitaux nationaux;
- l'exercice de pouvoirs en cas d'urgence nationale liée au risque systémique dans les marchés des capitaux nationaux et à la collecte de données à l'échelle nationale.

Le pouvoir d'adoption de règlements à l'égard du risque systémique conféré à l'ORMC comprendrait, par exemple, le droit de recueillir de l'information pour cerner et surveiller les signes annonciateurs de nouveaux risques systémiques pour le système financier provenant des marchés des capitaux nationaux. La loi fédérale déléguerait à l'ORMC des pouvoirs en cas d'urgence nationale lui permettant de régler une menace imminente à la stabilité des marchés des capitaux nationaux lors d'une crise financière.

Les détails des questions criminelles visées par la nouvelle loi fédérale n'ont pas encore été révélés.

➔ Report d'une étape de l'échéancier prévu

La mise en œuvre du régime coopératif devrait se faire en plusieurs étapes. Les gouvernements fédéral et provinciaux participants ont convenu de faire tous les efforts nécessaires pour réaliser les étapes de mise en œuvre de sorte que l'ORMC puisse commencer ses activités au plus tard le 1^{er} juillet 2015. Initialement, les administrations participantes s'attendaient à ce que soit conclu au plus tard le 31 janvier 2014 un protocole d'entente précisant les modalités et conditions du régime coopératif (auquel devait être joint l'avant-projet de loi sur le régime coopératif). En janvier 2014, les ministres ont annoncé le report de la conclusion de ce protocole d'entente à avril 2014 en déclarant toutefois que l'échéancier général prévu pour l'ORMC restait inchangé.

La raison exacte du report n'a pas été rendue publique. Selon les hypothèses, le report tiendrait au fait que les administrations participantes cherchent toujours à obtenir le soutien des autres administrations. Les administrations participantes ont déclaré que des discussions actives ont lieu depuis septembre 2013 avec les autres administrations au sujet de leur participation au sein de l'ORMC. Le ministre fédéral a affirmé que le nouvel échéancier permettra une consultation plus étendue en vue de l'élaboration de la version finale de l'avant-projet de loi et des accords-cadres ayant trait à l'ORMC. À ce jour, aucune des administrations non participantes n'a annoncé publiquement son intention de soutenir l'initiative.

05

Questions et tendances clés relatives à la gouvernance

05

Questions et
tendances clés
relatives à la
gouvernance



La gouvernance continue d'être un sujet brûlant d'actualité au Canada dont les répercussions sur la direction des émetteurs canadiens sont importantes. Parmi les nouveautés qui ont façonné le paysage de la gouvernance en 2013, et qui continueront d'attirer l'attention en 2014, figurent des initiatives réglementaires visant à promouvoir la diversité, des débats sur les mandats à durée fixe et les politiques en la matière, l'essor de l'activisme actionnarial et l'incidence d'outils stratégiques utilisés par les émetteurs pour y faire face ainsi que diverses propositions réglementaires qui pourraient influencer sur le vote des actionnaires. Il importe plus que jamais que les conseils d'administration de sociétés canadiennes se tiennent au courant de ces tendances afin de prendre des décisions éclairées et adopter de meilleures pratiques au fur et à mesure de leur évolution.

→ Diversité au sein des conseils d'administration

Au cours de la dernière année, on a de plus en plus réclamé la promotion de la diversité au sein de la direction des sociétés ouvertes canadiennes. Bien que la représentation des femmes siégeant aux conseils d'administration et occupant des postes de haute direction d'émetteurs canadiens ait augmentée au cours des dernières années, le progrès a été lent. Par exemple, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») a noté que, d'après les réponses à son enquête menée en novembre 2013 auprès d'environ 1 000 émetteurs inscrits à la cote de la TSX, 57 % des répondants ont indiqué ne compter aucune femme administratrice, seulement 3 % avaient une femme présidente du conseil d'administration ou administratrice principale et 53 % ont indiqué que des femmes occupaient moins de 10 % des postes de haute direction.

RÈGLES EN MATIÈRE D'INFORMATION SUIVANT LE MODÈLE « SE CONFORMER OU S'EXPLIQUER » PROPOSÉES PAR LA CVMO

En janvier 2014, après avoir publié un document de consultation et avoir tenu une table ronde publique pour solliciter des commentaires sur les politiques et les pratiques d'information qui permettraient d'accroître le nombre de femmes siégeant aux conseils d'administration et occupant des postes de haute direction, la CVMO a publié pour consultation des modifications proposées aux obligations d'information actuelles en matière de gouvernance.

La CVMO a proposé un modèle d'information « se conformer ou s'expliquer » au lieu de quotas obligatoires. Si elles sont mises en œuvre, les modifications proposées obligeront les émetteurs inscrits à la cote de la TSX et d'autres

05

Questions et tendances clés relatives à la gouvernance

émetteurs non émergents assujettis en Ontario à publier annuellement des renseignements sur la représentation des femmes au sein de leur conseil d'administration et de leur équipe de haute direction, dont le nombre et la proportion de femmes occupant ces rôles, sur les politiques visant l'inclusion des femmes au sein de la direction de l'émetteur (ou une explication de l'absence de telles politiques) et sur les objectifs adoptés volontairement concernant la représentation des femmes.

QUESTIONS CLÉS ET PROCHAINES ÉTAPES

Bien que l'initiative de la CVMO jouisse d'un grand appui, elle a aussi été critiquée. Certains sont d'avis qu'elle va trop loin en favorisant la prise de mesures purement symboliques par des sociétés qui n'éliraient ainsi pas les candidats les plus compétents. Au contraire, d'autres soutiennent que seuls des quotas fixes, comme ceux qui ont été adoptés en France et qui sont envisagés par la Grande-Bretagne et la Commission européenne, assureront des résultats significatifs.

Nous nous attendons à ce que les règles proposées par la CVMO finissent par être adoptées sous une forme ou une autre, d'où l'importance que les conseils d'émetteurs canadiens commencent à se préparer à fournir les renseignements prévus. Ils devraient également commencer à évaluer les mesures et les politiques qu'ils ont adoptées ou devraient adopter afin de favoriser une prise de décision efficace.

➔ Mandats à durée fixe et politiques de renouvellement

Les mandats à durée fixe pour les administrateurs et les politiques visant la retraite obligatoire continuent de retenir l'attention des autorités de réglementation canadiennes, des agences de conseil en vote et des groupes de défense des actionnaires, comme la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises (la « Coalition canadienne »), qui veillent à la maximisation de la responsabilité des conseils d'administration. D'après une analyse de l'information communiquée au public par certains émetteurs inscrits à la cote de la TSX durant la saison des procurations de 2013, environ :

- 33 % des émetteurs faisant partie de l'indice composé S&P/TSX (l'« indice composé ») avaient en place des politiques de retraite obligatoire, par rapport à 60 % des émetteurs faisant partie de l'indice S&P/TSX 60 (le « TSX 60 », qui représente les 60 plus grands émetteurs du Canada selon

la capitalisation boursière) et à 23 % des sociétés faisant partie de l'indice complémentaire S&P/TSX (l'« indice complémentaire »);

- 11 % des sociétés faisant partie de l'indice composé avaient fixé la durée des mandats, par rapport à 32 % des sociétés faisant partie du TSX 60 et à 4 % des sociétés faisant partie de l'indice complémentaire.

Le nombre d'émetteurs faisant partie du TSX 60 qui ont adopté les mandats à durée fixe au cours des deux dernières années est passé de neuf en 2011 (15 %) à 19 en 2013 (32 %). Parmi les émetteurs qui indiquent avoir fixé la durée des mandats, celle-ci est habituellement établie à 15 ans, et plus rarement, à 10, à 12 ou à 17 ans.

La CVMO a récemment proposé d'apporter des modifications aux règles en matière d'information suivant le modèle « se conformer ou s'expliquer » pour inclure une exigence voulant que les émetteurs inscrits à la cote de la TSX indiquent s'ils ont adopté ou non les mandats à durée fixe et, si non, qu'ils en expliquent l'absence. Toutefois, l'entrée en vigueur de mandats à durée fixe obligatoires n'est pas envisagée. De la même façon, un consensus s'est dégagé parmi les principales agences de conseil en vote, comme Institutional Shareholder Services (« ISS ») et Glass Lewis & Co., LLC (« Glass Lewis »), ainsi que les observateurs officiels des pratiques de gouvernance, comme la Coalition canadienne, qui n'appuient pas les propositions d'actionnaires visant les politiques de retraite et les mandats à durée fixe obligatoires. Par exemple, les lignes directrices américaines de 2014 en matière de vote par procuration publiées par ISS prévoient que les actionnaires devraient voter contre les politiques de retraite et de mandats à durée fixe obligatoires, à condition que les conseils d'administration soient surveillés de près pour en déterminer l'indépendance par rapport à la direction lorsque la durée moyenne des fonctions de tous les administrateurs excède 15 ans. Bien que les lignes directrices canadiennes de 2014 en matière de vote par procuration publiées par ISS ne se prononcent pas sur la question, nous nous attendons à ce qu'une approche similaire soit adoptée au Canada.

→ **Activisme actionnarial et outils stratégiques choisis**

La montée de l'activisme actionnarial se poursuit. Kingsdale Shareholder Services Inc. signale une hausse de 84 % du nombre de courses aux procurations au Canada au cours des 10 dernières années (soit de cinq en 2003 à 31 en 2013). Les actionnaires sont devenus plus réceptifs aux propositions des activistes en raison du fait que ceux-ci s'éloignent des mesures d'« attaque » prises par le passé pour se tourner vers des méthodes très perfectionnées

05

Questions et tendances clés relatives à la gouvernance

visant à accroître la valeur pour les actionnaires, y compris l'accent mis sur la stratégie d'entreprise, la gouvernance et l'indépendance et l'efficacité du conseil d'administration. L'activisme actionnarial s'est également révélé être une catégorie d'actifs notable, les investisseurs croyant aux rendements éventuels des mesures activistes. Selon les données rendues disponibles par Bloomberg, la valeur des actifs appartenant aux investisseurs activistes dans des sociétés inscrites à la cote de la TSX a connu une hausse constante au cours des deux dernières années et est passée de 10,8 milliards de dollars en 2011 à 15,2 milliards de dollars en 2013. Une telle hausse de l'engagement des actionnaires a amené de nombreux émetteurs à adopter des outils stratégiques comme des règlements de préavis et des exigences plus contraignantes en matière de quorum pour essayer d'exercer un contrôle accru sur les investisseurs activistes.

RÈGLEMENTS DE PRÉAVIS

Les dispositions visant les préavis dans les règlements administratifs d'une société ou les politiques du conseil d'administration exigeant que les actionnaires donnent un préavis à l'émetteur s'ils souhaitent proposer des candidats à l'élection au conseil d'administration se sont bien implantées au Canada au cours des deux dernières années. Lorsqu'elles sont bien conçues et utilisées, les exigences de préavis peuvent empêcher qu'un actionnaire tende une « embuscade » à l'émetteur en attendant l'assemblée annuelle des actionnaires pour proposer pour la première fois, en séance, sa liste de candidats. Les tribunaux ont récemment admis l'utilisation de telles politiques en statuant qu'elles favorisent la transparence et la prise de décisions éclairées en donnant aux actionnaires un avis raisonnable et de l'information concernant une élection d'administrateurs avec opposition et qu'elles pouvaient constituer un moyen raisonnable d'empêcher qu'un dissident se « tapisse dans l'herbe » pour profiter de la faible participation à une assemblée.

Ce moyen de défense est chose courante aux États-Unis malgré certaines préoccupations voulant que les règlements de préavis puissent imposer des obstacles déraisonnables aux actionnaires souhaitant proposer des candidats aux postes d'administrateurs et, par conséquent, qu'ils puissent aller à l'encontre de la démocratie actionnariale. Dans leurs lignes directrices de 2014 en matière de conseil en vote tant ISS que Glass Lewis ont recommandé aux actionnaires de ratifier l'adoption de politiques de préavis *raisonnables*. Selon ISS et Glass Lewis, pour qu'il soit raisonnable, le délai prévu par l'émetteur pour l'exigence d'un avis doit être d'au plus 65 jours et d'au moins 30 jours avant la date de l'assemblée. Néanmoins, les émetteurs canadiens devraient examiner attentivement la portée de tout règlement de préavis qu'ils peuvent souhaiter mettre en œuvre pour s'assurer que les exigences ne portent pas atteinte à l'engagement des actionnaires.

AMÉLIORATION DES RÈGLEMENTS VISANT LE QUORUM

Certains émetteurs ont eu recours à une autre mesure, soit celle de modifier leurs règlements administratifs pour créer un seuil de quorum plus élevé pour les assemblées dans lesquelles des actionnaires cherchent à remplacer la majorité des membres du conseil d'administration. Si le seuil de quorum plus élevé n'est pas atteint, l'assemblée est typiquement ajournée pour une période maximale de 65 jours. Les lignes directrices de 2014 en matière de conseil en vote d'ISS suggèrent que les actionnaires devraient voter contre les règlements visant l'établissement d'un quorum plus élevé. Selon ces lignes directrices, de tels règlements laisseraient entendre que la direction accorde plus d'importance à la question des élections dans le contexte d'une course aux procurations qu'à toutes les autres questions concernant la société, principe qui entre en conflit avec la notion selon laquelle toutes les questions à soumettre à l'approbation des actionnaires sont d'importance égale.

Les autorités de réglementation et les tribunaux continuent de chercher un équilibre approprié entre la promotion de l'engagement des actionnaires et le maintien de la capacité des conseils d'administration de superviser la direction et les affaires de leurs émetteurs. Toutefois, les conseils d'administration d'émetteurs cotés en bourse doivent être conscients de leurs devoirs, y compris celui de veiller à la communication d'une information exacte, complète et en temps opportun pour minimiser le risque que leurs actes soient examinés de très près.

→ Mise à jour sur d'autres questions de gouvernance

Comme il est mentionné en détail dans le *Rapport sur la gouvernance 2013* de Davies, les questions suivantes ont fortement retenu l'attention en 2013 et devraient avoir une influence sur les programmes de gouvernance en 2014 :

- **Augmentation des votes consultatifs sur la rémunération.** Le vote consultatif sur la rémunération des membres de la haute direction est devenu la norme au Canada et a été soumis aux actionnaires de 80 % des émetteurs faisant partie du TSX 60 en 2013, comparativement à un peu plus de 50 % en 2011. La plupart des émetteurs canadiens qui ont adopté des pratiques de consultation sur la rémunération soumettent des résolutions non contraignantes au vote consultatif suivant essentiellement le modèle recommandé par la Coalition canadienne.
- **Examen de l'infrastructure du vote par procuration.** La CVMO et les ACVM se sont engagées à examiner les lacunes perçues dans le système

05

Questions et tendances clés relatives à la gouvernance

de vote par procuration que Davies avait soulevées dans son document de 2010 intitulé *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (en anglais seulement). Nous nous attendons à ce que ces questions touchant le vote par procuration et les solutions potentielles qui se dégageront alimentent le débat et les discussions en 2014.

- **Réglementation des agences de conseil en vote.** Les ACVM ont entrepris un processus de consultation concernant la réglementation possible des agences de conseil en vote comme ISS et Glass Lewis. Des processus similaires sont en cours aux États-Unis et en Europe. Nous nous attendons à ce que les autorités de réglementation continuent à surveiller de près l'influence de ces agences pour déterminer le meilleur moyen d'aborder la question de leur influence sur les investisseurs exerçant leurs droits de vote, tout en contrebalançant les points de vue divergents exprimés par des émetteurs d'une part et les investisseurs d'autre part quant à savoir s'il y a lieu de le faire et comment y procéder.
- **Réglementation des pilules empoisonnées.** Les ACVM et l'Autorité des marchés financiers du Québec (l'« AMF ») ont proposé pour consultation d'autres façons de réglementer les régimes de droits des actionnaires dans le cadre du régime des offres publiques d'achat et des mesures de défense contre une offre publique au Canada. Les ACVM ont proposé une nouvelle règle autonome fondée sur un modèle de primauté des actionnaires dans le cadre duquel le maintien d'un régime de droits dépendrait de l'obtention par les émetteurs de l'approbation des actionnaires dans un délai imparti. De son côté, l'AMF a proposé des modifications aux règles actuelles régissant les mesures de défense contre une offre publique qui prévoient plus de déférence pour les conseils d'administration des sociétés ciblées qui s'engageraient à suivre un processus raisonnable assorti de sauvegardes appropriées pour éviter le risque que les décisions des administrateurs soient entachées par des conflits d'intérêts. La nature des modifications réglementaires à adopter n'a pas encore été déterminée.
- **Mécanismes de rémunération des candidats au conseil d'administration.** Les mécanismes de rémunération prévus par les actionnaires activistes pour leurs candidats au conseil d'administration, surtout ceux qui lient la rémunération au rendement de la société, ont été un sujet brûlant en 2013. ISS a ouvert la voie à ces types de mécanismes, déclarant qu'elle les examinera au cas par cas. Nous nous attendons à ce que le traitement de ces mécanismes continue à générer un débat musclé parmi les nombreux participants au marché et une surveillance suivie de leur part en 2014. Voir « Rémunération des candidats au conseil par les actionnaires : « laisses dorées » ou mesures incitatives valides ? » dans ce rapport pour consulter un exposé détaillé à ce sujet.

06

Rémunération des candidats au conseil par les actionnaires : « laisses dorées » ou mesures incitatives valides ?

06

Rémunération des
candidats au conseil
par les actionnaires :
« laisses dorées » ou
mesures incitatives
valides ?



Afin de réussir à recruter des candidats compétents à l'élection au conseil d'administration lorsque les courses aux procurations prennent des allures de bataille, certains activistes mettent en place des mécanismes de rémunération des candidats, aussi bien pour les dédommager pour les tracas subis pendant la course que pour reconnaître la valeur qu'ils peuvent apporter dans l'éventualité de leur élection. En 2013, deux courses aux procurations très médiatisées (l'une au Canada et l'autre aux États-Unis) ont suscité un examen minutieux de la rémunération des candidats. Le débat sur le caractère approprié de cette pratique fait encore rage, et les agences de conseil en vote commencent à faire peser leur voix dans la balance.

Au Canada, JANA Partners a offert à chacun de ses candidats à l'élection au conseil d'Agrium un paiement en espèces fixe de 50 000 dollars, majoré d'une participation aux bénéfices qu'elle tirerait de la propriété d'actions d'Agrium au cours d'une période de trois ans. Agrium a dénoncé ces mécanismes de rémunération, les qualifiant de « laisses dorées » qui compromettraient l'indépendance des candidats et a fait de cette dénonciation le fer de lance de sa campagne visant à convaincre les actionnaires de rejeter la liste de candidats proposée par JANA. En particulier, Agrium a fait valoir que ces mécanismes constituaient une rémunération à court terme incitant les candidats à prendre des mesures qui anéantiraient la valeur à long terme d'Agrium et compromettraient la capacité du conseil de fonctionner. JANA Partners a justifié les mécanismes en affirmant qu'ils n'imposaient aux candidats aucune obligation autre que celle de se présenter à l'élection et que les participations aux bénéfices étaient conçues pour aligner les intérêts des candidats sur ceux des actionnaires d'Agrium.

Agrium est finalement sortie vainqueur de la course aux procurations et certains des actionnaires institutionnels importants qui avaient appuyé le conseil sortant ont critiqué les mécanismes de rémunération de JANA, notant le court délai prévu par ceux-ci (trois ans ou plus tôt si JANA devait liquider sa position) et ont exprimé leur préoccupation que les mécanismes influeraient sur l'indépendance des candidats.

Pendant que JANA Partners menait sa bataille contre Agrium, Elliott Management Corp. était de son côté engagée dans une course aux procurations contre Hess Corp. aux États-Unis. Tout comme JANA Partners, Elliott Management avait établi des mécanismes de rémunération qui avaient pour but d'offrir des incitations au rendement à ses candidats; tout comme Agrium, Hess a attaqué ces mécanismes. Peu de temps avant l'assemblée des actionnaires de Hess, invoquant la distraction continue causée par la question de la rémunération, les candidats d'Elliott Management ont convenu de renoncer aux mécanismes de rémunération s'ils étaient élus au conseil. Le jour même de l'annonce de cette concession, Hess et Elliott Management ont annoncé

06

Rémunération des candidats au conseil par les actionnaires : « laisses dorées » ou mesures incitatives valides ?

un accord qui s'est traduit par l'élection de deux candidats des dissidents. Le moment de la renonciation et de l'accord laisse entendre que les mécanismes de rémunération auraient peut-être fait obstacle aux discussions sur l'accord.

Les courses menées par Agrium et Hess ont suscité un débat parmi les intervenant préoccupés par la gouvernance et les courses aux procurations. Les détracteurs de cette pratique incluaient le cabinet Wachtell Lipton Rosen and Katz qui a recommandé que les sociétés adoptent un règlement administratif interdisant la conclusion d'ententes de rémunération entre les actionnaires activistes et leurs candidats aux postes d'administrateurs. L'influente agence de conseil en vote ISS n'est que tout récemment intervenue dans le débat. Ayant déclaré sans ambages qu'il devrait revenir aux actionnaires et non aux conseils de décider si des particuliers doivent être déclarés inéligibles, ISS a affirmé que [Traduction] « l'adoption de règlements administratifs contraignants concernant l'éligibilité des administrateurs sans l'approbation des actionnaires peut être considérée comme un manquement important au chapitre de la gouvernance ». ISS n'a pas mentionné si elle appuyait ou rejetait les critiques à l'endroit d'Agrium et de Hess voulant que les mécanismes de rémunération compromettent l'indépendance des candidats. Toutefois, les mécanismes de rémunération figurent parmi les facteurs qu'ISS prendra en compte dans son évaluation des candidats aux postes d'administrateurs dans le cadre d'élections contestées.

La position d'ISS relative à la modification de règlements administratifs en vue d'interdire la rémunération des candidats ne règle pas le débat créé par les courses aux procurations d'Agrium et de Hess. En fait, ISS alimente ce débat en affirmant que les actionnaires devraient décider si des restrictions sur les mécanismes de rémunération sont appropriées. Les actionnaires activistes auront à relever le défi de structurer des mécanismes de rémunération qui, tout à la fois, répondent aux préoccupations concernant l'indépendance des candidats et sont bien alignés sur l'intérêt à long terme des actionnaires.

07

Les autorités en valeurs mobilières envisagent une nouvelle réglementation du système de vote par procuration

07

Les autorités en valeurs mobilières envisagent une nouvelle réglementation du système de vote par procuration



Un processus de consultation mené récemment par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a ravivé l'attention portée à l'état de la structure du vote par procuration au Canada et laisse entrevoir la perspective d'une surveillance accrue par les autorités de réglementation. Les problèmes inhérents au système de vote des actionnaires ont alimenté les discussions pendant de nombreuses années. Cependant, bien que les responsables qui se chargent du fonctionnement du système prétendent avoir adopté des pratiques visant à réduire les irrégularités de vote, ils n'ont pas vraiment réussi à gagner la confiance des intervenants du marché.

Davies a mené un examen approfondi de la structure du vote par procuration dans son rapport de 2010 intitulé *The Quality of the Shareholder Vote in Canada* (disponible en anglais seulement). La publication a fortement attiré l'attention sur ce système indûment complexe et opaque au moyen duquel les actionnaires exercent leurs droits de vote aux assemblées des actionnaires et elle a relevé la myriade d'irrégularités et d'inexactitudes qui peuvent survenir à l'égard des votes des actionnaires.

L'une des questions clés soulevées par Davies dans sa publication traitait de la nécessité que les autorités en valeurs mobilières reconnaissent l'importance d'un système de vote par procuration efficace et fiable et qu'elles militent en faveur d'un examen approfondi du système en vue de la réglementation potentielle de certains aspects du système présentement non réglementés par les autorités en valeurs mobilières. En août dernier, en réaction à la publication de Davies et à l'attention qu'elle a suscitée, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié un document de consultation sur une stratégie proposée visant à améliorer l'intégrité et la fiabilité du vote par procuration. À la suite de ces commentaires, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a tenu une table ronde publique le 29 janvier 2014. Parmi les participants à la table ronde, on comptait des représentants de nombreux intervenants du marché, tels que des émetteurs et des investisseurs, ainsi que des représentants d'entreprises comme Broadridge et CDS, agents de transfert et dépositaires qui se chargent du fonctionnement du système de vote par procuration.

Le document de consultation des ACVM et la table ronde de la CVMO ont mis en lumière des points de vue complètement divergents sur l'état du système de vote par procuration au Canada. Broadridge, qui se charge des envois postaux aux actionnaires et de la compilation des instructions de vote pour la vaste majorité des assemblées d'actionnaires au Canada et l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières ont prétendu que le système n'est pas défaillant et qu'il s'est révélé généralement juste et fiable. Broadridge et d'autres intervenants ont souligné les efforts consacrés à la mise en place de nouveaux processus et de nouvelles politiques conçus pour augmenter la transparence et réduire l'incidence d'irrégularités de vote (par exemple, l'exercice excessif du

07

Les autorités en valeurs mobilières envisagent une nouvelle réglementation du système de vote par procuration

droit de vote). Malgré ces assurances, de nombreux intervenants au marché, y compris des émetteurs et des investisseurs, ont réitéré leur manque de confiance en l'intégrité du système et le fait qu'ils aient constaté de fréquentes anomalies de vote. Tant les émetteurs que les actionnaires ont également exprimé leur insatisfaction quant au manque de transparence de ce système complexe et à l'absence de mécanisme de confirmation des votes de bout en bout.

Le processus de consultation des ACVM et la table ronde de la CVMO ont permis de mettre en lumière à quel point le débat a peu évolué depuis la publication du rapport de Davies en 2010. Bien que les responsables en charge du fonctionnement du système aient déployé des efforts pour l'améliorer, les problèmes fondamentaux que nous avons recensés en 2010 demeurent pour la plupart non résolus et des doutes concernant l'intégrité et la justesse du système persistent.

08

S'efforcer de suivre le rythme : les ACVM envisagent des règles supplémentaires sur la mobilisation de capitaux

08

S'efforcer de suivre le rythme : les ACVM envisagent des règles supplémentaires sur la mobilisation de capitaux



En réaction au sentiment général selon lequel le régime du marché non-réglémenté actuel au Canada n'aurait pas suivi le rythme de l'évolution du marché mondial, tels que les changements dans le profil démographique des investisseurs et l'utilisation d'Internet et de médias sociaux, les membres des ACVM ont collectivement et indépendamment entrepris un examen du marché non-réglémenté pour évaluer s'il y a lieu d'introduire de nouvelles dispenses de prospectus qui faciliteraient la mobilisation de capitaux.

La CVMO étudie la possibilité d'adopter des dispenses déjà offertes dans d'autres territoires, comme celles qui s'appliquent à la notice d'offre et aux amis et parents proches, ainsi que de nouvelles dispenses, notamment pour le financement participatif, et des dispenses fondées sur le discernement de l'investisseur ou en cas d'obtention de conseils de la part d'une personne inscrite et de ventes à des porteurs de titres existants.

À l'automne 2013, les ACVM (sans le concours de la CVMO) ont publié un avis pour consultation proposant une dispense de prospectus qui permettrait aux émetteurs inscrits à la cote de la TSX de croissances de mobiliser des capitaux en plaçant des titres auprès de leurs porteurs de titres existants. L'AMF a appuyé cette initiative et, de concert avec l'Alberta Securities Commission et la Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick, envisage d'adopter la dispense proposée sous forme de règle locale, ce qui rendrait la dispense permanente.

L'Ontario s'harmonise avec le reste du Canada, ou presque

NOTICE D'OFFRE

Actuellement, les émetteurs vendant des titres dans chaque province et territoire du Canada, sauf l'Ontario, peuvent se prévaloir d'une dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre. La CVMO envisageait initialement d'adopter une dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre qui permettrait aux émetteurs canadiens autres qu'un fonds d'investissement de mobiliser un montant limité de capitaux au cours d'une période de 12 mois (actuellement prévu à 1,5 million de dollars) pour des types limités de titres (par exemple, les titres de participation ou les titres d'emprunt non convertibles liés à un taux d'intérêt fixe ou variable) à l'aide d'un document d'information sommaire qui inclut l'information de base concernant le placement, l'émetteur et la personne inscrite (le cas échéant). Un investissement fait par des acquéreurs aux termes de la dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre serait limité à 2 500 dollars par investissement, une limite totale de 10 000 dollars par

année civile étant imposée sur tous les investissements faits aux termes de cette dispense.

En août 2013, la CVMO a annoncé son intention de formuler une proposition visant une dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre qui est essentiellement harmonisée avec le modèle albertain existant. À la différence du modèle de la Colombie-Britannique, qui n'impose aucune restriction sur l'identité de l'acquéreur ni sur la taille du placement, le modèle de l'Alberta ne permet pas à l'acquéreur d'investir plus de 10 000 dollars, à moins que l'acquéreur ne soit un « investisseur admissible ». La définition d'« investisseur admissible » (*eligible investor*) se base sur l'actif net ou sur le revenu net avant impôts d'un particulier, seul ou avec un conjoint. La personne qui a obtenu des conseils concernant le caractère pertinent du placement de la part d'un conseiller en matière d'admissibilité serait également considérée comme un « investisseur admissible ».

En élaborant cette dispense, la CVMO se concentrera sur des facteurs comme l'information sommaire, les conditions d'admissibilité, les limites sur les types de titres qui peuvent être offerts et les limites d'investissement.

La dispense pour placement au moyen d'une notice d'offre offerte au Québec est également fondée sur le modèle de l'Alberta. Pour que la dispense soit plus facilement accessible et moins coûteuse pour les petites et moyennes entreprises, l'AMF n'exige pas que tous les émetteurs y ayant recours effectuent un audit et préparent des états financiers conformément aux normes internationales d'information financière.

FAMILLE, AMIS ET PARTENAIRES D'AFFAIRES

La CVMO a envisagé d'adopter une dispense qui permettrait l'émission de titres auprès d'un nombre illimité de membres de la famille des administrateurs, des membres de la haute direction ou des personnes participant au contrôle d'un émetteur ou des membres du même groupe que lui. Bien que la proposition n'ait pas suscité beaucoup de commentaires, certaines parties intéressées ont donné leur appui à l'adoption d'une dispense harmonisée pour la famille, les amis et les partenaires d'affaires, semblable à celle qui est offerte dans d'autres territoires représentés au sein des ACVM.

À la lumière des commentaires, la CVMO envisage maintenant d'adopter la dispense élargie pour la famille, les amis et les partenaires d'affaires, avec comme objectif d'en assurer l'harmonisation substantielle partout au Canada. La CVMO évaluera s'il y a lieu d'ajouter des conditions supplémentaires au concept de « partenaires d'affaires » afin de définir de façon plus précise les notions d'« ami très proche » et de « proche partenaire ». Ces conditions éventuelles pourraient inclure l'exigence que les membres de la haute direction,

les administrateurs ou les fondateurs visés d'un émetteur attestent de la nature de leur relation avec l'investisseur et l'exigence que l'investisseur signe une reconnaissance de risque.

→ Porteurs de titres existants

Certains membres des ACVM ont proposé une dispense qui permettrait aux émetteurs dont les titres de participation sont inscrits à la cote de la TSX de croissance de mobiliser des fonds en plaçant des titres auprès de leurs porteurs de titres. Pour se prévaloir de la dispense, les ACVM proposent que seuls les investisseurs qui ont été des porteurs de titres pendant un certain délai avant l'annonce du placement puissent participer. Les ACVM sollicitent des commentaires auprès des parties intéressées sur la durée du délai approprié. Les ACVM proposent également que le montant total investi par l'investisseur au cours des 12 mois qui précèdent l'investissement selon la dispense proposée n'excède pas 15 000 dollars, à moins que l'investisseur n'ait obtenu des conseils concernant le caractère pertinent du placement auprès d'un courtier en valeurs mobilières inscrit. En outre, il est proposé de conférer à chaque investisseur certains droits d'action en cas d'information fausse ou trompeuse dans le dossier d'information continue de l'émetteur. Bien qu'un document d'offre ne soit pas exigé, si l'émetteur en fournit un volontairement, les investisseurs auront certains droits d'action en cas d'information fausse ou trompeuse dans celui-ci.

Bien que la CVMO soutienne cette initiative, elle est en voie d'élaborer sa propre dispense pour porteurs de titres existants qu'elle prévoit publier pour consultation au cours du premier trimestre de 2014.

→ Financement participatif

Le financement participatif est une méthode de financement d'un projet ou d'une entreprise au moyen de petits montants d'argent recueillis auprès d'un grand nombre de personnes sur Internet, généralement par l'intermédiaire d'un portail Internet.

En décembre 2012, la CVMO a proposé une dispense pour financement participatif qui permettrait aux émetteurs canadiens autres qu'un fonds d'investissement de mobiliser un montant limité de capitaux sur une période de 12 mois (actuellement prévu à 1,5 million de dollars) pour des types limités de titres (par exemple, les titres de participation ou les titres d'emprunt non convertibles liés à un taux d'intérêt fixe ou variable) au moyen d'un document d'information sommaire qui inclut l'information de base concernant le

placement, l'émetteur, le portail de financement et la personne inscrite (le cas échéant). Un investissement fait par des acquéreurs aux termes de la dispense pour financement participatif serait limité à 2 500 dollars par investissement, une limite totale de 10 000 dollars par année civile étant imposée sur tous les investissements faits aux termes de cette dispense.

À la lumière des commentaires reçus des parties intéressées, la CVMO a annoncé en août 2013 qu'elle continue de travailler sur un cadre réglementaire pour le financement participatif qui procurerait aux investisseurs des protections adéquates sans imposer de frais réglementaires excessifs aux émetteurs et aux portails de financement. Toutefois, la CVMO maintient son point de vue que toute dispense pour financement participatif devrait être conditionnelle à des investissements faits par l'intermédiaire d'un portail de financement inscrit.

L'AMF mène actuellement une enquête afin de déterminer si l'adoption d'une dispense pour financement participatif est souhaitable et, dans l'affirmative, quel serait le système d'inscription approprié. L'AMF est également d'avis que les investissements faits selon une telle dispense devraient l'être par l'intermédiaire d'un portail de financement conçu spécifiquement à des fins de financement participatif. L'AMF est particulièrement préoccupée par la sécurité des investisseurs en ligne et, par conséquent, a commandé une étude pour savoir si un instrument spécifique visant à empêcher la fraude ainsi qu'un centre de prévention de la fraude en ligne réussiraient à réduire les risques éventuels auxquels s'exposent les investisseurs.

→ Dispenses de prospectus abandonnées

La CVMO a annoncé en août 2013 que les dispenses ou modifications de prospectus suivantes, qui avaient été proposées en 2012, ne sont plus envisagées à l'heure actuelle : (i) une dispense fondée sur le discernement de l'investisseur; (ii) une dispense en cas d'obtention de conseils auprès d'une personne inscrite; (iii) des modifications à la dispense existante pour émetteur à capital fermé; et (iv) la réintroduction de la dispense pour émetteur à peu d'actionnaires. À la lumière des consultations, la CVMO a reçu un appui limité ou mitigé à ces dispenses et elle n'estime pas que ces propositions importent autant pour la mobilisation de capitaux que les dispenses qu'elle se propose d'examiner davantage.

Prochaines étapes

En 2014, il est prévu que les ACVM continueront de mettre l'accent sur l'adoption de dispenses pour la mobilisation de capitaux qui donneront aux émetteurs un accès plus facile, moins coûteux et plus rapide aux capitaux. La CVMO a annoncé son intention de publier pour consultation au cours du premier trimestre de 2014 des propositions visant chacune des dispenses mentionnées ci-dessus. Il est également prévu qu'en 2014 l'AMF publiera des propositions visant d'autres dispenses pour la mobilisation de capitaux à la suite de consultations publiques tenues en 2013. Ces propositions pourraient amener un allègement du fardeau réglementaire pesant sur les entreprises en démarrage et les petites et moyennes entreprises.

Comme toujours, le défi auquel les ACVM font face est celui de faciliter la mobilisation de capitaux tout en veillant à la protection des investisseurs. Cette tension se manifeste dans les documents de consultation publiés par les autorités de réglementation en 2013.

09

Documents de placement sous chemise (*wrappers*) – Faits nouveaux

09

Documents
de placement
sous chemise
(*wrappers*) -
Faits nouveaux



L'année 2013 a été marquante pour le domaine des placements privés de titres étrangers au Canada. Vers le milieu de l'année, de nombreux courtiers en valeurs mobilières du Canada, des États-Unis et d'autres pays ont obtenu une dispense de l'exigence d'établir un « supplément chemise » (*wrapper*) dans le cadre de placements privés de certains titres étrangers admissibles auprès d'investisseurs avertis au Canada. Davies a aidé plusieurs banques d'investissement mondiales à obtenir cette dispense, ce qui a ouvert la voie à des modifications législatives qui permettraient à tous les courtiers en valeurs mobilières dans une situation similaire de se prévaloir de la « dispense de supplément chemise » (*wrapper relief*), comme elle est maintenant appelée. Les ordonnances de dispense expireront lorsque ces modifications législatives prendront effet.

→ Dispense

De façon générale, les ordonnances de dispense permettent aux courtiers qui y sont désignés de placer les titres de certains émetteurs étrangers auprès de clients autorisés au Canada au moyen d'un document de placement étranger qui n'a plus besoin d'être « canadianisé » afin d'inclure l'information habituellement fournie dans un « supplément chemise » (*wrapper*) au Canada. La dispense comporte toutefois certaines contraintes, y compris une lourde exigence relative aux avis et formulaires de reconnaissance, des obligations d'information mensuelle plus étendues et une obligation de conformité du document de placement étranger aux exigences de divulgation des conflits d'intérêts chez les placeurs qui s'appliquent aux placements de titres inscrits aux États-Unis, même si le placement en cause est fait sans déclaration d'inscription. Toutefois, dans l'ensemble, la dispense est une mesure importante qui va dans le bon sens car elle facilite l'accès aux titres étrangers pour les investisseurs institutionnels du Canada. De plus, elle a fourni l'impulsion nécessaire à la modification des lois sur les valeurs mobilières du Canada qui rendra la dispense de supplément permanente.

→ Modifications proposées

Le 25 avril 2013, la CVMO a publié pour consultation des modifications proposées à sa Règle 45-501 sur les *dispenses relatives aux prospectus et à l'inscription en Ontario* (« Règle 45-501 de la CVMO ») et à certaines exigences spécifiques de l'Ontario prévues par le *Règlement 45-106 sur les dispenses relatives aux prospectus et aux inscriptions*. Si les modifications proposées sont adoptées, elles donneront effet aux éléments de la dispense de supplément chemise (*wrapper relief*) qui sont propres à l'Ontario, soit la levée de l'interdiction concernant la déclaration d'inscription à la cote lorsque tous les acquéreurs en Ontario sont

des clients autorisés et une dispense qui permettrait aux courtiers de fournir l'information relative aux droits d'action prévus par la loi par d'autres moyens, y compris un formulaire d'avis et de reconnaissance que le client autorisé n'aurait à signer qu'une seule fois.

En réponse à la sollicitation de commentaires, plusieurs commentateurs, dont Davies, ont suggéré que l'exigence imposant au client autorisé de remettre un formulaire de reconnaissance signé est inutile et trop lourde. On ne sait pas si ce commentaire a été pris en compte.

Afin de compléter la longue liste des modifications législatives nécessaires pour donner pleinement effet à la dispense de supplément chemise (*wrapper relief*), les ACVM ont publié pour consultation le 28 novembre 2013 des modifications proposées au *Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs* (le « Règlement 33-105 ») et un nouveau projet de *Règlement 45-107 sur les dispenses relatives à la déclaration d'inscription à la cote et à la communication des droits d'action prévus par la loi* (le « Règlement 45-107 »). Le Règlement 45-107 prévoira essentiellement la même dispense pour le reste du Canada que les modifications à la Règle 45-501 de la CVMO créeront en Ontario.

Les modifications proposées au Règlement 33-105 concernant la divulgation des conflits d'intérêts chez les placeurs sont généralement compatibles avec les dispenses de supplément chemise (*wrapper relief*). Toutefois, certaines incompatibilités techniques rendraient les modifications proposées plus restrictives que la dispense actuelle. Nous croyons que quelques-unes de ces incompatibilités ont été introduites par inadvertance et nous nous attendons à ce qu'elles soient réglées au cours de la période de consultation.

En particulier, bien que les modifications proposées au Règlement 33-105 prévoient effectivement une « obligation de donner avis » (le courtier qui se prévaut de la dispense doit en informer les acquéreurs éventuels), elles n'incluent pas l'exigence d'obtenir un formulaire de reconnaissance signé de la part de l'acquéreur éventuel, ce qui constitue une amélioration importante par rapport aux ordonnances de dispense. Ainsi, en supposant que cette exigence est également éliminée dans les modifications à la Règle 45-501 de la CVMO, les courtiers étrangers pourraient inclure une rubrique intitulée « Avis aux investisseurs canadiens » dans tous les documents de placement étrangers afin de donner l'avis exigé, au lieu d'envoyer des avis distincts à chacun des clients et d'avoir à faire le suivi des formulaires signés.

→ Modifications proposées aux règlements sur l'inscription pour les courtiers

Le 5 décembre 2013, les ACVM ont publié pour consultation des modifications proposées aux règlements sur l'inscription pour les courtiers, lesquelles toucheront les courtiers sur le marché dispensé et les courtiers internationaux dispensés.

À ce jour, le consensus au Canada était qu'un courtier inscrit dans un territoire à titre de courtier sur le marché dispensé pouvait aussi se prévaloir de la dispense relative au courtier international dispensé. Ce consensus prenait d'ailleurs ancrage dans un avis du personnel des ACVM publié en 2010. Dans un revirement de position, les ACVM proposent maintenant de modifier les règlements sur l'inscription pour les courtiers afin que ceux-ci prévoient qu'une société inscrite à titre de courtier dans quelque territoire que ce soit au Canada ne puisse se prévaloir de la dispense d'inscription, y compris la dispense relative aux courtiers internationaux, si les modalités de son inscription l'autorisent à faire des opérations sur le titre visé. Par exemple, une société inscrite à titre de courtier sur le marché dispensé en Ontario ne pourrait se prévaloir de la dispense de courtier international en Ontario, ni dans aucune autre province.

Les modifications proposées réduisent aussi l'étendue des activités que les courtiers sur le marché dispensé peuvent entreprendre. Actuellement, un courtier sur le marché dispensé peut participer à un appel public à l'épargne pour lequel un prospectus a été déposé au Canada, à la condition que le courtier ne vende les titres qu'à un acquéreur sur le marché dispensé. Si les modifications proposées sont adoptées, il sera désormais interdit à un courtier sur le marché dispensé de faire des opérations sur titres sur le marché dispensé lorsqu'un prospectus a été déposé dans un territoire quelconque du Canada relativement à ce placement.

Les modifications proposées interdiraient également à un courtier sur le marché dispensé de participer à la revente de titres librement négociables qui sont inscrits à la cote d'une bourse nationale ou étrangère. Par exemple, un courtier sur le marché dispensé ne serait pas autorisé à faciliter une opération sur le marché secondaire portant sur des actions d'un émetteur inscrit à la cote du NYSE, sauf si l'opération constitue un placement fait conformément à une dispense de l'exigence de prospectus (c'est-à-dire, un placement provenant du portefeuille d'une personne participant au contrôle).

09

Documents de placement sous chemise (*wrappers*) - Faits nouveaux

On ne sait pas à l'heure actuelle si ces modifications proposées seront adoptées. Toutefois, les courtiers inscrits qui se prévalent aussi de la dispense relative aux courtiers internationaux devraient suivre attentivement l'évolution de ces propositions pour s'assurer d'être prêts dans l'éventualité où elles seraient mises en vigueur.

10

**Actualité sur la
réglementation des
dérivés : le Canada
donne suite aux
engagements
du G-20**

10

Actualité sur la réglementation des dérivés : le Canada donne suite aux engagements du G-20



Dans la foulée de la crise financière, les pays du G-20 ont convenu d'une réglementation accrue de leurs marchés des dérivés négociés hors bourse en fonction de thèmes communs, notamment quant à la compensation centrale, la déclaration des opérations et les bourses électroniques, selon le cas. Lors des réunions du G-20 tenues à Pittsburgh et à Toronto, le gouvernement du Canada s'est engagé à réformer le marché canadien des dérivés négociés hors bourse au plus tard à la fin de 2012. Conformément à ces « engagements du G-20 », en novembre 2010, le Comité sur les dérivés des ACVM a publié un document de consultation énonçant des propositions générales de réglementation des dérivés négociés hors bourse.

Depuis 2010, les ACVM ont publié plusieurs documents d'orientation qui s'inscrivent dans le prolongement de ces propositions. En avril 2013, les ACVM ont poursuivi cette initiative avec la publication d'un nouveau document de consultation énonçant leurs recommandations sur l'inscription et sur la conformité continue des participants au marché des dérivés.

En outre, en décembre 2013, les ACVM ont publié pour commentaire un modèle de règlement provincial qui imposerait la compensation des opérations sur dérivés négociés hors bourse par une contrepartie centrale. Il s'agit du troisième modèle de règlement publié par les ACVM et il est représentatif du processus réglementaire qu'elles ont adopté. De façon générale, ces modèles ont pour but la mise en œuvre des recommandations de principe énoncées dans les divers documents de consultation. Les modèles de règlement sont tous soumis à une période de consultation publique, après laquelle des modifications sont apportées au besoin. Par la suite, chaque province publie ses propres règlements, assortis des modifications locales nécessaires, les règlements définitifs étant cependant, pour l'essentiel, les mêmes d'une province à l'autre afin que les participants au marché et les produits dérivés reçoivent le même traitement dans l'ensemble du Canada.

Parallèlement à la publication du modèle de règlement des ACVM relatif à la compensation par une contrepartie centrale, la CVMO, l'AMF et la Commission des valeurs mobilières du Manitoba (la « CVMM ») ont publié pour commentaire des projets de règlements locaux exposant les conditions de reconnaissance à titre de chambre de compensation.

Finalement, à la fin de 2013, la CVMO, l'AMF et la CVMM ont publié des versions modifiées de règlements harmonisés sur les dérivés concernant la détermination des produits, les dépositaires centraux et la déclaration des données sur les dérivés. Ces modifications faisaient suite à certains commentaires reçus sur les ébauches de règlement publiées plus tôt en 2013 et fondées sur les modèles de règlements provinciaux établis par les ACVM. Les règlements sont entrés en vigueur en Ontario, au Québec et au Manitoba le 31 décembre 2013; toutefois, les obligations de déclaration des opérations

entreront progressivement en vigueur en 2014. On prévoit que les autres provinces adopteront des règlements similaires en fonction du modèle de règlement des ACVM.

➔ Document de consultation sur l'inscription

Le 18 avril 2013, les ACVM ont publié le document de consultation 91-407 intitulé *Dérivés : inscription* (le « document de consultation ») qui expose les recommandations des ACVM relativement à l'inscription et à la conformité continue des participants au marché des dérivés.

Le régime d'inscription proposé comporte trois catégories d'inscription : (i) les courtiers en dérivés, soit les personnes dont la fonction consiste notamment à agir comme intermédiaire, à agir comme teneur de marché de dérivés, à toucher une rémunération sur les opérations et à solliciter des opérations sur dérivés; (ii) les conseillers en dérivés, soit les personnes dont la fonction consiste à conseiller en matière de dérivés; et (iii) les grands participants au marché des dérivés (« GPMD »), soit les entités, autres que les courtiers en dérivés, qui ont une exposition globale importante aux dérivés pouvant faire courir au système financier canadien ou international d'importants risques systémiques. L'inscription serait requise tant pour le personnel de première ligne que pour les gestionnaires et superviseurs, y compris les personnes qui participent à la prestation de conseils et à la prestation de services de négociation aux clients comme intermédiaires.

Le document de consultation propose des dispenses de l'obligation d'inscription pour (i) les chambres de compensation, (ii) les personnes qui exécutent des opérations avec ou pour des membres du même groupe qu'elles ou qui leur fournissent des conseils en matière de dérivés, (iii) les pouvoirs publics et (iv) les courtiers fournissant des conseils sur les dérivés accessoires à des services de courtage.

Selon le document de consultation, plusieurs obligations d'inscription s'appliqueraient à tous les inscrits, notamment : l'obligation de compétence minimale, les obligations en matière de situation financière et de solvabilité (qui comprennent des normes de capital minimal, des exigences de marge et des obligations en matière d'assurance et de communication d'information), l'obligation d'honnêteté et les obligations relatives à la détention des actifs de clients ou de contreparties. Les courtiers en dérivés et les conseillers en dérivés seraient également assujettis à certaines obligations en matière de contrôle de l'accès et de conduite des affaires, notamment des obligations de connaissance

du client et de la contrepartie, une obligation de vérifier si les opérations conviennent au client et une obligation de gérer les conflits d'intérêts.

Les ACVM envisagent également deux solutions réglementaires pour les cas particuliers où des courtiers en dérivés effectuent des opérations pour leur propre compte avec des parties non qualifiées. L'expression « parties qualifiées » devrait comprendre les participants au marché qui sont expérimentés et ont la capacité financière d'absorber des pertes découlant d'opérations sur dérivés, notion qui est similaire aux « clients autorisés » et aux « investisseurs qualifiés ». La partie non qualifiée serait tenue d'obtenir des conseils indépendants avant d'effectuer une opération ou encore le courtier en dérivés serait tenu d'avertir la partie non qualifiée qu'il est en conflit d'intérêts et qu'elle peut obtenir des conseils indépendants. Lorsqu'un courtier en dérivés effectuerait une opération pour son propre compte avec une partie non qualifiée qui n'est pas représentée par une personne indépendante, il serait assujéti à des obligations d'information additionnelles, dont des déclarations de renseignements préalables à l'opération, des avis d'exécution et des relevés de comptes.

Les participants au marché qui sont tenus de s'inscrire comme courtiers en dérivés, conseillers en dérivés ou GPMD et qui sont par ailleurs assujéti à des obligations réglementaires équivalentes imposées par un autre organisme de réglementation au Canada reconnu par l'autorité en valeurs mobilières compétente seraient dispensés des obligations d'inscription qui se recourent. Les courtiers et conseillers en dérivés étrangers ainsi que les GPMD étrangers seraient dispensés de certaines obligations réglementaires lorsqu'ils peuvent démontrer qu'ils sont assujéti à des obligations essentiellement équivalentes dans leur territoire d'origine. Ils seraient cependant obligés de s'inscrire dans chaque province et chaque territoire du Canada où ils réalisent des opérations sur dérivés et seraient assujéti à des obligations d'information continue.

Enfin, les ACVM reconnaissent dans le document de consultation le rôle du Canada sur le marché international des dérivés et se sont engagées à travailler en collaboration avec les organismes de réglementation internationaux afin d'élaborer pour le marché canadien des règlements qui font en sorte que les participants au marché canadien des dérivés « aient accès aux marchés internationaux et soient réglementés conformément aux principes internationaux ».

➔ Règlement sur la compensation par contrepartie centrale

Le 19 décembre 2013, les ACVM ont publié pour commentaire l'Avis 91-303 du personnel des ACVM intitulé *Projet de modèle de règlement provincial sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale* (le « Règlement sur la compensation par contrepartie centrale ») qui décrit l'obligation proposée de compensation par contrepartie centrale des opérations sur dérivés négociés hors bourse. Les ACVM ont indiqué que le Règlement sur la compensation par contrepartie centrale a pour objectif d'accroître la transparence du marché des dérivés pour les organismes de réglementation et le public et d'améliorer globalement la réduction du risque.

Le Règlement sur la compensation par contrepartie centrale est divisé en deux volets, à savoir (i) la détermination des produits dérivés assujettis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale (un « produit dérivé compensable ») et (ii) l'obligation de compensation par contrepartie centrale pour les produits dérivés compensables.

PRODUITS DÉRIVÉS COMPENSABLES

Le Règlement sur la compensation par contrepartie centrale prévoit que les organismes locaux de réglementation des valeurs mobilières auront le pouvoir de déterminer les dérivés ou les catégories de dérivés qui seront considérés comme des « produits dérivés compensables » et qui seront donc assujettis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale. Cette détermination sera effectuée produit par produit compte tenu d'un ensemble de facteurs.

COMPENSATION OBLIGATOIRE PAR CONTREPARTIE CENTRALE

Le Règlement sur la compensation par contrepartie centrale propose un impératif de compensation obligatoire par contrepartie centrale qui s'appliquerait aux opérations sur produits dérivés compensables avec une contrepartie locale. Cette obligation ferait l'objet de certaines dispenses, notamment la dispense applicable aux utilisateurs finaux qui concluent des opérations sur dérivés afin de couvrir le risque commercial lié à l'exercice de leurs activités et la dispense applicable aux opérations entre des entités membres du même groupe. Les ACVM ont sollicité des commentaires en particulier sur la dispense proposée pour les utilisateurs finaux, qui, sous sa forme actuelle, ne pourrait être invoquée par une entité financière. Par conséquent, les petites institutions financières seraient assujetties à la

compensation obligatoire par une contrepartie centrale, qu'elles effectuent ou non des opérations sur dérivés.

→ Règlement sur les chambres de compensation

Parallèlement à la publication du Règlement sur la compensation par contrepartie centrale, la CVMO a publié pour commentaire le projet de règlement 24-503 sur les obligations relatives aux chambres de compensation (le « Règlement sur les chambres de compensation »), qui énonce l'obligation de reconnaissance à titre de chambre de compensation (ou la dispense de l'obligation de reconnaissance). L'AMF et la CVMM ont aussi publié des projets de règlements locaux semblables.

Le Règlement sur les chambres de compensation énonce plusieurs obligations de conformité continue qui s'appliqueraient aux chambres de compensation reconnues qui servent, ou fournissent des services, de contreparties centrales, de dépositaires centraux de titres ou de systèmes de règlement de titres.

Les obligations sont fondées en grande partie sur les normes internationales applicables aux infrastructures de marchés financiers élaborées conjointement par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) de la Banque des règlements internationaux et par le conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).

Les normes conjointes CSPR-OICV visent à renforcer la sécurité et l'efficacité des mécanismes de compensation, de règlement et de consignation et, de façon plus générale, à limiter le risque systémique ainsi qu'à favoriser la transparence et la stabilité financière. La CVMO a aussi noté que la mise en œuvre des normes CSPR-OICV au moyen du Règlement sur les chambres de compensation constituait un élément important des démarches entreprises par les ACVM pour élaborer un cadre réglementaire exhaustif pour la négociation des dérivés au Canada qui favorise la concrétisation des engagements du G-20 pris par le Canada.

→ Règlement sur la détermination des dérivés

Le Règlement 91-506 de la CVMO sur la détermination des dérivés et son instruction générale connexe (le « Règlement sur la portée ») donnent des indications quant aux types de dérivés qui seront assujettis aux nouvelles

obligations réglementaires adoptées. Le Règlement sur la portée ne s'applique actuellement qu'au Règlement sur les référentiels (mentionné ci-après), mais devrait trouver une application plus large au fur et à mesure que de nouveaux règlements seront édictés (comme le Règlement sur la compensation par contrepartie centrale susmentionné).

Le Règlement sur la portée restreint dans les faits la gamme de produits qui seraient autrement visés par la définition large de l'expression « produit dérivé » figurant dans la loi ontarienne sur les valeurs mobilières. Le Règlement sur la portée met également fin aux conflits susceptibles de se produire lorsqu'un contrat ou un effet donné est visé par les définitions se recoupant de « produit dérivé » et « valeur mobilière » figurant dans la loi ontarienne sur les valeurs mobilières. Les contrats et effets qui ne sont pas compris dans la définition de « produit dérivé » énoncée dans le Règlement sur la portée n'auront pas à être déclarés à un dépositaire désigné.

➔ Règlement sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés

De façon générale, le règlement 91-507 de la CVMO sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés de même que son instruction générale connexe (le « Règlement sur les référentiels ») portent sur deux aspects : (i) les obligations relatives à la réglementation des référentiels centraux et (ii) les obligations de déclaration de contreparties aux opérations.

RÉGLEMENTATION DES RÉFÉRENTIELS CENTRAUX

Le Règlement sur les référentiels expose de façon détaillée les obligations que doit remplir une entité qui souhaite obtenir et maintenir la reconnaissance à titre de référentiel central. Pour déterminer s'il y a lieu ou non de reconnaître un référentiel central, la CVMO tient compte de divers facteurs, dont l'intérêt du public, la conformité du demandeur à la législation en valeurs mobilières et la conformité des politiques du demandeur aux normes applicables aux référentiels centraux.

Une fois reconnu, le référentiel central est assujéti à une variété d'obligations de conformité continue portant notamment sur la gouvernance, la tenue de dossiers, la sécurité des données, la confidentialité et la gestion des risques.

OBLIGATION DE DÉCLARATION

En vertu du Règlement sur les référentiels, les opérations sur dérivés avec une contrepartie locale doivent être déclarées à un référentiel central reconnu ou, si aucun référentiel n'a été reconnu pour le type d'opération, à la CVMO. Le Règlement sur les référentiels établit une hiérarchie permettant de déterminer la contrepartie à une opération qui doit être déclarée. Il y a lieu de mentionner que les contreparties à une opération sont libres de déléguer, par contrat ou par l'établissement de systèmes et de pratiques, la fonction de déclaration à l'une d'elles ou à un tiers afin d'éviter le doublement des déclarations. Toutefois, chaque contrepartie ayant une obligation de déclaration (en vertu de la hiérarchie établie dans le Règlement sur les référentiels) est responsable de la déclaration exacte d'une opération en temps opportun.

CONTENU ET MOMENT DE LA DÉCLARATION

Les trois principaux types de données qui doivent être déclarées en vertu du Règlement sur les référentiels sont les suivants : (i) les données à communiquer à l'exécution; (ii) les données sur les événements du cycle de vie, y compris les changements aux données sur les dérivés déjà déclarées; (iii) les données sur les valeurs, notamment la valeur actuelle de l'opération.

Le Règlement sur les référentiels exige que la déclaration initiale des données à communiquer à l'exécution ait lieu en temps réel et que la déclaration des données sur les événements du cycle de vie ait lieu à la fin de chaque jour ouvrable (dans chaque cas, dans la mesure où cela est technologiquement possible). Les données sur les valeurs doivent être déclarées quotidiennement lorsque la contrepartie déclarante est un courtier en dérivés ou une chambre de compensation reconnue ou dispensée. Dans tous les autres cas, les données sur les valeurs doivent être déclarées trimestriellement.

DATES DE PRISE D'EFFET DE L'OBLIGATION DE DÉCLARATION

Le Règlement sur les référentiels est entré en vigueur le 31 décembre 2013, mais l'obligation de déclaration des opérations sur dérivés n'entrera en vigueur que le 2 juillet 2014 (sauf dans les cas où les deux contreparties ne sont pas des courtiers, auquel cas aucune déclaration ne sera exigée avant le 30 septembre 2014).

De plus, les obligations prévues par le Règlement sur les référentiels qui exigeront que les référentiels centraux reconnus publient des données anonymes sur les opérations n'entreront pas en vigueur avant le 31 décembre 2014. Cette prolongation additionnelle de six mois fait suite aux nombreux commentaires qu'a reçus la CVMO sur le projet de règlement et selon lesquels la publication des données sur les opérations, malgré les délais de déclaration

10

Actualité sur la réglementation des dérivés : le Canada donne suite aux engagements du G-20

prévus par le Règlement sur les référentiels, pourrait nuire au marché des dérivés et aux participants au marché des dérivés canadien en raison de la nature moins liquide de celui-ci par rapport aux autres marchés importants. Il reste à voir si des changements seront apportés au Règlement sur les référentiels afin de répondre à ces préoccupations.

➔ Prochaines étapes : de nouveaux règlements

Le document de consultation sur l'inscription, le projet de modèle de règlement sur la compensation par contrepartie centrale et le règlement local sur les obligations des chambres de compensation constituent des étapes importantes dans la réalisation des engagements du G-20 par le Canada. Toutefois, le nouveau développement de loin le plus important en matière de réglementation canadienne sur les dérivés au cours de la dernière année fut l'adoption par les gouvernements de l'Ontario, du Québec et du Manitoba de nouveaux règlements relatifs à la détermination des produits, aux dépositaires centraux et à la déclaration des données sur les dérivés. Même si au cours des dernières années, les ACVM (et les divers organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières) ont publié plusieurs documents de consultation et projets de règlements, jusqu'à présent, aucun nouveau règlement relatif aux dérivés n'est entré en vigueur à la suite de la réalisation des engagements du G-20 par le Canada. Nous nous attendons à ce que 2014 soit de nouveau une année importante en matière de réglementation sur les dérivés au Canada puisque les documents de consultation et les modèles de règlements proposés continueront d'avancer dans le processus réglementaire jusqu'à leur mise en œuvre.

11

Nouveautés du droit américain ayant un impact sur l'investisseur canadien

11

Nouveautés du
droit américain
ayant un
impact sur
l'investisseur
canadien



→ Sollicitation générale permise dans le cadre de certains placements sans déclaration d'inscription

La *Rule 506* prise en application du *Regulation D* crée une dispense de l'obligation de déposer une déclaration d'inscription prévue par la *Securities Act of 1933* des États-Unis, dans sa version modifiée (la « Loi de 1933 »), pour les placements privés, soit des placements sans déclaration d'inscription, aux États-Unis. La dispense a beaucoup été utilisée par les émetteurs américains et autres qui effectuent des placements privés s'adressant à peu près toujours exclusivement à des « investisseurs qualifiés » (*accredited investors*). De même, la *Rule 144A* prise en application de la Loi de 1933 crée une dispense applicable aux placements primaires effectués sans déclaration d'inscription auprès de grands investisseurs institutionnels appelés « acheteurs institutionnels admissibles » (*qualified institutional buyers*).

Comme le lui ordonnait la *Jumpstart Our Business Startups Act* (la « Loi JOBS »), la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC ») a adopté en juillet 2013, avec prise d'effet en septembre 2013, des modifications aux règles permettant le recours à la « publicité générale » et à la « sollicitation générale » (par exemple, des annonces dans les journaux ou les revues, des annonces à la télévision ou à la radio et des sites Web publics) dans les placements de titres sans déclaration d'inscription effectués sous le régime de la *Rule 506* ou de la *Rule 144A*. (Dans le reste de ce rapport, « sollicitation générale » s'entend de la publicité générale et de la sollicitation générale.) L'une et l'autre de ces activités ont été interdites pendant de nombreuses années par les deux règles, interdiction qui a dictée de façon importante le fonctionnement des placements privés aux États-Unis.

La capacité de se livrer à une activité de sollicitation générale dans le cadre des placements régis par la *Rule 506* est assujettie au respect de certaines exigences. En vertu de la nouvelle *Rule 506(c)*, des titres ne peuvent être vendus qu'à des personnes qu'il est raisonnable de considérer comme des investisseurs qualifiés et les émetteurs (ou leurs placeurs pour compte) doivent prendre des « mesures raisonnables » pour vérifier que tous les acquéreurs dans le cadre d'un placement régi par la *Rule 506(c)* sont des investisseurs qualifiés. Ces mesures nécessiteront des émetteurs qu'ils exigent une certification autre que l'autocertification par les investisseurs à laquelle ils se fiaient auparavant pour établir la qualité d'investisseur qualifié des investisseurs

éventuels, particulièrement pour les investisseurs qui ne sont pas des acheteurs institutionnels.

La détermination du caractère « raisonnable » des mesures prises est de nature objective et fondée sur les faits et circonstances propres à chaque placement. La SEC a laissé entendre que le caractère raisonnable des efforts de vérification déployés par l'émetteur serait établi en fonction de divers facteurs dont les suivants : la nature de l'acquéreur, le type d'investisseur qualifié que l'acquéreur prétend être, la quantité et le type d'information dont dispose l'émetteur au sujet de l'acquéreur et la nature et les modalités du placement.

Quelles que soient les mesures prises, si le droit d'un émetteur de se prévaloir de la dispense prévue par la *Rule 506(c)* est contesté, il appartiendra à l'émetteur de prouver qu'il y a droit. Par conséquent, les émetteurs (et tout tiers fournisseur de services de vérification auquel l'émetteur a recours) devraient conserver des dossiers adéquats concernant les mesures qu'ils ont prises pour vérifier que chaque acquéreur dans le cadre d'un placement régi par la *Rule 506(c)* était un investisseur qualifié au moment du placement.

Les sociétés d'investissement fermées, comme les fonds de couverture, les fonds de capital-investissement et les fonds de capital de risque, peuvent se prévaloir de la dispense prévue par la *Rule 506(c)*. La plupart de ces fonds se prévalent des exclusions de la définition de « société d'investissement » au sens de la *Investment Company Act of 1940* des États-Unis prévues par les alinéas 3(c)(1) (« fonds de 100 personnes ») et 3(c)(7) (« fonds acquéreurs admissibles ») de cette loi. Pour se prévaloir de l'une ou l'autre de ces exclusions, un fonds ne peut pas faire un appel public à l'épargne en vue de vendre ses titres. La SEC a confirmé que les fonds fermés peuvent se livrer à une activité de sollicitation générale dans le cadre d'un placement régi par la *Rule 506(c)* sans perdre le droit de se prévaloir de ces exclusions.

Les émetteurs qui ne souhaitent pas se livrer à une activité de sollicitation générale, ou qui souhaitent vendre des titres à des investisseurs non qualifiés, dans le cadre de leurs placements effectués sous le régime de la *Rule 506* peuvent continuer de le faire en vertu de la *Rule 506(b)* à condition de ne pas vendre de titres à plus de 35 investisseurs. Aucun effort supplémentaire de vérification des investisseurs n'est nécessaire dans le cadre des placements régis par la *Rule 506(b)* au-delà de ceux qui étaient déjà habituellement déployés par les émetteurs et les placeurs pour compte.

La modification de la *Rule 144A* permet le recours à la sollicitation générale dans le cadre des placements régis par la *Rule 144A* lorsque les titres sont vendus uniquement à des acheteurs institutionnels admissibles ou à des personnes qui le sont selon l'avis raisonnable de l'émetteur ou d'un intermédiaire financier. Il n'y a aucun changement aux méthodes actuelles d'établissement de la qualité

d'investisseur éventuel. La modification de la *Rule 144A* ne devrait avoir aucun effet appréciable sur le déroulement de ces placements.

Les émetteurs de l'extérieur des États-Unis constateront que la SEC a déclaré que le recours à la sollicitation générale dans un placement régi par la *Rule 506(c)* ou la *Rule 144A* ne fera pas en sorte que le placement aux États-Unis soit intégré à un placement effectué en même temps à l'extérieur des États-Unis en vertu du *Regulation S* pris en application de la Loi de 1933. Les émetteurs pourront ainsi effectuer des placements sans déclaration d'inscription à l'extérieur et à l'intérieur des États-Unis en même temps sans risquer de perdre le bénéfice de l'une ou l'autre des dispenses.

➔ **Modifications proposées au *Regulation D* – Obligations d'information et de conformité supplémentaires**

En même temps que l'élimination de l'interdiction visant la sollicitation générale dans le cadre de placements régis par la *Rule 506* et la *Rule 144A*, la SEC a publié des modifications proposées au *Regulation D*, principalement en ce qui a trait aux placements régis par la *Rule 506*. Les propositions ont été publiées à la fois pour améliorer la capacité de la SEC d'évaluer l'évolution des pratiques du marché dans le cadre des placements régis par la *Rule 506*, particulièrement ceux qui ont recours à la sollicitation générale, et pour répondre aux préoccupations en matière de protection des investisseurs soulevées par les commentateurs qui s'inquiètent que le fait de permettre la sollicitation générale dans le cadre de placements privés se solderait par une augmentation de pratiques frauduleuses, particulièrement pour ce qui est des placements réalisés par des petites sociétés peu connues.

En vertu des règles proposées :

- les émetteurs seraient tenus de déposer un formulaire D initial dans le cadre de placements régis par la *Rule 506(c)* au moins 15 jours avant de se livrer à toute activité de sollicitation générale et un formulaire D modifié dans un délai d'au moins 15 jours à compter de la première vente effectuée dans le cadre du placement et un formulaire D de clôture après la réalisation de tout placement régi par la *Rule 506*;
- les émetteurs seraient tenus de fournir des renseignements supplémentaires sur le formulaire D;

11

Nouveautés du droit américain ayant un impact sur l'investisseur canadien

- l'inclusion de certaines légendes et d'autres renseignements prescrits dans les documents de sollicitation générale écrits utilisés dans le cadre des placements régis par la *Rule 506(c)* serait exigée;
- temporairement, le dépôt auprès de la SEC des documents de sollicitation générale écrits utilisés dans le cadre de placements régis par la *Rule 506(c)* serait exigé au plus tard à leur première date d'utilisation;
- les émetteurs seraient privés pendant un an du droit de se prévaloir de la *Rule 506* s'ils ne se sont pas conformés au cours des cinq dernières années à l'exigence de déposer un formulaire D dans le cadre d'un placement régi par la *Rule 506*.

RÉACTION DU MARCHÉ

Les propositions ont donné lieu à de nombreuses lettres de commentaires. Les propositions prévoyant le dépôt d'un formulaire D préalable, l'exclusion d'un an par suite de non-conformité aux exigences de dépôt du formulaire D et le dépôt des documents de sollicitation générale écrits auprès de la SEC ont suscité un grand nombre de commentaires négatifs, de nombreux commentateurs étant d'avis que ces propositions sont contraires à l'objectif de la Loi JOBS de faciliter la mobilisation de capitaux par les petites sociétés et les sociétés émergentes. La période de commentaires réservée aux règles proposées est terminée depuis le 4 novembre 2013.

DÉPÔT D'UN PRÉAVIS

Les commentateurs ont fait remarquer, notamment, que la capacité des émetteurs de réaliser des placements régis par la *Rule 506(c)* dans un bref délai pourrait être fortement limitée si la SEC adoptait l'exigence relative au préavis de 15 jours. Ils ont aussi noté en grand nombre que les émetteurs pourraient s'abstenir d'avoir recours à la sollicitation générale si la divulgation préalable les exposait au risque lié au marché ou à la concurrence. En outre, le fait de ne pas faire de dépôt en prévision d'une sollicitation générale involontaire, par inadvertance ou non autorisée pourrait obliger un émetteur à retarder un placement, ce qui pourrait lui faire manquer un débouché sur le marché.

EXCLUSION D'UN AN

L'aspect peut-être le plus controversé des règles proposées demeure toutefois la modification proposée à la *Rule 507* qui exclurait automatiquement un émetteur, sans que la SEC n'ait à intervenir, du recours à la *Rule 506(b)* ou (c) dans le cadre d'un nouveau placement pendant un an si l'émetteur ne s'est pas conformé, au cours des cinq dernières années, aux exigences de dépôt d'un formulaire D dans le cadre d'un placement régi par la *Rule 506(b)* ou (c). Selon la SEC, cette

proposition vise à inciter fortement au dépôt d'un formulaire D en temps opportun sans fardeau indu pour les participants au marché.

La période d'exclusion d'un an débuterait après le dépôt de tous les formulaires D requis au titre du placement visé. Selon la proposition, la période antérieure de cinq ans ne s'étendrait pas au-delà de la date d'entrée en vigueur de la nouvelle règle.

Les règles proposées prévoient un délai de remédiation de 30 jours pour le dépôt tardif d'un formulaire D initial ou modifié, qui ne s'applique qu'une fois au titre d'un placement en particulier. En outre, selon ces règles, la SEC peut faire droit à des demandes de dérogation « fondées ». Les propositions visant le *Regulation D* n'ont aucune incidence sur la position actuelle de la SEC selon laquelle le défaut de déposer un formulaire D ou le dépôt tardif dans le cadre d'un placement ne conduira pas à la perte du droit de se prévaloir de la dispense prévue par la *Rule 506* pour le placement visé ou pour les offres et les ventes effectuées dans le cadre d'autres placements régis par la *Rule 506* qui ont débuté avant la survenance du cas de non-conformité.

Enfin, les titres vendus dans le cadre d'autres placements non régis par la *Rule 506* au cours de la période d'exclusion par des sociétés non cotées en bourse ne constitueraient pas des « titres visés » (*covered securities*) au sens des lois sur les valeurs mobilières des États-Unis et ne seraient donc pas automatiquement dispensés des obligations d'inscription prévues par les lois étatiques applicables en matière de valeurs mobilières (« lois sur la protection de l'épargne ») ni ne mériteraient d'être examinés en vertu de ces lois. Une telle situation pourrait nécessiter des inscriptions éventuellement fastidieuses et coûteuses dans les États où ces placements sont réalisés, ce qui pourrait avoir une incidence défavorable sur la capacité des émetteurs de mobiliser les capitaux nécessaires.

Les commentateurs ont exprimé l'opinion que l'exclusion constitue une sanction très grave qui est disproportionnée par rapport à l'infraction en cause. Les commentateurs ont également noté que l'exclusion pourrait résulter (i) du défaut non significatif de déposer en temps opportun qui n'est pas remédié ou qu'il est impossible de remédier; (ii) du défaut de déposer avant une sollicitation générale involontaire ou par inadvertance; (iii) du fait que l'on ne sait pas bien si la proposition s'applique aux défauts de déposer tous les renseignements requis par le formulaire D ou au dépôt d'un formulaire D dans lequel il manque des renseignements requis.

REMISE DE DOCUMENTS DE SOLLICITATION GÉNÉRALE ÉCRITS

Les propositions visant le *Regulation D* incluent une règle temporaire (*Rule 510T*) qui obligerait les émetteurs réalisant des placements régis par la *Rule 506(c)* à remettre des exemplaires des documents de sollicitation générale écrits à la SEC. La SEC a expliqué dans son communiqué annonçant les propositions qu'elle estime qu'un examen de ces documents lui permettra d'évaluer et de comprendre les pratiques du marché dans le cadre de placements régis par la *Rule 506(c)*.

La règle temporaire, dans sa version proposée, serait en vigueur durant deux ans. Les documents écrits seraient obligatoirement remis à la SEC au plus tard à la date de leur première utilisation, mais ne seraient pas accessibles au public dans le système EDGAR de la SEC.

Certains commentateurs ont déclaré que la règle temporaire découragerait le recours à la sollicitation générale en raison notamment de ce qui suit : (i) il serait très difficile de déterminer ce que constituent des « documents de sollicitation générale écrits », particulièrement compte tenu de l'utilisation sans cesse croissante des médias sociaux; (ii) les émetteurs pourraient se montrer réticents à fournir à la SEC des renseignements commerciaux confidentiels ou exclusifs. En outre, on a fait remarquer que la SEC pourrait atteindre ses objectifs en exigeant de l'émetteur un engagement de fournir les renseignements sur demande plutôt que d'en exiger la remise à la SEC.

→ **Projet de *Regulation A+* — Mobilisation de capitaux par les petites sociétés**

Le 18 décembre 2013, la SEC a proposé des règles visant à modifier le *Regulation A* pris en application de la Loi de 1933 afin de moderniser et d'augmenter le cadre entourant la mobilisation de capitaux par les petites sociétés. À l'heure actuelle, le *Regulation A* permet aux émetteurs américains et canadiens admissibles qui ne sont pas des sociétés assujetties à la SEC de mobiliser des capitaux jusqu'à concurrence de 5 millions de dollars au cours de toute période de 12 mois dans le cadre d'un ou de plusieurs placements publics faisant l'objet d'une dispense d'inscription prévue par la Loi de 1933. Le *Regulation A* n'a été que rarement utilisé au cours des dernières années principalement en raison du bas niveau du seuil de placement et de l'absence des dispenses prévues par les lois étatiques sur les valeurs mobilières ou « lois sur la protection de l'épargne » pour les placements régis par le *Regulation A*.

Le *Title IV* de la Loi JOBS, intitulé *Small Company Capital Formation*, ordonnait à la SEC de créer une nouvelle dispense d'inscription en vertu de la Loi de 1933 applicable aux placements de titres d'un maximum de 50 millions de dollars au cours de toute période de 12 mois. Les règles proposées, appelées *Regulation A +*, étendraient l'application du *Regulation A* de manière à y inclure une dispense d'inscription applicable aux placements de titres d'un maximum de 50 millions de dollars au cours de toute période de 12 mois, y compris jusqu'à un maximum de 15 millions de dollars pour le compte de porteurs de titres vendeurs (un « placement de niveau 2 »).

Les règles actuelles sur l'admissibilité des émetteurs, les communications, la délivrance de visa et le processus de placement, l'information à fournir dans les notices d'offre et certaines autres questions s'appliqueraient également aux placements de niveau 2. Ces placements seraient aussi assujettis à d'autres exigences, comme les limites imposées sur les acquisitions par les investisseurs, l'inclusion des états financiers audités de deux exercices dans la notice d'offre et l'assujettissement de l'émetteur aux obligations d'information continue. Compte tenu des exigences supplémentaires proposées pour les placements de niveau 2, les titres offerts et vendus dans le cadre d'un placement de niveau 2 seraient dispensés des obligations d'inscription et des conditions d'admissibilité prévues par les lois étatiques sur les valeurs mobilières.

Le recours au *Regulation A* est actuellement ouvert à toute entité américaine ou canadienne dont l'établissement principal se trouve aux États-Unis ou au Canada et qui n'est pas assujettie aux obligations d'information des émetteurs inscrits à la SEC prévues par la *Securities Exchange Act of 1934* des États-Unis (la « Loi de 1934 »). Les types de titres qui peuvent être offerts en vertu des règles proposées se limiteraient aux titres de participation et aux titres d'emprunt, notamment les titres d'emprunt dont la conversion ou l'échange donne droit à des titres de participation, y compris toute garantie rattachée à de tels titres. Les titres adossés à des créances sont exclus.

L'émetteur qui cherche à réaliser un placement sous le régime du *Regulation A* doit établir, déposer et faire viser une déclaration d'offre avant d'effectuer des ventes de titres. L'essentiel de la déclaration d'offre consiste en la notice d'offre, document d'information très semblable à une version abrégée du prospectus dans le cadre d'un placement inscrit. Les règles proposées visent à moderniser le processus de placement prévu par le *Regulation A* d'une manière conforme à l'évolution réglementaire du processus de placement inscrit.

La délivrance du visa d'une déclaration d'offre sous le régime du *Regulation A* n'assujettirait pas en soi l'émetteur aux obligations d'information continue prévues par la Loi de 1934. Le paragraphe 12(g) de la Loi de 1934 exige toutefois que les émetteurs ayant des actifs totaux excédant 10 millions de dollars inscrivent en vertu de la Loi de 1934 toute catégorie de titres de participation

détenus à la date de clôture des registres soit par 2 000 personnes, soit par 500 personnes qui ne sont pas des investisseurs qualifiés. Les règles proposées ne dispenseraient pas les titres vendus sous le régime du *Regulation A* de l'application des seuils d'inscription prévus au paragraphe 12(g). Par conséquent, l'émetteur réalisant un placement sous le régime du *Regulation A* serait avisé de surveiller attentivement le nombre de porteurs inscrits à la date de clôture des registres pour l'application de la Loi de 1934, surtout parce que les titres vendus sous le régime du *Regulation A* ne sont pas considérés comme des « titres subalternes » et pourraient être transférés sans restriction.

En vertu des règles proposées, les placements de niveau 2 seraient assujettis à certaines exigences supplémentaires, qui visent à répondre à certaines préoccupations en matière de protection des investisseurs. Plus particulièrement, les placements de niveau 2 seraient assujettis à des limites d'investissement, de sorte qu'il serait interdit à un investisseur d'investir plus de 10 % de son revenu annuel ou de son avoir net, selon le plus élevé de ces deux montants, dans le cadre de tout placement de niveau 2, et les émetteurs dans le cadre de placements de niveau 2 seraient assujettis à un régime d'information continue qui est analogue au régime régissant les sociétés nationales américaines assujetties à la Loi de 1934, mais les obligations d'information seraient moindres.

LE REGULATION A PEUT-IL « CHANGER LA DONNE » POUR LES PETITES SOCIÉTÉS EN CROISSANCE ?

Jusqu'à il y a environ dix ans, les PAPE pouvant atteindre 50 millions de dollars étaient chose courante aux États-Unis. Toutefois, pour diverses raisons (notamment des modifications importantes apportées à la réglementation, des obligations d'information étendues, la lenteur du processus d'examen de la SEC, les exigences d'inscription boursières, etc.), le processus de PAPE classique est devenu considérablement plus chronophage et coûteux. En outre, l'incertitude entourant la possibilité de mener à bien le très long processus d'inscription et de lancer un PAPE dans des conditions du marché favorables a souvent dissuadé les petites sociétés de s'engager dans cette voie. Malgré les accommodements prévus pour les sociétés en voie d'émergence par la Loi JOBS, un PAPE classique pourrait ne pas être une solution de rechange réaliste en vue de la mobilisation de capitaux pour les petites sociétés aux États-Unis.

Par conséquent, les petites sociétés fermées ont dû se fier presque exclusivement à des placements dispensés, comme les placements sous le régime de la *Rule 506* et de la *Rule 144A*, pour mobiliser des capitaux aux États-Unis. Bien que les modifications récentes apportées à la *Rule 506* et à la *Rule 144A* aient accordé plus de latitude aux émetteurs en éliminant l'interdiction de sollicitation générale, l'attrait de ces placements est limité en

raison de leurs conditions d'admissibilité applicables aux investisseurs (par exemple, les investisseurs qualifiés) et parce que les titres émis sont assujettis à des restrictions de transfert. Les investisseurs préfèrent acquérir des titres qui ne sont pas « subalternes » et qui peuvent être librement négociés sur un marché secondaire (dans l'hypothèse où il existerait un marché secondaire). En outre, les petites sociétés pourraient souhaiter (ou devoir) être en mesure de traiter avec les investisseurs. Le *Regulation A* ne limite pas le nombre d'émetteurs ou d'investisseurs qui peuvent participer à un placement, ni n'impose d'exigences selon lesquelles les investisseurs doivent être qualifiés ou avertis sur le plan financier. La nouvelle dispense proposée dont font l'objet les placements de niveau 2, si elle est adoptée, pourrait enfin procurer aux petites sociétés une solution de rechange viable pour la mobilisation de capitaux qui est moins chronophage, moins coûteuse et plus efficace qu'un PAPE classique et plus attrayante qu'un placement privé. En cas de suite positive, la dispense proposée visant les placements de niveau 2 et le régime simplifié d'information continue qui s'applique après la réalisation d'un placement de niveau 2 pourraient devenir la voie que les petites sociétés en pleine croissance emprunteront en tant que prélude à un PAPE inscrit ultérieur ou à une inscription à une bourse nationale de valeurs.

→ Exclusion des criminels et autres « mauvais joueurs » des placements régis par la *Rule 506*

Depuis le 23 septembre 2013, un émetteur ne peut plus se prévaloir de la dispense (de l'obligation de déposer une déclaration d'inscription) prévue par la *Rule 506* prise en application de la Loi de 1933 pour ses placements privés de titres aux États-Unis si lui ou certaines autres « personnes visées » (*covered persons*) ont été reconnus coupables de fraude en valeurs mobilières ou d'une infraction à d'autres lois précises ou s'ils font l'objet d'une sanction judiciaire ou administrative à cet égard (des « faits conduisant à l'exclusion »). Cette modification a été adoptée par la SEC en application de la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (la « Loi Dodd-Frank »).

En vertu de la nouvelle *Rule 506(d)*, l'émetteur ne peut se prévaloir de la dispense prévue par la *Rule 506* si l'une des personnes suivantes est visée par un fait conduisant à l'exclusion :

- l'émetteur, y compris ses sociétés devancières, ou tout émetteur membre du même groupe que lui qui émet des titres dans le cadre du même placement que celui de l'émetteur;

11

Nouveautés du droit américain ayant un impact sur l'investisseur canadien

- les administrateurs ou les membres de la haute direction de l'émetteur ou tout propriétaire véritable d'au moins 20 % des titres de participation comportant droit de vote en circulation de l'émetteur;
- tout gestionnaire de placements d'un émetteur qui est un fonds commun de placement et les administrateurs, membres de la haute direction et autres dirigeants de ce gestionnaire de placements participant au placement;
- tout promoteur associé à l'émetteur en quelque capacité que ce soit au moment de la vente;
- toute personne qui a été ou qui sera rémunérée (directement ou indirectement) pour la sollicitation d'acquéreurs dans le cadre des ventes de titres visés par le placement (comme un placeur pour compte) et les administrateurs, membres de la haute direction et autres dirigeants de cette personne participant au placement.

Parmi les faits conduisant à l'exclusion de la possibilité de se prévaloir de la dispense prévue par la *Rule 506*, on compte les condamnations au criminel aux États-Unis, les injonctions prononcées par un tribunal des États-Unis ayant trait à l'acquisition ou à la vente de titres ou au dépôt de faux documents auprès de la SEC et les ordonnances rendues par certaines commissions étatiques et fédérales, y compris les ordonnances connexes de la SEC.

Il n'y aura pas exclusion lorsque, par suite de faits survenus avant le 23 septembre 2013, l'émetteur divulgue par écrit, dans un délai raisonnable avant la vente, à chaque acquéreur participant au placement régi par la *Rule 506* les faits qui auraient conduit à l'exclusion s'ils s'étaient produits avant le 23 septembre 2013.

L'émetteur qui ne savait pas et qui, en faisant preuve de diligence raisonnable, ne pouvait pas savoir qu'une personne visée faisait l'objet d'un fait conduisant à l'exclusion ne sera pas privé du droit de se prévaloir de la dispense prévue par la *Rule 506*. L'émetteur aurait à mener une enquête sur les faits pour se conformer à la norme de diligence raisonnable. La SEC n'a prescrit aucune mesure à prendre en vue d'une telle enquête. Les mesures que devrait prendre un émetteur varieront selon les circonstances et faits particuliers.

Enfin, un émetteur peut présenter au directeur de la Division of Corporation Finance de la SEC une demande de dérogation à l'exclusion prévue par la *Rule 506* (mais non à l'obligation de divulguer des faits passés qui auraient conduit à l'exclusion n'eût été le fait qu'ils sont survenus avant le 23 septembre 2013) si l'émetteur peut en établir le « bien-fondé ».

Il importe de noter que l'exclusion prévue par la *Rule 506* n'empêche pas un émetteur d'effectuer des placements privés sous le régime de l'alinéa 4(a)(2) de la Loi de 1933. Il existe toutefois une distinction importante pour les sociétés

ouvertes canadiennes qui ne sont pas inscrites à une bourse de valeurs nationale aux États-Unis : l'exclusion prévue par la *Rule 506* fera généralement en sorte que leurs placements privés aux États-Unis seront assujettis aux obligations d'inscription ou aux conditions d'admissibilité des lois sur les valeurs mobilières de plusieurs États.

Personnes-ressources

Pour obtenir de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec nous ou visitez notre site Web www.dwpv.com

Les informations figurant dans ce guide ne constituent pas un avis juridique. Nous vous invitons à communiquer avec nous directement si vous avez des questions précises.



A. Timothy Baron
tbaron@dwpv.com
416.863.5539



Julien C. Brosseau
jbrosseau@dwpv.com
514.841.6460



Richard Fridman
rfridman@dwpv.com
416.367.7483



Mindy Gilbert
mgilbert@dwpv.com
416.367.6907



Adam Heller
aheller@dwpv.com
416.367.7556



Neil Kravitz
nkravitz@dwpv.com
514.841.6522



Brian Kujavsky
bkujavsky@dwpv.com
514.841.6401



Jennifer F. Longhurst
jlonghurst@dwpv.com
416.367.7453



J. Alexander Moore
amoore@dwpv.com
416.863.5570



Jeffrey Nadler
jnadler@dwpv.com
212.588.5505



Patricia Olasker
polasker@dwpv.com
416.863.5551



James R. Reid
jreid@dwpv.com
416.367.6974



Jared Solinger
jsolinger@dwpv.com
416.367.7562



Anthony Spadaro
aspadaro@dwpv.com
416.367.7494



Scott M. Tayne
stayne@dwpv.com
212.588.5520



David Wilson
dwilson@dwpv.com
416.863.5517



Montréal

1501, avenue McGill College
26^e étage
Montréal, QC H3A 3N9
TÉL 514.841.6400

Toronto

155 Wellington Street West
Toronto, ON M5V 3J7
TÉL 416.863.0900

New York

900 Third Avenue
24th Floor
New York, NY USA 10022
TÉL 212.588.5500