

Le 15 octobre 2015

Secrétaire  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20, rue Queen Ouest, 22<sup>e</sup> étage  
Toronto (Ontario) M5H 3S8  
Lettre envoyée par courriel à l'adresse : [comments@osc.gov.on](mailto:comments@osc.gov.on)

Anne-Marie Beaudoin  
Directrice du secrétariat  
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 de consultation des ACVM sur les modifications proposées relativement aux déclarations de placement avec dispense**

---

FAIR Canada a le plaisir de présenter ses commentaires sur les modifications proposées au Règlement 45-106 sur la dispense de prospectus relative à la notice d'offre (« modifications proposées ») publiées le 13 août 2015 visant l'introduction d'une nouvelle déclaration de placement avec dispense harmonisée (la « déclaration de placement avec dispense proposée ») et les modifications connexes à l'Instruction générale 45-106CP sur les dispenses de prospectus (le « document de consultation »).

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. Commentaires généraux

- 1.1. FAIR Canada appuie les réformes de la déclaration de placement avec dispense proposée et autres modifications connexes qui permettraient aux organismes de réglementation de recueillir et de publier des renseignements sur le marché dispensé. FAIR Canada a observé un manque de renseignements de base nécessaires pour comprendre cet aspect de nos marchés des capitaux et obtenir les données nécessaires pour prendre des décisions éclairées et établir une saine réglementation. Plusieurs intervenants du milieu universitaire et FAIR Canada ont demandé aux organismes de réglementation d'améliorer leur compréhension du marché dispensé en recueillant de

meilleurs renseignements et rendre ces renseignements publics<sup>1</sup>.

- 1.2. FAIR Canada appuie la collecte de meilleurs renseignements sur l'utilisation de dispenses de mobilisation de fonds afin que les organismes de réglementation et le public puissent mieux comprendre cet aspect de nos marchés des capitaux, améliorant ainsi le processus de prise de décisions et favorisant une surveillance réglementaire plus efficace du marché dispensé, y compris de la conformité. Nous appuyons aussi l'harmonisation de la déclaration de placement avec dispense proposée et encourageons les organismes de réglementation à adopter des méthodes de classement qui permettent aux organismes de réglementation, aux chercheurs et aux gouvernements d'utiliser facilement les données recueillies.
  - 1.3. FAIR Canada recommande fortement aux organismes de réglementation des valeurs mobilières d'élaborer un cadre réglementaire à l'égard du marché dispensé, garantissant une protection rigoureuse des investisseurs tout en favorisant des marchés efficaces. Un tel cadre réglementaire facilitera la formation de capital réelle (c.-à-d. de qualité) et entraînera une baisse du coût du capital et une hausse de la confiance dans nos marchés. La confiance dans nos marchés, notamment la confiance que les marchés sont équitables et que les règles sont effectivement appliquées, est essentielle à la formation de capital et à la croissance économique à long terme. Une étape nécessaire de ce processus est d'obtenir les renseignements nécessaires sur le marché dispensé.
2. En même temps, les organismes de réglementation doivent aussi prendre des mesures visant à imposer la conformité aux règles existantes régissant différentes dispenses de prospectus, puisque la non-conformité est un problème sérieux<sup>2</sup>. Elle cause préjudice aux investisseurs et sape la confiance dans le marché dispensé et nos marchés des capitaux en général. FAIR Canada n'est pas au courant de rapports publiés par des organismes de réglementation indiquant qu'elle n'avait pas donné suite de façon adéquate aux problèmes de conformité qu'ils avaient eux-mêmes relevés<sup>3</sup>. Par conséquent, il faut prévoir des

---

<sup>1</sup> Les ouvrages universitaires comprennent Jack M. Mintz, « Muddling up the Market: New Exempt-Market Regulations May do More Harm than Good to the Integrity of Markets », *The University of Calgary School of Public Policy – SPP Research Papers*, vol. 7, no 35, novembre 2014, accessible en ligne (en anglais uniquement) à l'adresse : <http://www.policyschool.ucalgary.ca/sites/default/files/research/mintz-muddlingmarket.pdf>; and Vijay Jog, « The Exempt Market in Canada: Empirics, Observations and Recommendations », *The University of Calgary School of Public Policy – SPP Research Papers*, vol. 8, no 10, mars 2015, accessible en ligne (en anglais uniquement) à l'adresse : <http://www.policyschool.ucalgary.ca/sites/default/files/research/exempt-markets-jog.pdf>. FAIR Canada a soulevé cette question dans plusieurs de ses soumissions, notamment sa soumission de 2012 aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sur les réformes relatives aux dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, du document de consultation 45-401 publié le 10 novembre 2011, accessible en ligne à l'adresse : [http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/03/Review-of-minimum-amount\\_F.pdf](http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/03/Review-of-minimum-amount_F.pdf).

<sup>2</sup> Avis 45-704 du personnel de la Saskatchewan Financial Services Commission Securities Division : *Review of Offering Memorandums under NI 45-106 Prospectus and Registration Exemptions*, 7 mars 2011, à la page 2; avis multilatéral 45-309 du personnel des ACVM : *Guidance for Preparing and Filing an Offering Memorandum under National Instrument 45-106 Prospectus and Registration Exemptions*, 26 avril 2013, à la page 2 –11; avis 31-334 du personnel des ACVM : *CSA Review of Relationship Disclosure Practices*, 18 juillet 2013; avis 33-738 du personnel de la CVMO : *OSC Annual Report for Dealers, Advisers and Investment Fund Managers*, 2012, en ligne à l'adresse suivante : <[http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/sn\\_20121122\\_33-738\\_annual-rpt-dealers.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/sn_20121122_33-738_annual-rpt-dealers.pdf)>; avis 33-740 du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) : *Report of the Results of the 2012 Targeted Review of Portfolio Managers and Exempt Market Dealers to Assess Compliance with The Know-Your-Client, Know-Your-Product and Suitability Obligations*, 30 mai 2013; avis 33-704 du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta : *Review of Exempt Market Dealers*, 12 janvier 2012 et avis 33-735 du personnel de la CVMO : *Sale of Exempt Securities to Non-Accredited Investors* et dans les directives publiée dans l'avis 31-336 du personnel des ACVM (mai 2011).

<sup>3</sup> Ibid. Nous vous invitons aussi à vous reporter aux mémoires suivants de FAIR Canada : *Projet de modification des dispenses de prospectus pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés* (lettre aux ACVM, datée

ressources supplémentaires pour assurer la conformité aux règles existantes et proposées, y compris que les renseignements requis dans les déclarations de placement avec dispense proposées doivent être remplis correctement et déposés auprès des organismes de réglementation provinciaux appropriés. Par ailleurs, d'autres outils sont à la disposition des organismes de réglementation. Ces derniers, et les gouvernements, doivent reconnaître que la divulgation ne suffira pas pour fournir le niveau de protection nécessaire aux investisseurs individuels, qu'il s'agisse d'investisseurs individuels qualifiés ou d'autres investisseurs particuliers. D'autres mesures sont nécessaires<sup>4</sup>.

### 3. Information dont nous avons un besoin urgent pour comprendre le marché dispensé

3.1. L'information qui serait utile au processus d'élaboration des politiques et pour lequel des données devraient être recueillies par l'intermédiaire des déclarations de placement avec dispense proposées, comprend :

- La taille du marché dispensé au Canada. Les chiffres qui sont fournis par les organismes de réglementation manquent de précision étant donné qu'ils comprennent des distributions de titres de fonds d'investissement à la fois publics et privés et qu'ils reflètent les achats, mais non pas les rachats de titres de fonds d'investissement<sup>5</sup>.

---

du 28 mai 2014); Dispenses de prospectus et d'inscription, eu égard à la dispense de notice d'offre et aux rapports sur les placements dispensés (lettre aux ACVM, datée du 18 juin 2014); Propositions de dispenses de prospectus et propositions de rapports sur les placements dispensés (lettre à la CVMO, datée du 18 juin 2014); Demande de commentaires sur les modifications proposées à la dispense relative à la notice d'offre (lettre à la Nova Scotia Securities Commission, datée du 6 juillet 2015). Ces lettres sont accessibles en ligne à l'adresse : <http://faircanada.ca/fr/dossiers-courants/memoires/>.

<sup>4</sup> Nous sommes préoccupés par le fait que malgré de sérieuses lacunes de conformité de la part des courtiers du marché dispensé, notamment dans la façon dont ils gèrent les conflits d'intérêts, et malgré la recherche en économie comportementale indiquant que la divulgation est inefficace et qu'elle peut entraîner des conséquences inattendues et même perverses, les organismes de réglementation ont choisi de se fier à la divulgation – et plus particulièrement, un formulaire de reconnaissance des risques – comme principal mécanisme visant à protéger les investisseurs dans le marché dispensé. Nous insistons pour que d'autres mesures soient utilisées pour assurer une protection adéquate des investisseurs. Il est insensé de se fier sur une telle divulgation en l'absence de vérification empirique préalable visant à déterminer l'incidence (le cas échéant) sur la prise de décisions des investisseurs. Les organismes de réglementation doivent fournir étayer leur croyance selon laquelle « le formulaire de reconnaissance des risques est un important mécanisme de protection des investisseurs parce qu'il alerte les investisseurs au sujet des principaux risques qui peuvent être associés aux valeurs mobilières achetées [...] ». Il y aura d'importantes conséquences négatives si les organismes de réglementation se trompent en « croyant » que les formulaires de reconnaissance des risques fournissent un certain niveau de protection aux investisseurs, et ces conséquences négatives retomberont directement sur les investisseurs. Consulter l'avis de modifications à la CVMO publié le 19 février 2015, à l'annexe E, page 46, accessible en ligne (en anglais uniquement) à l'adresse : [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/ni\\_20150219\\_45-106\\_amendments.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/ni_20150219_45-106_amendments.pdf). Dans notre mémoire daté du 18 juin 2014 en réponse à l'Avis de consultation multilatéral des ACVM publié le 20 mars 2014 (accessible en ligne à l'adresse : [http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/03/140618-comments-to-CSA-re-OM-exemption\\_F.pdf](http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/03/140618-comments-to-CSA-re-OM-exemption_F.pdf)) et dans notre mémoire à la CVMO datés du 18 juin 2014 en réponse à son Avis et demande de commentaires publié le 20 mars 2014 (accessible en ligne à l'adresse : [http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/03/140620-OSC-re-Prospectus-exemptions\\_F.pdf](http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/03/140620-OSC-re-Prospectus-exemptions_F.pdf)), nous avons formulé des commentaires visant à améliorer les exigences proposées de façon à ce que les investisseurs soient mieux protégés et à ce qu'il en découle un marché plus efficient dans lequel les investisseurs ont confiance. Nous vous pressons de tenir sérieusement compte de nos recommandations. De même, étant donné l'étendue des problèmes qu'ont eus les organismes de réglementation des suites de la vente à des investisseurs non qualifiés de placements relevant du marché dispensé en vertu de la dispense en faveur des investisseurs qualifiés, une certification indépendante (même fondée sur un critère financier) devrait être exigée de façon à mieux protéger les investisseurs, accessible en ligne à l'adresse : [http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/03/140528-final-AI-MA-exemption-submission\\_F.pdf](http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2009/03/140528-final-AI-MA-exemption-submission_F.pdf) pour de plus amples détails.

<sup>5</sup> Avis 45-712 de la CVMO sur l'examen du marché dispensé, annexe C – *Capital Raising in Canada and the Ontario Exempt Market*, à la page 13, note en bas de page 10, accessible en ligne (en anglais uniquement) à l'adresse : [https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/sn\\_20130828\\_45-712\\_progress-report-c-capital-raising-canada.pdf](https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/sn_20130828_45-712_progress-report-c-capital-raising-canada.pdf).

- Tandis que l'écrasante majorité des capitaux dans le marché dispensé est réunie par l'intermédiaire de la dispense en faveur des investisseurs qualifiés, il faut déterminer l'ampleur de ce qui a été réuni par des investisseurs individuels par rapport aux institutions financières canadiennes, aux gouvernements et organismes gouvernementaux, aux sociétés d'assurance, aux fonds communs de placement, aux caisses communes et comptes gérés ou aux caisses de retraite.
- Le type de sociétés qui constitue la catégorie des fonds d'investissement. Le nombre de fonds d'investissement qui constituent cette catégorie. Et le nombre de fonds d'investissement qui réunissent des capitaux dans le marché dispensé au cours d'une année civile donnée. Il faut aussi déterminer si certains de ces fonds (et le cas échéant, le pourcentage) bénéficient d'une couverture du Fonds canadien de protection des épargnants ou d'une couverture semblable en cas d'insolvabilité, et combien sont des fonds de placement non traditionnel, des ensembles de produits de base, des fonds à capital fixe (non rachetables) ou des fonds communs de placement assujettis au Règlement 81-102.
- Il faut évaluer la part des capitaux réunis par des émetteurs assujettis dans le marché dispensé (par l'intermédiaire de la dispense en faveur des investisseurs qualifiés ou de toutes les dispenses) qui provenaient d'investisseurs individuels et la part des capitaux réunis par des émetteurs non assujettis (par l'intermédiaire de la dispense en faveur des investisseurs qualifiés ou de toutes les dispenses) qui provenaient d'investisseurs individuels. Par exemple, en 2012, environ 69 % des capitaux réunis par des émetteurs autres que des fonds d'investissement en Ontario provenaient d'émetteurs non assujettis (69 % des 37 milliards de dollars ou 25,5 milliards de dollars). De ces 25,5 milliards de dollars, combien provenaient d'investisseurs individuels et quelle partie de cela provenait de petites et moyennes entreprises (PME) par rapport aux grands émetteurs?
- Il faut établir la proportion des capitaux réunis provenant d'investisseurs qualifiés pour des émetteurs assujettis étrangers ou des émetteurs non assujettis étrangers (10 %, 20 % ou plus?). Et de ce montant, déterminer combien provenait de particuliers.
- À partir du total des capitaux réunis auprès d'investisseurs individuels qualifiés, il faut déterminer la proportion provenant de personnes inscrites et la proportion réalisée directement par l'intermédiaire d'émetteurs. Lorsque les ventes ont été effectuées par l'intermédiaire de personnes inscrites, il faut établir le nombre de ces personnes inscrites qui étaient membres d'un organisme d'autoréglementation.
- Il faut déterminer l'émission médiane ou moyenne pour les émetteurs assujettis, les émetteurs non assujettis et les PME, et le montant médian ou moyen de capitaux qu'ils réunissent.
- Il faut préciser les commissions ou les frais, en moyenne, lorsqu'un intermédiaire entre en jeux.
- Il faut connaître les rendements des placements pour les investisseurs, en particulier les investisseurs individuels qualifiés et les autres investisseurs particuliers, dans le marché dispensé, et savoir combien des capitaux réunis ont entraîné des rendements positifs aux investisseurs sur une période d'un an, de trois ans, de cinq ans et de dix ans. Par ailleurs, il faut déterminer si les rendements ont été semblables ou différents selon que le placement était effectué auprès d'un émetteur assujetti, d'un émetteur non assujetti, d'un émetteur inscrit ou d'une PME.

- Il faut déterminer le nombre d'émetteurs qui étaient toujours en exploitation un an, trois ans et cinq ans après leurs activités de mobilisation de fonds en vertu des dispenses de prospectus. Aussi, il faut évaluer si le taux de survie varie selon la taille de l'émetteur, selon qu'il s'agit d'un émetteur assujéti ou selon le secteur d'activité.
- Il faut déterminer la présence d'une corrélation entre le niveau d'activité du marché dispensé et le niveau d'activité du marché public.
- Il faut connaître la prévalence et l'incidence de fraude dans le marché dispensé, et déterminer si elles varient selon le type de dispense de prospectus utilisé ou le type d'émetteur. Enfin, il faut déterminer le niveau de risque.

#### 4. Commentaires sur la déclaration de placement avec dispense proposée

4.1. FAIR Canada fait les commentaires suivants à l'égard des renseignements requis dans la déclaration de placement avec dispense proposée :

- La taille de l'émetteur* – FAIR Canada croit que l'étendue des plages utilisées par Statistique Canada pour définir les petites entreprises (de 0 à 99 employés, les microentreprises étant celles de moins de 5 employés), les moyennes entreprises (de 100 à 499 employés) et les grandes entreprises (500 employés et plus) ne fournira pas de renseignements suffisamment granulaires aux fins de l'élaboration de politiques ou d'analyse. Selon un article paru dans les médias, 98 % des établissements employeurs au Canada sont des petites entreprises<sup>6</sup>. Même si ces vastes catégories définitionnelles sont valides, des renseignements plus précis recueillis à l'intérieur de celles-ci pourraient être très utiles aux initiatives d'élaboration de politiques.
- Le type de fonds d'investissement* – Il pourrait être utile de connaître le type de fonds d'investissement dont il s'agit – un fonds à capital fixe, un fonds négocié en bourse, un ensemble de produits de base, un fonds commun de placement assujéti au Règlement 81-102 ou autre. Nous craignons que les catégories « actions » par rapport à « revenu fixe » et autres ne fournissent pas suffisamment de renseignements pour comprendre l'émetteur de fonds d'investissement ou cet aspect du marché dispensé. Veuillez vous reporter à nos questions sur les émetteurs de fonds d'investissement, plus haut à la section 2.1.
- Qualification d'acheteur* – FAIR Canada ne croit pas qu'il serait trop onéreux pour l'émetteur ou le souscripteur de désigner toutes les catégories (plutôt qu'une seule) par lesquelles un particulier se qualifie comme acheteur en vertu d'une dispense de prospectus donnée (par exemple, catégories faisant partie de la dispense relative aux membres de la famille et aux partenaires, de la catégorie « investisseur admissible » en vertu de la dispense relative à la notice d'offre ou catégories individuelles de la dispense en faveur des investisseurs qualifiés). Il peut s'agir de renseignements importants à recueillir pour de futures initiatives d'élaboration de politiques relativement aux investisseurs individuels. Par exemple, la plupart des investisseurs individuels étaient-ils admissibles en vertu de la dispense en faveur des investisseurs qualifiés en raison du critère financier, de l'actif net ou de revenu, ou de tout ce qui précède? Si ces renseignements ne sont pas recueillis, nous ne le saurons pas.

---

<sup>6</sup> CBC News, « 10 surprising stats about small businesses in Canada », 17 octobre 2011), accessible en ligne (en anglais uniquement) à l'adresse : <http://www.cbc.ca/news/business/10-surprising-stats-about-small-business-in-canada-1.1083238>.

(iv) *Parent de l'émetteur* – FAIR Canada croit que le parent de l'émetteur, le cas échéant, doit être divulgué dans la déclaration de placement avec dispense proposée. Ces renseignements seraient utiles aux investisseurs en cas d'une restructuration future de l'émetteur ou en cas de pertes résultant de l'insolvabilité de la filiale. Nous ne croyons pas qu'il serait onéreux de fournir ces renseignements. L'émetteur aura connaissance des renseignements dans chaque cas et le courtier devrait en prendre connaissance dans le cadre de l'exécution de leurs obligations de connaître son produit.

4.2. FAIR Canada ne croit pas que les déclarations de placement avec dispense seront examinées par de nombreux investisseurs individuels (qu'il s'agisse d'investisseurs qualifiés ou d'autres investisseurs particuliers) *avant* d'effectuer leur investissement. Si les renseignements recueillis sont également reconnus comme des renseignements qui aideraient les investisseurs en :

- leur fournissant des renseignements utiles dans l'exercice d'une diligence raisonnable sur un émetteur et
- en instaurant des règles du jeu équitables entre les investisseurs et les initiés et les promoteurs d'un émetteur,<sup>7</sup>

la divulgation de ces renseignements à l'investisseur devrait être requise *avant* d'investir. Ces renseignements sont beaucoup moins utiles une fois que l'investissement a déjà été effectué. FAIR Canada recommande par conséquent que ces renseignements soient inclus dans la déclaration de placement avec dispense proposée, mais aussi qu'ils soient mis à la disposition des investisseurs dans un format qui leur est compréhensible avant qu'ils effectuent leur investissement auprès d'un émetteur donné. De même, une rémunération versée par un émetteur à une société devrait être divulguée dans la déclaration de placement avec dispense proposée, mais les renseignements plus détaillés quant à la façon dont la société rémunère ses employés individuellement devraient être divulgués aux investisseurs si ces paiements donnent lieu à un conflit d'intérêts ou autrement de grandes motivations qui ne sont pas dans l'intérêt de l'investisseur<sup>8</sup>.

4.3. FAIR Canada recommande que les pénalités possibles en cas de fausse déclaration soient précisées dans le haut de la déclaration de placement avec dispense proposée en plus de l'avertissement en caractères gras que toute fausse déclaration constitue un délit. FAIR Canada recommande aussi que les organismes de réglementation et les gouvernements s'assurent qu'une pénalité appropriée soit imposée si les renseignements ne sont pas remplis et déposés à temps (peu importe s'il s'agit ou non d'une « fausse déclaration » en vertu des lois sur les valeurs mobilières).

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) ou avec Marian Passmore au 416-214-3441 (marian.passmore@faircanada.ca).

---

<sup>7</sup> Se reporter au document de consultation à la page 7, point 5, qui exige que les renseignements qui permettraient de comprendre qui exerce un contrôle sur les titres avec droit de vote de l'émetteur et combien la direction et les dirigeants de l'émetteur ont investi dans l'entreprise. On envisage également les renseignements relatifs au pourcentage de titres avec droit de vote détenus ou contrôlés par les administrateurs, les cadres de direction, les personnes exerçant un contrôle et les promoteurs de l'émetteur (voir la question 6, à la page 14).

<sup>8</sup> Voir la discussion à l'annexe E, pages 43 et 44 du document de consultation. Nous comprenons que le terme « société » dans ces cas représente vraisemblablement les courtiers du marché dispensé qui recommandent le produit aux investisseurs individuels.

Veillez agréer l'expression de nos sentiments distingués.



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs

c.c. : British Columbia Security Commission  
Commission des valeurs mobilières de l'Alberta  
Saskatchewan Financial Services Commission  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Autorité des marchés financiers  
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)  
Registraire des valeurs mobilières, Île-du-Prince-Édouard  
Nova Scotia Securities Commission  
Surintendant des valeurs mobilières, Terre-Neuve-et-Labrador  
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest  
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon  
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut