

5 janvier 2026

Commission des valeurs mobilières de l'Alberta
Autorité des affaires financières et services aux consommateurs de la Saskatchewan
Commission des services financiers et de la consommation du Nouveau-Brunswick
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Surintendant des valeurs mobilières, ministère de la Justice et de la Sécurité publique, Île-du-Prince-Édouard
Commission des valeurs mobilières de Terre-Neuve-et-Labrador
Registraire des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut
Registraire des valeurs mobilières, Territoire du Yukon

Le secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest,
22^e étage, Boîte 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
comments@osc.gov.on.ca

Objet : Projet de Norme multilatérale 45-111 sur la dispense de prospectus pour investisseurs autocertifiés

Nous vous remercions de nous donner l'occasion de faire part de nos commentaires concernant le Projet de Norme multilatérale 45-111 sur la dispense de prospectus pour investisseurs autocertifiés (DPIAC).

FAIR Canada est un organisme national, indépendant et sans but lucratif reconnu pour ses commentaires équilibrés et réfléchis sur les questions de politique publique. Nous nous consacrons à promouvoir les droits des investisseurs et des consommateurs financiers au Canada par l'entremise de :

- Soumissions de politiques informées aux gouvernements et aux organismes de réglementation
- Recherche pertinente axée sur les investisseurs particuliers
- Sensibilisation, collaboration et éducation du public
- Identification proactive des problèmes émergents¹.

¹ Visitez le [site https://faircanada.ca/fr/](https://faircanada.ca/fr/) pour en savoir plus.

A. Remédier au manque de données

Nous soutenons l'approche adoptée par les ACVM pour établir la DPIAC, qui comprenait des essais pilotes et la participation des parties prenantes. Cette approche peut servir de modèle pour l'élaboration d'autres dispenses.

Toutefois, l'absence de données sur l'utilisation de la DPIAC dans le cadre d'ordonnances générales ou de normes locales existantes rend difficile tout commentaire sur le Projet de Norme multilatérale 45-111 (MI 45-111). Plus précisément :

- La DPIAC a été utilisée par sept émetteurs seulement en Ontario, qui ont levé moins de 500 000 \$ sur une période de 36 mois (du 25 octobre 2022 au 21 avril 2025).
- La Consultation manque de données ou d'analyses sur l'utilisation de la DPIAC dans d'autres provinces.
- Il n'existe aucune information sur l'expérience des investisseurs se servant d'une DPIAC, qu'ils aient acheté les titres exemptés directement auprès de l'émetteur ou par l'intermédiaire d'un courtier inscrit (généralement un courtier sur le marché dispensé).

L'absence de données empêche d'évaluer si les modifications proposées à la DPIAC dans le cadre de la norme MI 45-111 permettront d'atteindre les objectifs des organismes de réglementation, à savoir élargir l'accès, accroître la flexibilité, faciliter la formation de capital et développer l'écosystème des investisseurs providentiels. Il est également difficile d'évaluer si les investisseurs sont protégés contre les investissements inappropriés ou les pertes financières importantes.

Théoriquement, nous convenons que la DPIAC peut constituer un meilleur indicateur du niveau de sophistication d'un investisseur que l'exemption pour investisseurs accrédités, qui évalue principalement la capacité financière. Nous sommes également d'accord avec l'évaluation des ACVM selon laquelle la DPIAC sera probablement utilisée par des investisseurs dont le revenu annuel net est inférieur à 200 000 \$, et portera principalement sur des offres commercialisées par des courtiers sur le marché dispensé. Les niveaux de revenu net plus bas et le recours aux courtiers sur le marché dispensé (souvent en conflit d'intérêts dans ce type d'offres) soulèvent toutefois des préoccupations quant à la protection des investisseurs.

Pour répondre à ces préoccupations, nous recommandons les mesures suivantes :

- **Amélioration de la collecte des données** : Les organismes de réglementation devraient collecter des données supplémentaires sur les investisseurs qui achètent par l'intermédiaire de courtiers inscrits, notamment des données « Connaissez votre client » (KYC), des indicateurs de coût et de rendement, ainsi que les avoirs en portefeuille. Ces informations permettront d'éclairer l'analyse coûts-avantages et de déterminer si l'utilisation de la DPIAC porte préjudice aux investisseurs.

Examens de conformité : Les organismes de réglementation devraient mener des examens sur les courtiers inscrits et des émetteurs se prévalant de la dispense, en particulier au cours des trois premières années suivant l'entrée en vigueur de la norme MI 45-111, afin de s'assurer de la conformité et des résultats escomptés. Pour les courtiers

inscrits, ces examens devraient notamment évaluer la pertinence de leurs recommandations et leur gestion des conflits d'intérêts.

- **Déclarations publiques** : Les organismes de réglementation devraient divulguer publiquement tout manquement à la conformité identifié dans les opérations sur titres dispensés de prospectus effectuées par des investisseurs particuliers, y compris les préoccupations liées à la DPIAC.

B. Réponses aux questions de consultation

Question 1 – Plafond d'investissement annuel

Nous sommes favorables à la fixation d'un plafond pour le montant que chaque investisseur peut investir dans le cadre de l'exonération. Toutefois, en l'absence de données plus détaillées sur les investisseurs utilisant la DPIAC, il est difficile de déterminer s'il est approprié d'augmenter la limite annuelle globale de 30 000 \$ à 50 000 \$. Comme la DPIAC est susceptible d'être utilisée par des investisseurs disposant de ressources financières limitées, nous recommandons de maintenir le plafond actuel, à moins que des garanties fiables ne soient mises en place. Certaines de ces garanties sont examinées ci-dessous, en lien avec les critères d'admissibilité.

En l'absence de solutions crédibles, et si l'augmentation à 50 000 \$ est adoptée, ceci devrait être limité aux cas où un courtier inscrit fournit une recommandation à un investisseur. Les courtiers inscrits, devraient être tenus d'accorder la priorité aux intérêts des clients, d'effectuer des évaluations KYC (Connaissiez votre client) et KYP (Connaissiez vos produits), ainsi que de formuler des recommandations appropriées, ce qui devrait, théoriquement permettre d'atténuer les préoccupations relatives à la capacité de perte.

Afin de s'assurer que ces mesures de protection sont appliquées de manière appropriée, nous recommandons par ailleurs que les organismes de réglementation fournissent des directives supplémentaires aux courtiers inscrits pour leur indiquer comment répondre à ces obligations lors de l'utilisation de la DPIAC. Les directives de l'Instruction générale 45-106CP (paragraphe 3.8(1.1) et (1.2)), adaptées aux exigences particulières de la DPIAC, pourraient servir de modèle pour la MI 45-111. Par exemple, les directives devraient préciser que la limite annuelle de 50 000 \$ ne signifie pas que ces placements conviennent à tous les investisseurs utilisant la DPIAC, et qu'une attestation signée ne suffit pas à elle seule à satisfaire aux obligations en matière d'adéquation.

De plus, l'Instruction générale 45-111CP (CP 45-111) devrait préciser que le représentant autorisé par l'investisseur autocertifié est inclus dans le coût d'acquisition global de 50 000 \$.

Lorsqu'un émetteur vend des titres directement à des investisseurs, les exigences en matière d'adéquation et de conflits d'intérêts ne s'appliquent pas. Compte tenu de l'absence de protections pour les investisseurs, la limite d'investissement annuelle devrait rester fixée à 30 000 \$ en ce qui concerne les titres achetés directement auprès des émetteurs.

Question 2 – Risques importants - Formulaire 45-111F2 proposé

Le formulaire 45-111F2 devrait comporter un avertissement clair indiquant les risques liés à l'emprunt pour investir dans des titres du marché dispensé. L'avertissement doit expliquer que l'achat sur marge augmente considérablement le risque financier. Par exemple, si un investisseur emprunte 50 000 \$ pour investir et que l'investissement échoue, sa perte sera aggravée par l'obligation légale de rembourser le capital et les intérêts du prêt.

Question 3 — Formulaires 45-111F2 et 45-111F3 proposés

Nous félicitons les organismes de réglementation d'avoir utilisé un langage simple dans les formulaires 45-111F2 et 45-111F3. Ces formulaires connaissent une véritable amélioration par rapport à de nombreux documents destinés aux investisseurs qui regorgent de jargon. Ces formulaires seront beaucoup plus faciles à comprendre pour les investisseurs. Ils fournissent tous des informations similaires, mais de manière différente et avec un niveau de détail variable. Il est bon de noter que le formulaire 45-111F3 fournit des informations plus générales sur les risques liés à tout placement dans le cadre d'une offre exemptée. Cependant, nous ne comprenons pas bien pourquoi les émetteurs doivent fournir les deux formulaires aux acheteurs. Cela pourrait également semer la confusion chez les investisseurs qui reçoivent les deux formulaires.

Nous considérons plutôt le formulaire 45-111F3 comme un outil éducatif plus utile pour tout investisseur envisageant d'investir sur les marchés dispensés ou privés. Au lieu de l'exiger pour le formulaire MI 45-111, nous recommandons que les informations contenues dans le formulaire 45-111F3 soient incluses dans les documents d'information destinés aux investisseurs sur les sites web des organismes de réglementation.

Question 4 – Critère d'admissibilité (a)

Nous ne sommes pas favorables à l'inclusion du critère (a) parmi les critères d'admissibilité. Avoir de l'expérience dans le secteur concerné peut fournir des informations utiles, mais ne garantit pas pour autant le niveau de sophistication de l'investisseur. Une personne peut par exemple être un excellent professionnel en informatique sans pour autant avoir les connaissances ou l'expérience nécessaires pour évaluer les mérites d'un investissement dans une société technologique en démarrage. Nous craignons que l'ajout de ce critère incite certaines personnes à sous-estimer les risques ou à mal interpréter la nature de l'investissement, ce qui pourrait entraîner de mauvais résultats pour ces investisseurs.

Ce critère devrait être au moins ajusté pour se concentrer sur les personnes occupant des postes financiers ou de gestion de haut niveau, ce qui permettrait d'évaluer les risques d'investissement de manière plus raisonnable. Cette portée étant plus restreinte, nous estimons qu'il est approprié de maintenir un délai de cinq ans; toutefois, nous recommandons que l'expérience soit relativement récente, c'est-à-dire acquise au cours des cinq dernières années.

Nous sommes également préoccupés par le fait que le critère est vaste et subjectif (il fait référence à une « autre expérience opérationnelle pertinente »), ce qui est difficile pour les

émetteurs ou les organismes de réglementation de vérifier l'admissibilité. Cela pourrait inciter certaines personnes à présenter leur expérience de manière inexacte ou à élargir la définition afin de répondre aux critères, ce qui compromettrait la protection des investisseurs prévue.

Si les ACVM décident d'adopter la version a) du critère, le formulaire CP 45-111 devra être mis à jour afin de fournir des indications précises sur l'admissibilité, ainsi que des exemples d'expériences autorisées et non autorisées. Sans ces précisions, le risque d'une interprétation générale est élevé, ce qui pourrait compromettre la protection des investisseurs.

En plus de fournir les indications nécessaires, les autorités de réglementation devraient surveiller la manière dont le secteur applique la version finale des critères et, si nécessaire, les mettre à jour afin de garantir leur application aux investisseurs avertis, comme prévu.

Question 5 – Critères d'admissibilité (b) et (c)

Les critères (b) et (c) font référence à des postes de fondateur ou de directeur/directrice « au cours des cinq dernières années », ce qui indique une expérience récente. Un an seulement pour le critère (b) ou un seul jour pour le critère (c) suffirait à bénéficier de la dispense. Or, l'intention clairement exprimée à la question 6a est d'identifier les personnes qui ont au moins cinq ans d'expérience à ces fonctions. Nous convenons que les investisseurs utilisant la DPIAC devraient avoir une expérience minimale et récente. Par conséquent, les critères (b) et (c) devraient être mis à jour afin de préciser qu'une personne doit, en plus des « cinq dernières années », avoir « au moins cinq ans » d'expérience professionnelle aux postes décrits dans ces critères.

En ce qui concerne le critère b), l'accent devrait être mis sur le type d'expérience qui permettrait à un investisseur d'évaluer des entreprises du marché dispensé et de décider d'investir ou non dans ces entreprises. Selon nous, ce critère d'admissibilité devrait davantage mettre l'accent sur les fonctions et les responsabilités professionnelles d'une personne, plutôt que sur la simple participation aux activités d'investissement (le terme « a participé à des activités d'investissement » n'est pas clair).

Nous recommandons donc de modifier le critère b) afin d'exiger que l'investisseur ait participé, dans le cadre de ses fonctions et responsabilités habituelles, à la prise de décisions concernant l'investissement ou l'octroi de crédit à des émetteurs privés, des fonds privés ou des petites et moyennes entreprises. Cela permettrait d'établir un lien plus clair entre l'expérience professionnelle de l'investisseur et sa capacité à évaluer les investissements sur le marché dispensé. Nous recommandons également que les investisseurs utilisant la DPIAC justifient d'au moins deux ou trois ans d'expérience dans la prise de décisions liées à l'investissement ou au crédit dans le cadre de leur profession (un an ne suffit pas).

Outre la question de l'expérience « d'au moins cinq ans » dans ces fonctions, nous estimons que le critère d'admissibilité (c) doit être assorti de mesures de protection supplémentaires pour s'adapter aux marchés financiers canadiens. Tel que rédigé, ceci laisse entendre que toutes les expériences professionnelles se valent. Par exemple, d'après ce critère, un fondateur de boulangerie, dont le chiffre d'affaires annuel s'élève à 500 000 \$ serait en mesure d'évaluer les

mérites d'un investissement de 50 000 \$ dans une société en démarrage spécialisée dans l'intelligence artificielle ou la cryptographie. Or, l'expérience du fondateur de boulangerie ne lui permettrait probablement pas d'évaluer directement de tels investissements. Par conséquent, l'investissement devrait provenir du même secteur d'activités que celui du fondateur ou du directeur.

Nous remettons également en question le seuil de revenu annuel de 500 000 \$. L'exemption équivalente au Royaume-Uni exige un chiffre d'affaires annuel d'au moins 1 million de livres sterling (soit environ 1,86 million de dollars canadiens), une norme plus élevée en matière de niveau de sophistication, d'expérience et de protection des investisseurs. Nous recommandons donc d'élever ce seuil à 750 000 \$ et de le réévaluer périodiquement, à mesure que de nouvelles données seront disponibles. Un seuil de 750 000 \$ semble toujours réalisable pour de nombreuses entreprises canadiennes en phase de démarrage ou de croissance, tout en constituant un seuil supérieur à 500 000 \$, établissant ainsi un équilibre entre l'inclusivité et la nécessité d'une expérience significative.

À l'instar du critère (a), des directives claires et précises devraient être fournies dans le formulaire CP 45-111 pour s'assurer que les émetteurs qui vendent directement à l'acheteur n'interprètent pas de manière trop restrictive les critères (b) et (c).

Question 6 – Amélioration des critères d'admissibilité

En ce qui concerne la question 6a, une norme uniforme devrait être appliquée à tous les critères de (a) à (d). Par exemple, le fait qu'un avocat spécialisé en droit des valeurs mobilières connaisse bien le régime réglementaire ne fait pas nécessairement de lui un investisseur averti. Une condition selon laquelle la durée d'expérience serait plus longue et uniforme permettrait de s'assurer que seuls les candidats ayant une expérience significative des questions liées à l'investissement sont admissibles, ce qui réduirait le risque d'admettre des investisseurs moins avertis.

Quant à la question 6b, nous considérons que l'exigence selon laquelle les avocats doivent avoir exercé pendant au moins deux ans constitue un changement positif par rapport aux exigences prévues par le règlement ontarien 45-507 (OIB 45-507) et par les ordonnances actuellement en vigueur dans les provinces des Prairies. Ces ordonnances exigeaient qu'un avocat soit admis à exercer au Canada et qu'il consacre un tiers de son activité à fournir des conseils en matière de distribution de titres ou de fusions et acquisitions (F et A). Un avocat qui aurait passé une journée à aider un associé principal dans le cadre d'un placement par prospectus, trois jours après avoir été admis au barreau, aurait satisfait à cette exigence.

Nous saluons la décision des autorités de réglementation d'exiger au moins deux ans d'expérience dans la pratique du droit. Nous irions toutefois plus loin en exigeant au moins cinq ans d'expérience, dont deux consacrés à la distribution de titres ou aux conseils en fusions-acquisitions. Cela correspondrait davantage aux critères de (a) à (c), ainsi qu'à l'intention de la DPIAC, à savoir que les investisseurs disposent d'une véritable connaissance et une véritable expérience leur permettant de se retrouver dans les marchés privés.

Question 7 – Déclaration modifiée de placement avec dispense

Nous ne voyons aucun intérêt à permettre aux émetteurs de déposer le formulaire de déclaration modifiée de placement avec dispense, tel qu'il était disponible en vertu de l'Ordonnance générale 45-507 et 45-509 de l'Ontario (OI 45-509). Il est en effet plus simple pour les émetteurs de déclarer l'ensemble des dispenses de prospectus relatives à un placement dispensé sur un seul formulaire.

Nous vous remercions d'avoir pris en compte nos commentaires. En tant que défenseurs des droits des investisseurs, nous saisissons l'occasion qui nous est donnée de partager notre point de vue et de contribuer à l'élaboration de politiques qui placent les intérêts des investisseurs au premier plan. Nous sommes favorables à la poursuite du dialogue et de la collaboration continue avec les autorités provinciales et territoriales de réglementation des valeurs mobilières mentionnées dans la présente, ainsi qu'avec d'autres parties prenantes, afin de créer des marchés financiers équitables, transparents, efficaces et résilients pour tous les Canadiens. Si vous souhaitez discuter plus en détail de notre soumission, n'hésitez pas à nous contacter. Nous sommes déterminés à travailler ensemble pour obtenir de meilleurs résultats pour les investisseurs.

Cordialement,



Jean-Paul Bureaud

Président et chef de la direction

Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs