

25 février 2015

Larissa Streu  
Avocate-conseil principale, Financement des sociétés  
British Columbia Security Commission  
C.P. 10142, Pacific Centre  
701, rue West Georgia,  
Vancouver (Colombie-Britannique) V7Y 1L2  
Lettre envoyée par courriel à l'adresse : [lstreu@bcsc.bc.ca](mailto:lstreu@bcsc.bc.ca)

Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, rue du Square-Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Lettre envoyée par courriel à l'adresse : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

**Objet : Avis des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et demande de commentaires en ce qui concerne la dispense de prospectus simplifié concernant les émissions de droits**

---

FAIR Canada est heureuse de fournir des commentaires aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) en ce qui concerne les modifications proposées au régime existant d'émission de droits dispensée de prospectus afin de permettre aux émetteurs assujettis (autres que les fonds de placement assujettis au Règlement 81-102) de réunir des capitaux au moyen d'une émission de droits dispensée de prospectus.

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des épargnants. En tant que voix nationale pour les investisseurs, FAIR Canada s'est engagée à promouvoir une meilleure protection pour les investisseurs en matière de réglementation des valeurs mobilières. Consultez le site [www.faircanada.ca](http://www.faircanada.ca) pour obtenir de plus amples renseignements.

**1. FAIR Canada appuie la mise à jour de la dispense de prospectus concernant les émissions de droits pour les émetteurs assujettis**

***Introduction***

- 1.1. FAIR Canada appuie les efforts réglementaires visant à améliorer la capacité des émetteurs assujettis à réunir des capitaux à peu de frais tout en protégeant les investisseurs. FAIR Canada appuie également les efforts visant à déterminer pourquoi les différentes administrations du Canada ont rarement eu recours à certaines dispenses de prospectus, comme celle relative aux émissions de droits, comparativement à d'autres administrations (comme au Royaume-Uni, à Hong Kong et en Australie). FAIR Canada offre son appui afin que des changements soient

apportés et que les administrations aient davantage recours aux dispenses de prospectus<sup>1</sup>. L'avis indique que le personnel des ACVM a mené une recherche, recueilli des données et tenu des consultations informelles avec les participants au marché afin de déterminer les émissions et d'envisager des changements, ce qui a donné lieu aux modifications proposées. FAIR Canada soutient ces mesures.

- 1.2. FAIR Canada aurait aimé que l'avis comprenne les résultats de la recherche menée, plus particulièrement en ce qui concerne les références relatives aux caractéristiques clés des régimes d'émission de droits qui sont fréquemment utilisés dans d'autres administrations (notamment en Australie, à Hong Kong et au Royaume-Uni)<sup>2</sup>. Pour assurer la transparence, il serait également avantageux de fournir certains détails concernant les catégories d'intervenants qui ont été consultés. Par exemple, les actionnaires institutionnels ont-ils été consultés, en plus des émetteurs? Enfin, il serait utile que l'avis comprenne tous les renseignements disponibles au sujet de la quantité et du pourcentage de capitaux réunis dans d'autres administrations grâce à cette dispense comparativement à d'autres dispenses de prospectus, le cas échéant. La publication de ces données permettrait de mieux comprendre les intervenants de la mobilisation de fonds dans d'autres administrations et d'améliorer la qualité des commentaires reçus concernant les modifications proposées.
- 1.3. FAIR Canada constate que les sociétés ont généralement recours aux émissions de droits pour réunir des capitaux à des fins générales ou particulières, y compris pour rembourser une dette, satisfaire aux exigences en matière d'adéquation du capital (le cas échéant), financer des acquisitions ou créer un fonds de roulement.
- 1.4. Du point de vue des investisseurs particuliers, les émissions de droits peuvent généralement être vues d'un bon œil (comparativement à un placement privé, par exemple) dans la mesure où ces émissions :
  - (a) offrent aux actionnaires existants des actions proportionnelles à leurs avoirs (droit de préemption);
  - (b) permettent aux actionnaires existants de vendre leur droit de souscription aux actions (droit d'indemnisation pour les actions non souscrites).
- 1.5. Une émission de droits devrait offrir aux investisseurs particuliers les choix suivants :
  - Accepter l'offre et souscrire aux actions au prix d'émission (c'est-à-dire se prévaloir de ses droits).
  - Vendre l'admissibilité au droit de préemption, également appelé droit « sans capital versé » (c'est-à-dire vendre ses droits).

---

<sup>1</sup> Voir la lettre du 20 janvier 2014 que FAIR Canada a envoyé aux ACVM au sujet de la dispense de prospectus proposée afin qu'elle soit distribuée aux actionnaires existants. Cette lettre est accessible à l'adresse suivante : <<http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2011/01/FAIR-Canada-comments-re-Proposed-Exemption-for-Distributions-to-Existing-Security-Holders.pdf>>.

<sup>2</sup> Par exemple, les changements apportés au processus relatif à l'émission de droits au Royaume-Uni à la suite du rapport publié par le Rights Issue Review Group en novembre 2008, qui traite de l'efficacité et de l'ordonnement de la procédure d'émission de droits. Ce rapport est disponible en anglais seulement à l'adresse suivante : <[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/pbr08\\_rightsissue\\_3050.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/pbr08_rightsissue_3050.pdf)>.

- Ne rien faire, auquel cas d'autres souscripteurs seront sollicités à la fin de l'émission de droits et tout produit supérieur au prix d'émission, moins les dépenses, sera remis à l'actionnaire (c'est-à-dire ne rien faire et recevoir le produit de la vente de ses droits).
  - Opter pour une combinaison des trois options susmentionnées.
- 1.6. En théorie, la valeur que les actionnaires qui n'acceptent pas l'offre reçoivent dans le cadre de l'émission de droits peut être la même, peu importe la mesure qu'ils ont choisi, soit de se prévaloir de leurs droits, de vendre ceux-ci ou de ne rien faire<sup>3</sup>. Cependant, en pratique, le droit sans capital versé peut fournir peu de valeur, voire aucune, car le marché peut être illiquide et les droits sont souvent sous-évalués<sup>4</sup>. Néanmoins, les actionnaires préfèrent que leurs droits soient cessibles<sup>5</sup>.
- 1.7. FAIR Canada note que le droit des sociétés, les conditions d'admission en bourse et les exigences des lois sur les valeurs mobilières doivent être examinés afin d'établir un cadre d'émission de droits permettant d'améliorer la valeur pour les actionnaires. L'avis des ACVM ne fait pas mention du droit des sociétés applicable ou des conditions d'admission en bourse de la TSX, de la TSX-V ou d'autres bourses, ni de la façon dont ils aident à établir un régime d'émission de droits efficace et ordonné dans l'intérêt de tous les participants au marché, y compris les investisseurs particuliers. Ces renseignements auraient été utiles.
- 1.8. Un document récent intitulé « Rights Offerings, Trading, and Regulation: A Global Perspective »<sup>6</sup> examine les émissions de droits dans le monde en utilisant un échantillon de 8 238 émissions de droits dans 69 pays et donne un aperçu des règles pouvant augmenter la valeur pour les actionnaires. Par exemple, à Hong Kong et au Royaume-Uni, la capacité d'une société à décider si les droits seront cessibles est structurée et réglementée. Dans le cas d'émissions de droits non cessibles, il s'agit d'offres ouvertes qui sont assujetties à un ensemble de règlements distincts, y compris une limite relative au rabais par rapport à la valeur marchande. Dans ces administrations, les émetteurs ne sont pas libres de choisir si les droits sont cessibles ou non. Tous les droits sont cessibles, sauf dans des conditions particulières.

### **Réduction du temps alloué**

---

<sup>3</sup> Par exemple, une société qui émet 100 millions d'actions à 1 \$ chacune procède à une émission de droits à 0,70 \$ l'action selon le principe du « un pour un ». Un actionnaire qui possédait initialement 1 000 actions et qui se prévaut entièrement de ses droits possédera 2 000 actions d'une valeur de 1 700 \$. Chaque action vaudra maintenant 0,85 \$, tandis que l'actionnaire qui possédait 1 000 actions et qui ne s'est pas prévalu de ses droits possédera des actions d'une valeur totale de 850 \$. Cet actionnaire pourrait vendre ses droits au prix ex-droits hypothétique de 0,85 \$, moins le prix d'émission (0,70 \$) et recevoir 150 \$ en espèces. Ce montant additionné à la nouvelle valeur des actions équivaut aux actions d'une valeur de 1 000 \$ que l'actionnaire détenait au départ. Voir : « A Report to the Chancellor of the Exchequer: by Rights Issue Review Group » (Office of Public Sector Information, Norwich, 2008) aux points 8.8 et 8.9, qui est disponible en ligne à l'adresse suivante (en anglais seulement) : <[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/pbr08\\_rightsissue\\_3050.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/pbr08_rightsissue_3050.pdf)>.

<sup>4</sup> Massimo Massa, Theo Vermaelen et Moqi Xu, *Rights Offerings, Trading, and Regulation: A Global Perspective* (Insead Faculty & Research Working Paper, 2013), page 2. Les auteurs ont constaté que des 8 238 émissions de droits annoncées de 1995 à 2008, le droit moyen a affiché un rendement nul durant 55 % des jours de négociation, comparativement à 20 % pour les actions sous-jacentes.

<sup>5</sup> *Ibid.*, page 2.

<sup>6</sup> *Ibid.*

- 1.9. Selon l'avis, les intervenants de l'industrie ont dit que le temps alloué pour procéder à une émission fait augmenter les coûts et est source d'incertitude quant au financement. L'avis indique également que le temps moyen pour procéder à une émission est de 85 jours et que le temps moyen entre la rédaction de la version provisoire du prospectus et l'obtention de l'avis d'acceptation par l'organisme de réglementation est de 40 jours<sup>7</sup>. Les modifications proposées visent à réduire le temps alloué pour procéder à une émission. La période d'exercice de la nouvelle dispense doit être d'au moins 21 jours et d'au plus 90 jours.
- 1.10. Le temps alloué pour procéder à une émission de droits a fait l'objet d'un examen et d'une réforme réglementaire dans d'autres administrations. Au Royaume-Uni, des modifications au régime ont été apportées en vue de réduire le temps alloué. La période d'émission de droits minimale est passée de 21 à 10 jours ouvrables (ou 14 jours francs lorsque des droits de préemption prévus par la loi s'appliquent)<sup>8</sup>. Les émetteurs cotés peuvent organiser des réunions générales moyennant un préavis de 14 jours francs, sous réserve de certaines conditions<sup>9</sup>.
- 1.11. Le rapport du Royaume-Uni qui a précédé les modifications apportées aux émissions de droits dans cette administration indique que la réduction du temps alloué permettrait de réduire la période durant laquelle une société (et sa réputation) est à risque et où le cours de son action peut être mis à rude épreuve (la situation financière et les perspectives de certaines sociétés ont changé pendant le processus et des plaintes ont été déposées au sujet de la vente à découvert). Le rapport indique que des techniques de mobilisation de fonds efficaces sont essentielles pour permettre aux sociétés de réunir des capitaux au moindre coût. *La mobilisation de fonds de façon ordonnée permet non seulement de réduire le coût, mais aussi de préserver l'intégrité du marché et la réputation de l'émetteur.* Les améliorations seront donc avantageuses pour le marché, les sociétés et les actionnaires<sup>10</sup>.
- 1.12. FAIR Canada souligne que le Royaume-Uni a été en mesure de réduire de façon importante le temps alloué sans devoir abolir les prospectus relatifs aux émissions de droits. Il a plutôt diminué les exigences en matière de divulgation, comparativement à un prospectus complet, afin de réduire le coût et le fardeau administratif. Pour ce faire, il a permis aux sociétés d'omettre dans les prospectus relatifs aux émissions de droits les renseignements qui sont déjà accessibles au marché en vertu de leurs obligations actuelles en matière de divulgation<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> Avis des ACVM et demande de commentaires concernant les modifications proposées par rapport au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription, au Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus, au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié, au Règlement 45-102 sur la revente de titres et à l'abrogation proposée du Règlement 45-101 sur les placements de droits de souscription, d'échange ou de conversion (27 novembre 2014), à la page 2, accessible en ligne à l'adresse suivante (en anglais seulement) :

<[http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw\\_ni\\_20141127\\_45-106\\_pro-amend.htm](http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_ni_20141127_45-106_pro-amend.htm)>.

<sup>8</sup> Taylor Wessing, « Secondary Issues » (2013), page 6, accessible en ligne à l'adresse suivante (en anglais seulement) : <[http://www.taylorwessing.com/uploads/tx\\_siruplawyermanagement/Secondary\\_Issues.pdf](http://www.taylorwessing.com/uploads/tx_siruplawyermanagement/Secondary_Issues.pdf)>.

<sup>9</sup> *Ibid.*, page 6.

<sup>10</sup> *Supra* note 3, page 3.

<sup>11</sup> Les exigences réduites en matière de divulgation s'appliquent aux sociétés inscrites sur la liste officielle de la United Kingdom Listing Authority et aux sociétés cotées sur le marché Alternative Investment Market (où il n'existe aucune dispense de prospectus concernant les émissions de droits). Ces exigences réduites en matière de divulgation s'appliquent aux émissions de droits qui sont conformes aux dispositions législatives sur la préemption de la *Companies Act 2006* et aux émissions pour lesquelles les droits de préemption prévus par la loi ont été

## 2. Éléments clés de la dispense de prospectus révisée concernant les émissions de droits

2.1. Voici un résumé des éléments clés de la dispense proposée :

- **Accessibilité** – La dispense vise les émetteurs assujettis, cotés ou non (anciennement, elle visait également les émetteurs non assujettis), mais pas les fonds de placement assujettis au Règlement 81-102.
- **Limite de dilution** – Un maximum de 100 % des titres des émetteurs assujettis peut être émis en vertu de la dispense de prospectus au cours d’une période de douze mois (anciennement, la limite de dilution était de 25 %).
- **Avis** – Un nouveau formulaire d’avis sera rempli et envoyé aux actionnaires pour leur indiquer comment accéder au prospectus concernant les émissions de droits par voie électronique. Il ne sera pas nécessaire d’envoyer le prospectus par la poste aux porteurs de titres.
- **Prospectus** – Lors de la rédaction de l’avis, les émetteurs rédigeront un prospectus concernant les émissions de droits, mais ne seront pas tenus de l’envoyer aux actionnaires.
- **Examen par les organismes de réglementation** – Un avis et un prospectus seront rédigés par les émetteurs, mais les organismes de réglementation ne les examineront pas au préalable et n’enverront aucun avis d’acceptation. Pour une période de deux ans à compter de l’adoption des modifications proposées, le personnel des ACVM dans certaines administrations examinera les prospectus (probablement après leur distribution).
- **Protections des actionnaires** :
  - **Offre à l’intention de tous les porteurs de titres** – L’émetteur doit accorder le privilège de souscription au prorata à chaque porteur de titres de la catégorie des titres qui seront placés dans le cadre de l’exercice des droits (la présente dispense ne précise pas clairement que les droits doivent être offerts à tous les porteurs de titres).
  - **La responsabilité civile prévue par la loi relativement à la divulgation sur le marché secondaire s’appliquerait à l’acquisition de titres dans le cadre d’une émission de droits.**
- **Cessibilité des droits** – La dispense prévoit que les droits seront cessibles (comme la dispense actuellement en vigueur).
- **Valorisation** – Les émetteurs cotés doivent évaluer le droit à un prix inférieur à celui du marché au moment de la rédaction de l’avis (selon les pratiques du marché). Quant aux émetteurs non cotés, le prix doit être inférieur à la juste valeur au moment de la rédaction de l’avis. Toutefois, la disposition ne s’appliquerait pas si les initiés de

---

remplacés par des « droits presque identiques » répondant à certains critères (ces droits doivent notamment être cessibles ou, dans le cas contraire, les actions liées à ces droits sont vendues au profit des actionnaires qui ne se sont pas prévalus de leurs droits). *Supra* note 8 (Taylor Wessing), page 4

l'émetteur n'avaient pas le droit d'augmenter leur quote-part au moyen de l'émission de droits ou d'un placement garanti.

- Placement garanti – Un placement garanti est permis, sous réserve de certaines conditions.
- Communiqué – L'émetteur doit publier un communiqué de clôture comprenant des renseignements réglementés au sujet de l'émission de droits, y compris les produits bruts globaux, la quantité de titres placés en vertu de chaque privilège de souscription de base, du privilège de souscription supplémentaire et du placement garanti.

### **3. Commentaires de FAIR Canada sur les modifications proposées de la dispense de prospectus concernant les émissions de droits**

- 3.1. FAIR Canada fait les recommandations ci-après au sujet des modifications proposées afin qu'un processus efficace soit mis en place pour améliorer l'intégrité du marché et assurer la protection des investisseurs.

#### ***Distribution de l'avis et du prospectus***

- 3.2. FAIR Canada recommande fortement que l'avis, s'il est distribué par voie électronique, contienne obligatoirement un lien vers le prospectus (comme dans le cas des aperçus des fonds). FAIR Canada craint que les investisseurs particuliers aient de la difficulté à accéder au prospectus s'il est seulement accessible sur le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR). Peu d'investisseurs particuliers sont susceptibles de connaître SEDAR, dans lequel la navigation peut être difficile. De plus, il est évident que peu d'investisseurs particuliers examineront le prospectus s'il ne leur est pas envoyé directement et qu'il est seulement mis à leur disposition (conformément aux leçons apprises relativement à l'économie comportementale). Si l'émetteur n'est pas en mesure d'envoyer le prospectus à certains actionnaires par voie électronique, l'avis envoyé devrait indiquer clairement comment accéder au prospectus par voie électronique, et un numéro de téléphone devrait être fourni pour les actionnaires qui souhaitent obtenir une copie papier (sans frais).

#### ***Examen par les organismes de réglementation***

- 3.3. FAIR Canada recommande fortement que les ACVM n'abandonnent pas entièrement l'examen réglementaire du prospectus. Les organismes de réglementation dans les principales administrations exigent toujours qu'un prospectus, quoique simplifié, soit soumis à un examen réglementaire approfondi avant sa publication. FAIR Canada est d'avis que les émetteurs assujettis seront beaucoup plus susceptibles de présenter des prospectus et des processus conformes s'il y a un examen réglementaire et une surveillance. Dans l'avis 51-341 du personnel des ACVM concernant le programme d'examen de l'information continue pour l'exercice terminé le 31 mars 2014, il est indiqué que 76 % des émetteurs assujettis ayant fait l'objet d'un examen complet ou limité à des sujets précis ont dû améliorer l'information fournie dans leurs documents d'information continue, qui était insuffisante, ont fait l'objet de mesures d'application de la loi, se sont vu imposer des interdictions d'opérations ou ont été inscrits sur la liste des émetteurs en

défaut<sup>12</sup>. Compte tenu de ces données, il n'est pas logique que les organismes de réglementation cessent d'assumer leur fonction de surveillance. Un examen de l'avis et du prospectus devrait être réalisé. Afin d'améliorer les délais, FAIR Canada recommande que les organismes de réglementation des valeurs mobilières améliorent leurs processus internes en vue de réduire le temps nécessaire pour effectuer un examen réglementaire des prospectus. Autrement, FAIR Canada propose l'élaboration d'un processus dans le cadre duquel les émetteurs devraient présenter l'avis et le prospectus à l'organisme de réglementation pertinent, mais seulement un certain pourcentage de ces documents seraient soumis à un examen réglementaire en fonction d'un processus de sélection axé sur les risques. Sinon, FAIR Canada propose que le processus accéléré soit offert uniquement aux émetteurs cotés et qu'un examen réglementaire des prospectus demeure obligatoire pour les émetteurs non cotés.

- 3.4. FAIR Canada ne croit pas que le format convivial du prospectus et l'ajout d'une responsabilité civile relativement à la divulgation sur le marché secondaire atténuent l'incidence de la protection réduite des investisseurs découlant de l'absence d'examen réglementaire de l'avis et du prospectus. Il est nettement préférable de mettre en place un régime réglementaire garantissant la conformité et la protection des investisseurs *ex ante* plutôt qu'*ex poste*. FAIR Canada appuie la proposition selon laquelle des dispositions relatives à la responsabilité civile prévue par la loi concernant la divulgation sur le marché secondaire s'appliqueraient à l'acquisition de titres dans le cadre d'une émission de droits, y compris dans le cas d'une déclaration inexacte dans le prospectus d'un émetteur. Cela contribue à l'objectif de politique visant à assurer un accès à la justice lorsque des investisseurs sont lésés. Étant donné que les investisseurs miseront sur les documents d'information continue des émetteurs pour déterminer les mesures à prendre concernant le prospectus, il est logique que la responsabilité civile prévue par la loi relativement à la divulgation sur le marché secondaire s'applique également au prospectus en tant que tel. Cependant, cela n'empêche pas qu'un examen réglementaire soit nécessaire. Même si les dispositions relatives à la responsabilité civile concernant la divulgation sur le marché secondaire permettront d'assurer une certaine conformité, cela n'est pas suffisant (notons le fait que des mesures économiquement viables ne seront pas prises dans tous les cas et qu'une déclaration inexacte pourrait être constatée uniquement après le délai de prescription).

#### ***Indemnisation des actionnaires***

- 3.5. FAIR Canada recommande que les ACVM envisagent de suivre le processus d'émission de droits de Hong Kong et du Royaume-Uni, qui exige que les émetteurs remboursent les actionnaires ayant choisi de ne pas se prévaloir de leurs droits à partir des produits découlant de l'acquisition de nouvelles actions. Les actions découlant des droits sont vendues au profit des actionnaires qui ne se sont pas prévalus de leurs droits, après la période de souscription, afin que tout produit excédant le prix d'émission et les dépenses liées au placement leur soit versé.

#### ***Approbation des actionnaires***

- 3.6. FAIR Canada recommande que l'approbation des actionnaires soit exigée dans le cas où le montant de dilution excède un certain seuil. L'émission d'actions dilutives ayant des répercussions notables sur le contrôle d'un émetteur devrait exiger l'approbation des actionnaires selon un vote

---

<sup>12</sup> Voir la page 2 de l'avis 51-341, qui est accessible en ligne à l'adresse suivante :

<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2014/2014juillet17-51-341-avis-acvm-fr.pdf>>.

majoritaire aux deux tiers. Toute modification importante proposée par un émetteur devrait être assujettie à l'approbation des actionnaires.

#### ***Réélection des membres du conseil d'administration***

3.7. FAIR Canada recommande aux ACVM d'exiger que tous les membres du conseil d'administration se présentent afin d'être réélus à la prochaine réunion générale annuelle (si cette exigence n'est pas déjà en vigueur) si les produits monétaires de l'émission de droits excèdent un certain niveau de la capitalisation boursière de l'émetteur avant l'émission ou si le montant de dilution excède un certain seuil (par exemple, le tiers). Cela permettrait d'améliorer la gouvernance.

#### ***Autorisation d'émettre des actions***

3.8. FAIR Canada recommande aux ACVM d'exiger que l'émetteur confirme dans l'avis qu'il possède suffisamment de capital autorisé pour respecter les droits de souscription, ou d'exiger qu'il obtienne l'approbation des actionnaires en vue de modifier ses articles avant le début de l'émission de droits.

#### ***Cessibilité des droits***

3.9. Une recherche récente démontre que les investisseurs préfèrent que leurs droits soient cessibles et qu'ils réagissent mieux aux émissions de tels droits<sup>13</sup>. Lorsque les droits ne sont pas cessibles, il y a un risque accru d'abus des actionnaires. FAIR Canada propose aux ACVM d'examiner les conclusions de la recherche afin de déterminer le type de régime qui permet davantage d'augmenter la valeur pour les actionnaires, plus particulièrement les questions suivantes :

- La valeur pour les actionnaires est-elle supérieure dans les pays où la cessibilité des droits est facultative plutôt qu'obligatoire?
- La valeur pour les actionnaires est-elle supérieure lorsque des conditions relatives à la cessibilité sont en place? (Au Royaume-Uni et à Hong Kong, les émissions de droits non cessibles sont des « offres ouvertes » assujetties à un ensemble de règlements distincts, y compris une limite relative au rabais [10 % au Royaume-Uni]).
- Les émetteurs ont-ils un meilleur rendement après une émission de droits cessibles ou une émission de droits non cessibles?
- Pour quelles raisons les émetteurs procèdent-ils à des émissions de droits non cessibles?

## **4. Réponse de FAIR Canada à certaines questions posées dans la demande de commentaires**

### ***1. Période d'exercice d'une émission de droits***

#### ***(a) Selon vous, la période d'exercice devrait-elle être d'au moins 21 jours et d'au plus 90 jours?***

Le rapport du Royaume-Uni cité à la section 1.11 ci-dessus indique qu'une longue période d'exercice peut être problématique pour les émetteurs et mener à des comportements pouvant compromettre l'intégrité du marché. Les ACVM devraient déterminer s'il est possible de réduire davantage la période minimale d'émission de droits de 21 jours en se fondant sur le fonctionnement dans d'autres administrations (y compris d'autres aspects de leur régime d'émission de droits). Le Royaume-Uni a mis en place un processus dans le cadre duquel les émetteurs peuvent choisir, lors d'une réunion avec les actionnaires, de retirer les droits de

---

<sup>13</sup> *Supra* note 4, page 23.

préemption prévus par la loi afin de ne pas avoir à offrir les droits à certains actionnaires étrangers, mais plutôt de vendre ces droits au profit des actionnaires. Cette option permet de réduire la période d'exercice et devrait être envisagée. Le temps alloué à une émission de droits devra également tenir compte des exigences du droit des sociétés visant la tenue d'une réunion afin d'obtenir l'approbation des actionnaires, et les conditions d'admission en bourse applicables devront être examinées afin de déterminer si elles sont toujours appropriées.

**2. Nous proposons que l'avis et le prospectus soient remplis et envoyés avant le début de la période d'exercice. Ce délai pourrait-il poser problème?**

Non, la période d'exercice (ou période d'émission de droits) peut avoir lieu après la rédaction et l'envoi de l'avis et du prospectus et la tenue d'une réunion avec les actionnaires. La date de clôture des registres et la période d'émission de droits peuvent suivre l'annonce de l'émission afin que les actionnaires puissent vendre ou acquérir leurs actions s'ils préfèrent ne pas participer<sup>14</sup>.

**3. Certains participants au marché nous ont suggéré d'obliger l'émetteur uniquement à remplir l'avis et le prospectus, mais pas à les envoyer. Bien que nous ne croyions pas que l'émetteur devrait être tenu d'envoyer le prospectus, nous sommes d'avis qu'il devrait à tout le moins envoyer l'avis pour s'assurer que chaque porteur de titres est mis au courant de l'offre. Nous comprenons également que l'émetteur devrait être tenu d'envoyer des certificats de droits aux porteurs de titres quoi qu'il en soit.**

**(a) Selon vous, le fait d'obliger l'émetteur à envoyer une copie papier de l'avis pourrait-il poser problème?**

Non. L'émetteur devrait être en mesure d'assurer l'envoi de l'avis par voie électronique si l'actionnaire a accepté ce mode de communication. Dans le cas contraire, l'avis devrait être envoyé par courrier.

**(b) Selon vous, le fait que le prospectus ne soit accessible qu'en format électronique pourrait-il poser problème?**

Oui. Veuillez voir nos commentaires à la section 3.2 ci-dessus.

**5. L'exigence de divulgation prévue dans le prospectus proposé est axée sur les renseignements concernant l'offre, l'utilisation des fonds disponibles et la situation financière de l'émetteur. Nous ne suggérons pas d'obliger l'intégration de renseignements sur la société dans le prospectus.**

**(a) Avons-nous abordé tous les renseignements que les émetteurs devraient être tenus de divulguer?**

**(b) Y a-t-il d'autres renseignements que les investisseurs devraient connaître pour pouvoir prendre une décision de placement dans le cadre de l'émission de droits?**

FAIR Canada suggère que les souscripteurs principaux ou les garants devraient être identifiés, et que tous les frais payés à l'égard des commissions d'engagement et des commissions de garantie en

---

<sup>14</sup> En général, dans le cas d'une émission de droits, la date de clôture des registres est fixée à cinq jours après l'annonce de l'émission de droits. *Supra* note 4, page 6.

général soient divulgués. Les circonstances dans lesquelles les commissions de garantie ou d'engagement peuvent être retirées devraient également être divulguées.

Les intérêts des personnes concernées par l'offre et tout conflit d'intérêts possible devraient être ciblés et évités ou gérés adéquatement.

**6. La dispense actuellement en vigueur autorise la négociation des droits et nous suggérons d'autoriser la négociation des droits en vertu de la dispense proposée. Nous avons reçu des commentaires variés de la part des participants au marché quant aux coûts et aux avantages que représenterait le fait d'autoriser la libre négociation des droits. ...**

**(a) Devrions-nous continuer à autoriser la négociation des droits? Dans l'affirmative, veuillez fournir une explication.**

Veillez consulter la section 3.10 ci-dessus. Nous encourageons les ACVM à étudier soigneusement cette question, y compris tout élément de preuve empirique comme la recherche menée par Insead, à examiner de quelle façon la réglementation de chaque pays peut influencer sur les coûts et les avantages découlant de la restriction de la négociabilité et à se demander quel régime permet d'améliorer le plus la valeur pour les actionnaires. De plus, les ACVM doivent examiner les répercussions de la négociabilité ou de la non-négoiability (et d'autres règles) sur la capacité des actionnaires étrangers à se prévaloir de leurs droits, ou sur la capacité des actionnaires canadiens à participer à l'émission de droits d'un émetteur étranger ou à obtenir une indemnisation à l'égard de ces droits.

Nous vous remercions de nous avoir donné la possibilité de formuler, par la présente, nos commentaires et nos points de vue. Nous acceptons que ce document soit rendu public, et nous serions heureux d'en discuter avec vous à votre convenance. N'hésitez pas à communiquer avec Neil Gross au 416-214-3408 ([neil.gross@faircanada.ca](mailto:neil.gross@faircanada.ca)) ou avec Marian Passmore au 416-214-3441 ([marian.passmore@faircanada.ca](mailto:marian.passmore@faircanada.ca)).

Veillez agréer l'expression de nos sentiments distingués.



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs