

## Appendice D

- i) Réforme majeure de la réglementation sur les valeurs mobilières aux États-Unis portant sur le placement de titres, la rémunération de la haute direction et la sollicitation de procurations

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Le 10 août 2006



### I. Introduction : le contexte

Dans la foulée de l'adoption de la *Sarbanes-Oxley Act* en 2002 et de la mise en œuvre des exigences d'information accrues qu'elle impose aux émetteurs, la Securities and Exchange Commission des États-Unis (« SEC ») s'est attardée sur certains aspects clés des lois sur les valeurs mobilières considérés comme mûrs pour une réforme depuis plusieurs années, soit le processus de placement de titres et les règles relatives à l'information sur la rémunération des membres de la haute direction et à la transmission des documents de sollicitation de procurations. La SEC avait déjà tenté de réviser le processus de placement de titres en 1998 dans le cadre de sa proposition appelée « Aircraft Carrier », mais cette proposition supposait une réforme si importante des règles régissant le placement de titres qu'elle a suscité une opposition très forte et a littéralement croulé sous son propre poids.

La voie que doit prendre la réforme touchant le placement de titres - soit l'augmentation de l'importance des documents d'information occasionnels des émetteurs et la réduction de l'importance accordée par le personnel de la SEC à l'information concernant les placements particuliers, surtout dans le cas d'émetteurs établis (*seasoned*) - fait l'objet d'un consensus général de la SEC et des participants au marché depuis un certain temps. La structure du cadre réglementaire américain régissant le placement de titres, dont l'adoption remonte à plus de 70 ans, complique cependant la réforme. La *Securities Act of 1933* des États-Unis (« Securities Act ») énonce l'exigence fondamentale selon laquelle chaque placement ou vente de titres auprès du public doit être effectué aux termes d'une déclaration d'inscription déposée auprès de la SEC. La *Securities Exchange Act of 1934* des États-Unis (« Exchange Act ») exige que les émetteurs déposent des rapports périodiques, généralement annuellement, trimestriellement et au besoin. Étant donné que l'adoption de la Securities Act est antérieure à celle de l'Exchange Act, le cadre réglementaire initial régissant le processus de placement ne prévoyait pas le recours aux rapports périodiques prévus aux termes de l'Exchange Act dans le cas des placements effectués par des sociétés ayant déjà fait un appel public à l'épargne.

Cette structure légale imposait des contraintes à la SEC dans l'adoption d'une approche « intégrée » en matière de communication de l'information qui permettrait d'accroître l'efficacité et de faciliter le processus de placement, de sorte qu'elle a progressé lentement dans cette voie au fil du temps. Ce n'est pas avant le début des années 1980 que la SEC a lancé le concept d'inscription préalable, aux termes duquel les émetteurs peuvent déposer des déclarations d'inscription à des fins d'examen et d'approbation par la SEC avant un placement, puis publier un supplément de prospectus au moment du placement sans que celui-ci soit assujéti à l'examen de la SEC. Toutefois, les améliorations apportées au système d'information continue des sociétés ouvertes par la Sarbanes-Oxley Act et certaines autres mesures ont pavé la voie à un régime de communication de l'information intégré plus complet. La SEC a mis en œuvre un tel régime grâce aux réformes touchant le placement de titres entrées en vigueur en décembre 2005, qui ont considérablement augmenté la souplesse dont disposent les grands émetteurs ouverts pour accéder aux marchés financiers. La SEC a poursuivi dans cette voie qui consiste à mettre l'accent sur la divulgation prévue dans l'Exchange Act avec ses récentes mesures portant sur les exigences d'information visant la rémunération des membres de la haute direction et sur les exigences en matière de transmission des documents de sollicitation de procurations.

### II. Réforme touchant le placement de titres

Le 29 juin 2005, la SEC a adopté des modifications importantes aux règles régissant l'inscription et le placement de titres aux termes de la Securities Act, qui sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> décembre 2005<sup>1</sup>. Les réformes, bien qu'assez importantes, sont de nature progressive et s'appuient sur les systèmes intégrés existants de communication de l'information et d'inscription préalable afin que les objectifs de la SEC, soit de moderniser les processus de placement de titres et de communication de l'information sans compromettre la protection des investisseurs, soient atteints.

En modernisant et en rationalisant le système existant afin de régler un certain nombre de ses problèmes tout en conservant les nombreux avantages qu'il offre (et, en plus, en améliorant sa souplesse dans le cas d'une nouvelle catégorie d'émetteurs composée de grands émetteurs établis), la SEC a réussi à conserver et à améliorer les aspects positifs des tentatives antérieures de réforme de la Securities Act, comme les propositions Aircraft Carrier<sup>2</sup>, tout en évitant les embûches du passé. Ces réformes, surtout en ce qui concerne l'inscription préalable automatique ainsi que d'autres éléments de l'inscription préalable et la libéralisation générale des règles en matière de communications applicables aux placements inscrits, constituent une restructuration bienvenue du processus de placement de titres. De plus, grâce à l'approche pratique préconisée par les nouvelles règles, les réformes parviennent à cet objectif au prix de perturbations et de coûts négligeables au sein des marchés. Plus important encore, les réformes améliorent l'efficacité des marchés financiers américains tout en permettant aux investisseurs éventuels d'obtenir davantage d'information et d'être protégés adéquatement.

Les réformes abordent deux domaines principaux d'évolution dans le processus de placement de titres et les marchés financiers. Tout d'abord, en raison des progrès technologiques réalisés au cours des trois dernières décennies, le marché exige que les sociétés communiquent l'information plus rapidement et les émetteurs sont mieux en mesure de le faire. Ensuite, les exigences d'information aux termes de l'Exchange Act ont été élargies quant au contenu et les délais prévus ont été raccourcis à la suite de l'adoption de la Sarbanes-Oxley Act et des mesures prises par la SEC en matière d'établissement et d'interprétation de règles. La SEC considère que l'amélioration des exigences d'information aux termes de l'Exchange Act constitue la pierre angulaire du processus de réforme du placement de titres. Pour tenir compte de cette évolution, les réformes auront les effets suivants :

- favoriser une plus grande disponibilité de l'information à l'intention des investisseurs et du marché;
- éliminer les obstacles à la libre communication;
- tenir compte de l'importance accrue de la diffusion électronique de l'information, y compris l'utilisation d'Internet;
- améliorer l'efficacité du processus de formation du capital; et
- clarifier la responsabilité relative à la communication d'information.

Les réformes mises en œuvre par la SEC ont également été motivées par son intérêt marqué de susciter un plus grand volume d'opérations sur le marché public américain par voie d'inscription. En procurant davantage de souplesse dans le cas des placements inscrits, les réformes visent à réduire le recours aux placements privés, particulièrement les placements aux termes de la *Rule 144A* prise en vertu de la Securities Act. Ces derniers ne sont effectués qu'auprès d'acheteurs institutionnels admissibles (*qualified institutional buyers*) (« AIA »), qui sont généralement de grandes institutions financières; comme ces placements ne sont pas effectués auprès du public, ils sont dispensés des exigences d'inscription aux termes de la Securities Act.

<sup>1</sup>Bulletins de la SEC n<sup>os</sup> 33-8591; 34-52056; IC-26993 (19 juillet 2005) (« bulletin sur l'adoption »).

<sup>2</sup>Bulletins de la SEC n<sup>os</sup> 33-7606; 34-40632; IC-23519 (3 novembre 1998).

---

Compte tenu de ces objectifs, les réformes de la Securities Act mettent l'accent sur trois domaines principaux :

- l'élargissement des communications permises dans le cadre de placements inscrits;
- la clarification du cadre de responsabilité applicable aux placements inscrits aux termes de la Securities Act; et
- la simplification du processus d'inscription des titres.

Sous réserve de certaines exceptions, les réformes visent seulement les placements inscrits et ne touchent pas les placements dispensés, comme ceux qui sont effectués aux termes de la *Rule 144A* ou du *Regulation S* pris en vertu de la Securities Act. Des règles particulières permettant d'appliquer les réformes aux émetteurs de titres adossés à des actifs ont aussi été adoptées.

Une série de tableaux explicatifs résumant les réformes figure à la fin du présent chapitre, y compris les nouveaux concepts clés d'émetteurs établis bien connus (*well-known seasoned issuers*) ou « EEBC » et de prospectus rédigés librement (*free writing prospectuses*), qui consistent en des offres écrites de vendre des titres dans le cadre d'un placement inscrit qui n'intègrent pas toute l'information requise dans les prospectus prévus par la loi.

## Catégories d'émetteurs

Aux termes des réformes touchant le placement de titres, différentes règles s'appliquent à différentes catégories d'émetteurs, de sorte que bien comprendre ces diverses catégories est essentiel à l'analyse des réformes.

### 1. Émetteur établi bien connu

Les réformes de la SEC ont comme fondement la création d'une nouvelle catégorie d'émetteurs appelés émetteurs établis bien connus ou « EEBC ». Selon les nouvelles règles, un EEBC est généralement une société i) qui, à la date de la détermination décrite dans le paragraphe suivant, répond aux exigences applicables à l'émetteur déposant aux fins des déclarations d'inscription sur formulaire S-3 ou F-3 aux termes de la Securities Act, y compris le dépôt dans les délais prescrits de ses rapports aux termes de l'Exchange Act pour les 12 mois civils précédents, et ii) qui, dans les 60 jours suivant cette date de détermination, répond à l'un des critères suivants : 1) la valeur au marché mondiale de ses actions ordinaires avec droit de vote et sans droit de vote détenues par des personnes n'appartenant pas à son groupe est d'au moins 700 millions de dollars ou 2) x) elle a émis au cours des trois années précédentes des titres non convertibles inscrits, autres que des actions ordinaires, d'un capital global d'au moins un milliard de dollars dans le cadre de placements primaires au comptant et y) elle n'inscrit que des titres non convertibles, autres que des actions ordinaires (à moins qu'elle ne réponde également à l'exigence relative à un flottant de 75 millions de dollars prévue dans le formulaire S-3 ou F-3)<sup>3,4</sup>.

La date de détermination du statut d'EEBC d'un émetteur est la plus tardive des dates suivantes, soit i) la date de dépôt de la plus récente déclaration d'inscription préalable de l'émetteur ou ii) la date de la plus récente modification annuelle apportée à une déclaration d'inscription préalable de l'émetteur, qui tombe généralement au moment du dépôt du plus récent rapport annuel de l'émetteur sur formulaire 10-K ou 20-F aux termes de l'Exchange Act (ou au moment auquel le rapport aurait dû être déposé s'il ne l'a pas été à la date de dépôt pertinente).

<sup>3</sup>Aux fins du calcul du montant de un milliard de dollars, l'émetteur peut généralement inclure le capital de toute dette ainsi que le plus élevé des montants suivants : le privilège en cas de liquidation ou la valeur nominale des actions privilégiées non convertibles. La société mère émettrice peut inclure le capital global de ces titres émis par ses filiales détenues en propriété majoritaire qu'elle a garanti entièrement.

<sup>4</sup>La filiale détenue en propriété majoritaire d'un EEBC peut aussi être admissible si elle répond aux critères relatifs aux EEBC ou si, à l'égard des titres non convertibles autres que des actions ordinaires, l'une des conditions suivantes est remplie : i) la société mère de la filiale garantit entièrement et inconditionnellement les titres non convertibles de la filiale, ii) la filiale garantit les titres non convertibles A) de sa société mère ou B) d'une autre filiale détenue en propriété majoritaire (qui sont également garantis par la société mère) ou iii) la filiale offre des titres d'une catégorie d'évaluation supérieure qui répondent aux exigences de tels titres indiquées dans les formulaires S-3 ou F-3.

# Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

En outre, afin d'être admissible à titre d'EEBC, l'émetteur ne doit pas entrer dans la catégorie des émetteurs inadmissibles (*ineligible issuers*) décrite ci-dessous.

## 2. Émetteur établi

L'émetteur établi (*seasoned issuer*) désigne un émetteur admissible à utiliser le formulaire S-3 ou F-3 pour inscrire un placement primaire de titres<sup>5</sup>.

## 3. Émetteur non établi

L'émetteur non établi (*unseasoned issuer*) désigne un émetteur qui est tenu de déposer des rapports aux termes de l'article 13 ou de l'article 15(d) de l'Exchange Act, mais qui ne répond pas aux exigences du formulaire S-3 ou F-3 aux fins du placement primaire de ses titres<sup>6</sup>.

## 4. Émetteur non assujetti

L'émetteur non assujetti (*non-reporting issuer*) désigne l'émetteur qui n'est pas tenu de déposer des rapports aux termes de l'article 13 ou de l'article 15(d) de l'Exchange Act, y compris les émetteurs qui déposent volontairement des rapports aux termes de l'Exchange Act (généralement en raison d'une obligation contractuelle).

## 5. Émetteur inadmissible

Certains émetteurs ne sont pas admissibles à titre d'EEBC et, par conséquent, ne peuvent se prévaloir de l'inscription préalable automatique. Selon les directives publiées par la Division of Corporate Finance de la SEC, les émetteurs canadiens qui déposent des rapports annuels sur formulaire 40-F aux termes de l'Exchange Act dans le cadre du régime d'information multinational canadien-américain entrent dans cette catégorie. Aucun prospectus rédigé librement ne peut être utilisé dans le cadre de placements d'émetteurs inadmissibles, sauf, dans le cas de tous les émetteurs inadmissibles autres que les sociétés inactives (*blank check companies*), les sociétés coquilles (*shell companies*) et les émetteurs d'actions cotées en cents (*penny stock companies*), les prospectus rédigés librement décrivant seulement les modalités des titres offerts et du placement. Les émetteurs inadmissibles comprennent également les émetteurs suivants :

- en ce qui concerne l'admissibilité à utiliser un prospectus rédigé librement, les émetteurs assujettis qui ne sont pas à jour en ce qui concerne le dépôt de leurs rapports aux termes de l'Exchange Act (à la date de détermination pertinente)<sup>7</sup>, autres que les rapports sur formulaire 8-K déposés afin de divulguer 1) la conclusion ou la fin d'une convention définitive importante, 2) la création, la déchéance du terme ou l'augmentation d'une obligation financière directe ou d'une entente hors bilan, 3) les coûts associés à un plan de sortie ou d'aliénation, 4) une charge importante liée à la moins-value d'actifs, 5) le fait qu'on ne peut se fier à des états financiers publiés antérieurement en raison d'une erreur dans ces états financiers ou 6) quant aux titres adossés à des actifs, tout document

<sup>5</sup>Les réformes élargissent les critères d'admissibilité des filiales détenues en propriété majoritaire dans le formulaire S-3 ou F-3 afin de permettre à celles-ci d'utiliser ces formulaires dans les mêmes circonstances dans lesquelles les filiales détenues en propriété majoritaire peuvent être admissibles à titre d'EEBC. Les émetteurs de titres adossés à des actifs offrant des titres inscrits au moyen du formulaire S-3 seraient également considérés comme des émetteurs établis mais ne seraient pas admissibles au statut d'EEBC.

<sup>6</sup>Les gouvernements étrangers (ou les subdivisions politiques de gouvernements étrangers) qui inscrivent des titres au moyen de l'annexe B de la Securities Act ne sont pas admissibles à utiliser le formulaire S-3 ou F-3. En conséquence, les émetteurs utilisant l'annexe B ne peuvent répondre aux critères relatifs aux EEBC ou aux émetteurs établis et ne pourront se prévaloir des réformes en matière de communications touchant les émetteurs établis et les EEBC, ni d'aucune des réformes concernant le processus d'inscription préalable.

<sup>7</sup>Le défaut de déposer *dans les délais prescrits* ne rendra pas en lui-même l'émetteur inadmissible à utiliser le prospectus rédigé librement.

---

d'information ou de calcul, la modification d'une garantie ou d'un autre soutien externe ou toute mise à jour de caractéristiques importantes d'un bloc d'actifs<sup>8</sup>;

- les sociétés inactives, les sociétés coquilles (autres qu'une société coquille liée à un regroupement d'entreprises) et les émetteurs d'actions cotées en cents (dans chaque cas, à tout moment au cours des trois dernières années - y compris les sociétés remplacées);
- les sociétés en commandite qui offrent et vendent leurs titres (autrement que dans le cadre d'une prise ferme);
- les émetteurs visés par une requête en faillite involontaire (si la cause n'est pas rejetée dans les 90 jours) ou la conversion d'une faillite involontaire en faillite volontaire<sup>9</sup>;
- les émetteurs ou toute entité qui était alors une filiale d'un émetteur<sup>10</sup> qui, au cours des trois dernières années, a été condamné pour un crime (*felony*) ou un méfait (*misdemeanor*) décrit à l'article 15(b)(4)(B) de l'Exchange Act, comme un larcin, la rédaction de faux rapports et le vol;
- les émetteurs dont la déclaration d'inscription est, ou a été au cours des trois dernières années, visée par un refus, une suspension ou une révocation de l'admissibilité en vertu de la Securities Act;
- les émetteurs (ou leurs filiales) qui, au cours des trois dernières années (mais dans le cas d'un jugement ou d'une ordonnance accepté dans le cadre d'un règlement, pas avant la date de prise d'effet des nouvelles règles), ont fait l'objet d'un décret ou d'une ordonnance de nature judiciaire ou administrative concluant à la violation des dispositions anti fraude prévues par les lois sur les valeurs mobilières fédérales ou exigeant la cessation des violations de telles dispositions ou interdisant certains agissements ou activités liés à ces dispositions; ou
- les émetteurs qui sont des sociétés d'investissement (*investment companies*) ou des sociétés de développement d'entreprises (*business development companies*), dans chaque cas au sens de l'*Investment Company Act of 1940* des États-Unis, en sa version modifiée (« Investment Company Act »)<sup>11</sup>.

La *Rule 164(h)* de la Securities Act prévoit que la date à laquelle il est déterminé si l'émetteur est ou non un émetteur inadmissible relativement à un placement, afin d'établir si un prospectus rédigé volontairement peut être utilisé, est i) la date du dépôt de la déclaration d'inscription correspondante ou ii) dans le cas des placements inscrits aux termes de la *Rule 415*, la première date après le dépôt de la déclaration d'inscription correspondante à laquelle l'émetteur ou un autre participant au placement offre de bonne foi les titres inscrits<sup>12</sup>. Le bulletin sur l'adoption indique clairement que le moment de la détermination du statut d'émetteur inadmissible s'applique à tous les émetteurs, y compris les EEBC, à cette fin<sup>13</sup>.

<sup>8</sup>Voir les instructions générales I.A.3(b) du formulaire S-3.

<sup>9</sup>L'inadmissibilité découlant des procédures de faillite prendra fin lorsque l'émetteur aura déposé un rapport annuel contenant des états financiers vérifiés après la fin de ces procédures.

<sup>10</sup>La disposition prévoyant que la filiale « était alors une filiale d'un émetteur » vise à répondre aux préoccupations concernant une filiale qui a été reconnue coupable d'un crime ou d'un méfait décrit à l'article 15(b)(4)(B) avant son acquisition provoquant l'inadmissibilité de l'émetteur acquéreur à titre d'EEBC.

<sup>11</sup>Les nouvelles règles comprennent une disposition en matière de renonciation qui permet à la SEC de renoncer à l'inadmissibilité d'un émetteur si elle détermine, pour une raison valable, qu'il n'est pas nécessaire de considérer cet émetteur comme un émetteur inadmissible.

<sup>12</sup>La *Rule 164* précise aussi que, pour se prévaloir de l'admissibilité de l'émetteur, le participant au placement, autre que l'émetteur, doit avoir des motifs raisonnables de croire que l'émetteur n'est pas un émetteur inadmissible au moment de la détermination.

<sup>13</sup>Le moment de la détermination du statut d'émetteur inadmissible aux fins d'évaluer si un émetteur est admissible à titre d'EEBC est différent.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

### Libéralisation des règles en matière de communications

#### *Règles régissant les communications avant les réformes*

Le processus de placement peut être divisé en trois étapes conformément aux dispositions de l'article 5 de la Securities Act. La première étape consiste en la « période de silence », soit celle qui suit la décision d'effectuer un placement jusqu'au dépôt de la déclaration d'inscription. Aux termes du régime antérieur, les offres verbales et écrites étaient interdites au cours de la période de silence. Le terme « offre » était (et continue d'être dans les faits) interprété de manière large et comprend [traduction] « la publication d'information et de déclarations, ainsi que les efforts publicitaires, avant un financement proposé qui ont pour effet de préparer l'esprit et de susciter l'intérêt du public à l'égard de l'émetteur ou de ses titres [...] »<sup>14</sup>. Au cours de la deuxième étape, soit la période allant du dépôt jusqu'à l'entrée en vigueur de la déclaration d'inscription, des offres verbales ou écrites, mais non des ventes, pouvaient être faites; cependant, toute offre faite par écrit ou diffusée à la radio ou à la télévision devait être faite exclusivement au moyen du prospectus provisoire déposé dans le cadre de la déclaration d'inscription. Finalement, au cours de la troisième étape, soit après l'entrée en vigueur de la déclaration d'inscription, des offres et des ventes pouvaient être faites. Des documents liés au placement autres que le prospectus pouvaient être utilisés après l'entrée en vigueur de la déclaration d'inscription uniquement s'ils étaient accompagnés ou précédés d'un prospectus définitif. Les violations de l'une ou de l'autre de ces restrictions au cours de chaque étape étaient généralement appelées des communications anticipées (*gun-jumping*). Tous les documents d'offre – sous forme écrite ou verbale – devaient également être exempts de déclarations fausses importantes et ne pouvaient omettre d'information importante dont l'énoncé était nécessaire pour que les déclarations ne soient pas trompeuses aux termes des dispositions anti fraude générales prévues par les lois sur les valeurs mobilières américaines<sup>15</sup>.

La SEC a reconnu que le régime réglementaire existant restreignait inutilement les communications légitimes qui seraient utiles aux investisseurs et faisait en sorte que différentes catégories d'investisseurs avaient un accès inégal à l'information<sup>16</sup>. La SEC a aussi reconnu que la distinction entre les communications permises et les offres illégales contrevenant à l'article 5 de la Securities Act n'était pas claire et exigeait une analyse des « faits et circonstances ». Bien que la SEC ne l'ait pas explicitement indiqué dans le bulletin sur l'adoption, elle était également préoccupée, selon nous, par le fait que les conséquences de la violation des règles sur les communications anticipées – responsabilité stricte entraînant l'annulation – étaient si graves, même dans les cas où la déclaration était exacte, que les émetteurs et les participants au placement craignaient de communiquer de l'information pouvant par ailleurs être utile au marché. Afin de réduire cette incertitude et de promouvoir la diffusion de plus d'information concernant les placements à tous les investisseurs, les réformes ont libéralisé un bon nombre des restrictions actuelles imposées aux communications avant et pendant les placements.

---

<sup>14</sup>Bulletin de la SEC n° 33-5180 (16 août 1971); voir également l'article 2(a)(3) de la Securities Act (définissant le terme « offre » (*offer*) comme une tentative ou une offre d'aliéner ou la sollicitation d'une offre d'acheter un titre ou un intérêt dans un titre, contre valeur).

<sup>15</sup>Voir les articles 11, 12(a)(2) et 17(a)(2) de la Securities Act et la *Rule 10b-5* en vertu de l'Exchange Act.

<sup>16</sup>Par exemple, la SEC fait remarquer dans le bulletin sur l'adoption que le système réglementaire actuel a donné naissance à la commercialisation des titres au moyen de tournées de présentation qui ne sont pas accessibles aux épargnants en général. En conséquence, les épargnants n'ont généralement pas eu le même accès à l'information que les investisseurs plus importants.



---

## Description générale des réformes en matière de communications

Les réformes ont créé le concept de prospectus rédigé librement, qui est défini comme toute communication écrite<sup>17</sup> présentant une offre de vendre ou la sollicitation d'une offre d'acheter des titres qui fait ou fera l'objet d'une déclaration d'inscription mais qui ne répond pas par ailleurs aux exigences en matière de prospectus prévues par la loi<sup>18</sup>. Afin qu'une communication soit considérée comme un prospectus rédigé librement, elle doit constituer une offre. Comme c'était précédemment le cas, on détermine si une communication particulière constitue une offre en fonction des faits et des circonstances entourant la communication; ce ne sont pas toutes les communications relatives à un placement qui sont considérées comme une offre.

Les réformes ont éliminé toutes les restrictions existantes sur les communications diffusées à quelque moment que ce soit au cours du processus d'offre par des EEBC; toutefois, les communications qui constituent un prospectus rédigé librement doivent dans bien des cas être déposées. Les autres émetteurs admissibles ont le droit de diffuser des communications qui constituent un prospectus rédigé librement après avoir déposé une déclaration d'inscription, sous réserve des conditions relatives au dépôt et d'autres conditions. Les règles comprennent aussi une nouvelle règle refuge autorisant la plupart des formes de communications effectuées plus de 30 jours avant le dépôt d'une déclaration d'inscription, mais les communications continuent d'être restreintes au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt d'une déclaration d'inscription (sauf dans le cas des EEBC). Il y a cependant lieu de noter que la SEC n'a pas modifié la définition d'offre, qui conserve son interprétation large.

## Responsabilité relative aux prospectus et aux communications verbales

### Aperçu

La Securities Act confère aux acquéreurs de titres dans le cadre d'un placement inscrit un droit d'action privé en cas d'insuffisance importante de l'information contenue dans une déclaration d'inscription en vertu de l'article 11 et dans un prospectus et une communication verbale en vertu de l'article 12(a)(2). Un droit de réclamation en vertu de l'article 11 naît lorsqu'une partie de la déclaration d'inscription, au moment où elle entre en vigueur, i) contient une déclaration fautive au sujet d'un fait important ou ii) omet un fait important dont l'énoncé est requis dans la déclaration d'inscription ou qui est nécessaire pour éviter que les déclarations contenues dans la déclaration d'inscription ne soient trompeuses. Conformément à l'article 12(a)(2), les vendeurs ont une responsabilité à l'égard des offres ou des ventes faites au moyen d'un prospectus ou d'une communication verbale qui contient une fausse déclaration importante ou omet un fait important dont l'énoncé est [traduction] « nécessaire pour éviter que les déclarations ne soient trompeuses, eu égard aux circonstances dans lesquelles elles ont été faites ». L'article 17(a)(2) de la Securities Act est une disposition anti fraude générale qui rend illégal pour quiconque dans le cadre d'une offre et d'une vente d'un titre le fait d'obtenir de l'argent ou

<sup>17</sup>Les réformes définissent tous les modes de communication, y compris les communications télévisées, radiodiffusées ou graphiques, autres que les communications verbales, comme des communications écrites aux fins de la Securities Act. La définition de communications graphiques a été modifiée afin d'inclure toutes les formes de médias électroniques, notamment les bandes sonores, bandes vidéo, reproductions, CD-ROM, courriels, communications par Internet et les autres communications sur le Web, comme les affichages électroniques sur des sites Web.

<sup>18</sup>Les communications écrites constituant une offre qui sont diffusées au moment de la transmission d'un prospectus définitif ou après celle-ci ne constituent pas un prospectus aux termes de la Securities Act. Ces communications ne seraient pas assujetties aux règles régissant les prospectus rédigés librement. De plus, les avis aux termes de la *Rule 134*, les communications aux termes de la *Rule 135*, l'information commerciale factuelle régulièrement communiquée et l'information prospective prévues par les nouvelles *Rule 168* et *Rule 169*, ainsi que les rapports de recherche répondant aux exigences de la *Rule 137*, de la *Rule 138* ou de la *Rule 139*, ne constituent pas un prospectus rédigé librement, étant donné qu'ils ne sont pas considérés comme des offres ou des prospectus aux fins des dispositions relatives aux communications anticipées.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

des biens au moyen d'une fausse déclaration au sujet d'un fait important ou de l'omission d'un fait important dont l'énoncé est nécessaire pour éviter que les déclarations ne soient trompeuses, eu égard aux circonstances dans lesquelles elles ont été faites<sup>19</sup>. Les tribunaux ont généralement conclu que l'article 17(a)(2) ne conférait pas un droit d'action privé.

### *Information fournie au moment de la vente*

La *Rule 159* codifie l'interprétation de la SEC selon laquelle l'information fournie à un investisseur *après le moment* de la vente ne devrait pas être prise en considération pour déterminer si l'information fournie à l'investisseur *au moment* de la vente par un vendeur ou pour son compte (y compris un émetteur, un preneur ferme ou un courtier participant) comportait une insuffisance importante aux termes de l'article 12(a)(2) ou de l'article 17(a)(2). Le point 512 du *Regulation S-K* de la *Securities Act* a également été révisé et exige dorénavant que les émetteurs fournissent un engagement à cet égard. Aux fins de cette interprétation, la SEC indique dans le bulletin sur l'adoption que la vente (y compris un contrat de vente) de titres inscrits survient au moment de la prise de la décision d'investir<sup>20</sup>. Cette interprétation et la *Rule 159* tentent de régler la situation causée par la différence entre l'information accessible aux investisseurs lorsqu'ils prennent la décision d'investir et la disponibilité subséquente d'un prospectus définitif (y compris les corrections ou modifications contenues dans un prospectus définitif ou les documents déposés aux termes de l'*Exchange Act* après la vente). Comme c'était précédemment le cas, la détermination du fait que l'information a été fournie ou non à l'investisseur par un vendeur au moment de la vente ou avant celle-ci exige une analyse des faits et circonstances, aux fins de laquelle la SEC a fourni des directives utiles dans le bulletin sur l'adoption<sup>21</sup>.

### Réformes touchant le processus d'inscription

Les réformes simplifient le processus d'inscription dans le cas des émetteurs établis et des émetteurs non établis. Les modifications adoptées sur le plan de la procédure ont permis ce qui suit :

- clarifier la façon et le moment où l'information peut être incluse dans la déclaration d'inscription ainsi que la responsabilité de l'émetteur quant à l'information fournie dans un supplément de prospectus et les rapports aux termes de l'*Exchange Act* intégrés par renvoi;
- modifier le moment de l'entrée en vigueur des déclarations d'inscription préalable et des placements de titres qui ne sont pas faits au moyen de déclarations d'inscription préalable; et
- établir un processus d'inscription préalable automatique dans le cas des EEBC.

La création d'un processus d'inscription préalable automatique dans le cas des EEBC offre trois avantages notables à ces émetteurs. D'abord, les déclarations d'inscription préalable déposées par les EEBC entrent en vigueur automatiquement. Ensuite, aucuns droits ne sont payables lorsqu'une déclaration d'inscription préalable automatique est initialement déposée, ce qui permet de reporter le paiement des droits au moment de la réalisation du placement. Finalement, les émetteurs aux termes d'une déclaration d'inscription préalable automatique ont également le droit d'omettre de l'information substantielle dans une déclaration d'inscription, notamment i) le fait qu'il s'agisse d'un placement primaire ou secondaire, ii) la description des titres, autre que l'appellation ou la catégorie des titres, iii) l'identité de tout porteur de

<sup>19</sup>Selon la SEC, les articles 12(a)(2) et 17(a)(2) n'exigent pas que les déclarations verbales, les prospectus ou les autres communications contiennent toute l'information importante, mais seulement qu'ils présentent toute l'information nécessaire pour faire en sorte que les déclarations y figurant ne soient pas trompeuses.

<sup>20</sup>La définition du terme vente (*sale*) donnée à l'article 2(a)(3) précise qu'elle inclut tout contrat de vente. Selon la SEC, le moment de la conclusion du contrat de vente serait le moment où l'acheteur i) conclut le contrat (y compris l'acceptation d'une offre par le vendeur) ou ii) réalise la vente.

<sup>21</sup>Cette information comprendra aussi l'information contenue dans les prospectus rédigés librement.

---

titres vendeur et iv) le mode de placement. Ces dispositions permettent ce qu'on appelle les inscriptions préalables universelles (*unallocated shelf registrations*), qui n'étaient pas autorisées aux termes des règles antérieures. L'information omise peut être intégrée par renvoi à des rapports aux termes de l'Exchange Act<sup>22</sup> ou être présentée dans le prospectus ou le supplément de prospectus qui est réputé faire partie de la déclaration d'inscription. Cette approche ne s'applique pas à l'ajout de nouveaux types de titres, de nouveaux émetteurs ni de nouveaux garants, qui exige le dépôt d'une modification après l'entrée en vigueur (laquelle entre en vigueur dès le dépôt)<sup>23</sup>.

## Réformes touchant la transmission du prospectus

Aux termes des règles antérieures, un prospectus respectant les exigences de l'article 10(a) de la Securities Act – soit un prospectus définitif – devait être transmis à chaque investisseur dans le cadre d'un placement inscrit au plus tard au moment de la livraison d'une confirmation de vente ou de la livraison des titres, selon le premier de ces événements à survenir.

Les modifications apportées aux exigences relatives à la transmission de prospectus éliminent, en général, la nécessité de transmettre un prospectus définitif dans le cadre d'un placement inscrit, d'opérations portant sur des titres d'émetteurs appartenant au même groupe (y compris les opérations visant à créer un marché) et d'opérations touchant des titres attribués à un preneur ferme et invendus<sup>24</sup>. Elles éliminent aussi l'exigence voulant que le prospectus soit transmis sur le marché secondaire après un placement pendant une période précisée et permettent aux preneurs fermes et aux courtiers d'envoyer des avis d'attribution par courriel.

Les nouvelles règles ne s'appliquent pas i) aux placements d'une société d'investissement inscrite aux termes de l'*Investment Company Act*, ii) aux placements d'une société de développement d'entreprises, iii) aux opérations de regroupement d'entreprises (*business combination transactions*) définies dans la *Rule 165(f)(1)* et iv) aux placements inscrits au moyen du formulaire S-8 de la Securities Act<sup>25</sup>.

<sup>22</sup>Si l'information relative aux modalités du placement, aux titres, au mode de placement ou à tout porteur de titres vendeur (par opposition à l'information relative à l'émetteur) qui est omise dans le prospectus de base est incluse dans un document déposé aux termes de l'Exchange Act, il est nécessaire de préparer et de déposer un supplément de prospectus aux termes de la *Rule 424*, qui précise le ou les rapports particuliers aux termes de l'Exchange Act qui contiennent cette information.

<sup>23</sup>Le fait d'exiger des modifications après l'entrée en vigueur dans le cas de ces ajouts vise à assurer que les nouveaux émetteurs et leurs dirigeants et administrateurs deviennent signataires de la déclaration d'inscription et que toute l'information, toutes les opinions et tous les consentements sont fournis dans la déclaration d'inscription, ainsi qu'à assurer l'admissibilité de tout titre d'emprunt qui est ajouté dans la déclaration d'inscription aux fins de la *Trust Indenture Act of 1939* des États-Unis (« TIA »). Dans le cas des titres d'emprunt, la modification après l'entrée en vigueur devrait également inclure le modèle d'acte de fiducie admissible aux termes de la TIA, étant donné que des actes de fiducie admissibles aux termes de la TIA continuent d'être requis dans le cas des placements inscrits portant sur des titres d'emprunt. Cependant, cette admissibilité aux termes de la TIA ne devrait pas ralentir le processus étant donné que l'article 309(a)(1) de la TIA prévoit qu'un acte de fiducie sera réputé admissible au moment où la déclaration d'inscription correspondante (ou la modification après l'entrée en vigueur) entre en vigueur (ce qui survient automatiquement au moment du dépôt). Dans le cas des déclarations d'inscription préalable non automatiques, le personnel de la SEC continuera de considérer qu'un acte de fiducie doit être admissible lorsque la déclaration d'inscription connexe entre en vigueur pour la première fois.

<sup>24</sup>Les émetteurs et les preneurs fermes peuvent toujours choisir d'imprimer des prospectus pour leurs dossiers ou d'autres motifs d'affaires, y compris avoir recours à des prospectus à titre d'accusé de réception écrit. De plus, les acheteurs auront le droit de demander des copies matérielles du prospectus définitif conformément à la *Rule 173*.

<sup>25</sup>Dans le cas des placements au moyen du formulaire S-8, le prospectus définitif n'est pas déposé auprès de la SEC.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

### Nouvelles exigences de communication de l'information aux termes de l'Exchange Act

#### *Communication des facteurs de risque*

Les réformes exigent la communication des facteurs de risque, dont l'objectif est de décrire les plus importants facteurs pouvant avoir une incidence négative sur l'entreprise de l'émetteur, ses activités, son secteur, sa situation financière ou ses résultats financiers futurs, dans les rapports annuels et les mises à jour trimestrielles de l'émetteur.

#### *Communication des commentaires du personnel non réglés portant sur les rapports aux termes de l'Exchange Act*

Compte tenu des réformes permettant l'entrée en vigueur automatique dans le cas des EEBC et afin d'assurer une réponse rapide aux commentaires du personnel de la SEC portant sur les rapports aux termes de l'Exchange Act, les nouvelles règles exigent que tous les déposants utilisant le processus accéléré (*accelerated filers*)<sup>26</sup> et les EEBC communiquent, dans leurs rapports annuels sur formulaire 10-K ou 20-F, les commentaires écrits non réglés faits par le personnel de la SEC dans le cadre de son examen des rapports aux termes de l'Exchange Act que l'émetteur considère comme importants<sup>27</sup> et qui ont été émis plus de 180 jours<sup>28</sup> avant la fin de l'exercice visé par le rapport annuel. Cependant, les émetteurs peuvent aussi présenter leur position à l'égard de ces commentaires non réglés.

#### Conséquences des réformes

Nous croyons que l'approche fondamentale des réformes est judicieuse. Les réformes portent sur bon nombre des préoccupations soulevées par les participants au marché à l'égard du système qui s'appliquait antérieurement aux placements inscrits – particulièrement le manque de souplesse des restrictions en matière de communications et l'incapacité des grands émetteurs établis d'obtenir un accès rapide aux marchés financiers – tout en conservant ses nombreux avantages. De plus, les modifications découlant des réformes ont été relativement faciles à mettre en œuvre étant donné qu'elles ont été élaborées dans le cadre du système existant. Nous indiquons ci-dessous les conséquences les plus importantes des réformes pour les participants au marché.

- *Amélioration du processus d'inscription préalable.* Les réformes améliorent considérablement le fonctionnement du processus d'inscription préalable. La plupart des modifications permettent une efficacité accrue du processus ou clarifient les règles. La principale nouveauté consiste en l'instauration de l'inscription préalable automatique, un processus d'inscription beaucoup plus simple et plus souple qui n'est pas assujéti à l'examen de la SEC et dont seulement les EEBC peuvent se prévaloir. Au fur et à mesure que cet outil deviendra connu des émetteurs et des preneurs fermes, il devrait devenir le principal moyen utilisé par les grands émetteurs pour accéder au marché.
- *Assouplissement des règles sur les communications anticipées.* Les restrictions sur les communications publiques au cours du processus de placement étaient devenues inutilement lourdes, particulièrement à la lumière de l'évolution

<sup>26</sup>Le terme déposant utilisant le processus accéléré (*accelerated filer*) est défini dans la *Rule 12b-2* de l'Exchange Act et désigne l'émetteur au moment où il répond aux conditions suivantes en date de la fin de son exercice : i) les actions ordinaires avec droit de vote et sans droit de vote de l'émetteur qui sont détenues par des personnes n'appartenant pas à son groupe ont une valeur au marché mondiale d'au moins 75 millions de dollars en date du dernier jour ouvrable de son plus récent deuxième trimestre, ii) l'émetteur est assujéti aux exigences des articles 13(a) ou 15(d) de l'Exchange Act depuis au moins douze mois civils, iii) l'émetteur a déposé au moins un rapport annuel aux termes des articles 13(a) ou 15(d) de l'Exchange Act et iv) l'émetteur n'est pas admissible à utiliser les formulaires 10-KSB et 10-QSB destinés aux petites entreprises prévus par l'Exchange Act aux fins de ses rapports annuels et trimestriels.

<sup>27</sup>Bien que l'émetteur doive juger si un commentaire non réglé est important, il est probable que le personnel de la Division of Corporation Finance de la SEC présumera que les commentaires qui n'ont pas été réglés dans le délai de 180 jours sont importants.

<sup>28</sup>La période de 180 jours commence à la date de la première lettre de commentaires qui soulève explicitement la question, qui peut être plus tardive que la première lettre de commentaires portant sur un document déposé.

---

de la technologie et des pratiques en matière de communications. Elles étaient également une source d'incertitude, créant des risques sérieux qui ont nui au bon déroulement des placements. Les réformes apportent une clarification et une libéralisation de ces règles, qui sont toutes deux fort bienvenues. Cette libéralisation bénéficiera tout particulièrement aux EEBC, qui sont en grande partie débarrassés des préoccupations liées aux communications anticipées, mais cette clarification profitera également à tous les émetteurs et preneurs fermes, ainsi qu'à leurs conseillers juridiques, en réduisant l'incertitude et en tenant compte des technologies actuelles.

- *Davantage de placements inscrits.* Grâce aux réformes, de nombreux placements qui auraient auparavant été réalisés aux termes de la *Rule 144A* pourront être faits en tant que placements inscrits. Les émetteurs de titres convertibles et de titres d'emprunt à rendement élevé se sont souvent servi de la *Rule 144A* pour effectuer des opérations rapidement et tirer parti de la conjoncture favorable du marché. Un bon nombre de ces émetteurs sont admissibles à titre d'EEBC aux termes des nouvelles règles et peuvent donc se prévaloir de l'inscription préalable automatique. On peut s'attendre à ce que les placements effectués par les EEBC se retrouvent sur le marché des placements inscrits, sauf dans deux catégories de circonstances. D'abord, lorsque l'information fournie par l'EEBC ne répondrait pas aux exigences d'information financière prévues par la SEC, ce qui se produirait notamment dans le cas a) d'acquisitions importantes dans le cadre desquelles l'information financière de la société visée ou l'information financière pro forma n'est pas encore disponible et b) de placements effectués par des émetteurs privés étrangers (*foreign private issuers*) qui n'ont pas déposé d'états financiers intermédiaires comportant un rapprochement avec les PCGR des États-Unis ou leur formulaire 20-F, y compris les états financiers vérifiés comportant un rapprochement avec les PCGR des États-Unis, au cours des périodes requises de neuf ou de quinze mois, respectivement. La seconde catégorie de circonstances survient en raison de l'interdiction imposée à l'achat de titres parallèlement à un placement édictée par le *Regulation M*, ce qui fait que l'émetteur ne peut effectuer les rachats qui accompagnent parfois le placement de titres convertibles, auquel cas l'émetteur doit se prévaloir de l'exception relative au *Regulation M* aux fins des opérations effectuées aux termes de la *Rule 144A*.
- *Recours accru des preneurs fermes à la défense de diligence raisonnable.* Comme il est discuté plus haut, les avantages de l'inscription préalable automatique feront probablement en sorte que de nombreux EEBC qui réalisaient rapidement par le passé des placements portant sur des titres convertibles et des titres d'emprunt à rendement élevé aux termes de la *Rule 144A* effectueront de tels placements en tant que placements inscrits. La responsabilité relative à la communication de l'information dans le cas des placements inscrits aux termes de l'article 11 et de l'article 12(a)(2) de la Securities Act est plus lourde que dans le cas des placements aux termes de la *Rule 144A* régis par la *Rule 10b-5* de l'Exchange Act, qui exige que le demandeur prouve l'intention et le fait qu'il s'est fié à l'information. De plus, contrairement aux propositions Aircraft Carrier, les réformes ne comprennent aucune indication quant au moment où les normes de diligence raisonnable du preneur ferme prévues à l'article 11 et à l'article 12(a)(2) ont été respectées dans le cadre de ces placements réalisés rapidement par de grands émetteurs établis. Dans le cas des preneurs fermes, cette préoccupation s'est accrue à la suite de la décision WorldCom<sup>29</sup>, selon laquelle le tribunal a appliqué ce que de nombreux observateurs considèrent, sur le plan pratique, comme un degré irréalisable d'atteinte de ces normes, du moins dans le cadre d'une demande de rejet ou d'une requête en jugement sommaire. En conséquence, dans la mesure où des placements portant sur des titres convertibles ou des titres d'emprunt à rendement élevé sont réalisés rapidement par des émetteurs dont la note de crédit est moins élevée, les preneurs fermes doivent examiner (avec les émetteurs) si ces placements, bien qu'ils puissent être inscrits, conviennent davantage au marché des acheteurs institutionnels admissibles, sur lequel ils ont été exclusivement réalisés au cours des dernières années aux termes de la *Rule 144A*, plutôt qu'à un marché public plus vaste.
- *Transmission de l'information aux investisseurs aux fins de l'article 12(a)(2).* Les nouvelles règles codifient l'interprétation donnée par la SEC dans le bulletin de proposition selon laquelle la responsabilité relative à la

<sup>29</sup>Voir *In re WorldCom, Inc. Securities Litigation*, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004).

## Le Canada s'engage

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

communication de l'information aux termes de l'article 12(a)(2) de la Securities Act n'est pas établie en tenant compte de l'information transmise aux investisseurs après la conclusion du contrat de vente. La détermination du fait que l'information a été transmise ou non à l'investisseur au moment ou avant le moment de la conclusion du contrat de vente est fondée sur l'analyse des faits et circonstances, mais le bulletin sur l'adoption confirme, en citant la cause *Starr v. Georgeson*<sup>30</sup>, que la norme qu'il convient d'appliquer repose sur l'information raisonnablement accessible à l'investisseur plutôt que sur l'information que l'investisseur connaissait réellement<sup>31</sup>.

La SEC n'a pas jugé bon d'établir des règles refuge aux fins de déterminer si une information est raisonnablement accessible, mais nous croyons que l'importance accordée par la SEC au système de divulgation intégré indique clairement que l'information déposée sur son site Web EDGAR constitue de l'information raisonnablement accessible. Néanmoins, dans l'attente d'autres indications de nature judiciaire ou réglementaire quant à ce critère, il serait prudent d'étayer cette conclusion en utilisant un prospectus rédigé librement afin d'éliminer tout argument portant sur l'accessibilité raisonnable lorsque de l'information clairement importante est ajoutée au registre EDGAR peu de temps avant le moment de la conclusion du contrat de vente.

- *Établissement des modalités définitives de titres et délais en matière de communication de l'information aux termes de l'article 12(a)(2)*. Il n'est pas toujours facile de déterminer quand un contrat de vente a été conclu entre un preneur ferme et des investisseurs. Les preneurs fermes peuvent confirmer des ventes auprès de différents acheteurs à des moments différents ou même à des dates différentes. De plus, des ordres conditionnels peuvent être reçus avant l'entrée en vigueur et devenir exécutoires si l'acheteur éventuel ne prend pas d'autres mesures. Par conséquent, comme c'était précédemment le cas, la détermination du fait que l'information a été transmise ou non à un investisseur par un vendeur au moment ou avant le moment de la vente exige, comme il est indiqué plus haut, une analyse des faits et des circonstances.

Nous ne croyons pas que des questions importantes se posent quant au calendrier de communication de l'information relative aux émetteurs, étant donné, comme il est indiqué plus haut, que les émetteurs et les preneurs fermes seront en mesure de transmettre les renseignements nouveaux au sujet des émetteurs avant la fixation du prix en déposant un formulaire 8-K ou 6-K accompagné, s'il y a lieu, d'un prospectus rédigé librement. Par contre, l'établissement des modalités définitives de titres complexes – comme des billets convertibles, des obligations à rendement élevé et des produits structurés – intervient souvent, en fait, après la fixation du prix en raison de la rapidité avec laquelle les placements sont effectués sur les marchés financiers actuels, ce qui soulève des préoccupations relativement à l'article 12(a)(2).

Le bulletin sur l'adoption fournit des indications sur la façon de régler ce problème. D'abord, il indique que des titres pourraient être vendus dans le cadre d'un placement « identique à l'opération XYZ » (en indiquant toutes les modifications particulières) et ainsi répondre aux exigences de l'article 12(a)(2) pour autant qu'aucune omission d'information au sujet d'une modalité précisée ne rende celle-ci trompeuse. À cet égard, le bulletin sur l'adoption décrit clairement les exigences de l'article 12(a)(2).

[traduction] *L'article 12(a)(2) de la Securities Act [...] n'exige pas que [...] le prospectus [...] contienne toute l'information prévue par rubrique aux termes de nos règles relatives à l'information ou qu'il contienne par ailleurs toute l'information importante. En vertu de ces dispositions, l'établissement de la responsabilité est plutôt fondé sur le fait que la communication inclut ou non une fausse déclaration importante ou omet d'inclure une information importante dont l'énoncé est nécessaire pour que la communication ne soit pas trompeuse eu égard aux circonstances dans lesquelles elle a été faite*<sup>32</sup>.

<sup>30</sup>*Starr v. Georgeson Shareholder, Inc.*, 2005 U.S. App. LEXIS 11250 (2<sup>e</sup> Cir. 2005).

<sup>31</sup>*Id.* à la page \*18.

<sup>32</sup>Bulletin sur l'adoption à la page 175 (italiques ajoutés) (citation omise).

---

Comme autre exemple de ce principe, le bulletin sur l'adoption mentionne les opérations de vente à terme dans le cadre desquelles les contrats de vente sont conclus en fonction de profils de portefeuille qui précisent les caractéristiques importantes des catégories d'actifs à l'intérieur de fourchettes ou selon des normes de marché données. Lorsque les caractéristiques des profils n'excluent pas d'éléments importants des caractéristiques de la catégorie dont l'absence rendrait les profils trompeurs et que les catégories définitives répondent aux échelles ou aux normes du marché communiquées, ce type de divulgation peut respecter la norme prévue à l'article 12(a)(2).

Le deuxième élément essentiel des indications fournies dans le bulletin sur l'adoption porte sur les conséquences d'une omission importante au moment de la vente ou de la nécessité d'apporter subséquemment une correction importante aux modalités. À cet égard, le bulletin sur l'adoption indique que les acheteurs et les vendeurs peuvent réévaluer leur engagement relatif à l'achat en fonction de l'information nouvelle ou modifiée et conclure un nouveau contrat de vente. La SEC estime que la procédure selon laquelle un acheteur et un vendeur conviennent de résilier le contrat initial et de conclure un nouveau contrat de vente [traduction] « doit correspondre essentiellement à une résiliation par consentement mutuel du contrat de vente antérieur et à la conclusion d'un nouveau contrat de vente<sup>33</sup> ». Cette interprétation va dans le sens de ce qui se faisait auparavant, selon nous, lorsqu'une erreur était commise dans l'explication d'une modalité importante des titres donnée à un investisseur. Le preneur ferme communiquait avec l'investisseur, expliquait l'erreur et – tant pour éviter d'engager sa responsabilité que pour préserver sa réputation – offrait la possibilité d'annuler le contrat. En offrant la possibilité d'utiliser un prospectus rédigé librement, la SEC facilite maintenant ce processus en prévoyant un moyen écrit et verbal de régler ce problème, particulièrement, dans la pratique, sur le marché institutionnel où se vendent généralement les titres assortis de modalités complexes.

- *Lettres 10b-5*. Les conseillers juridiques de l'émetteur et des preneurs fermes dans le cadre d'un placement de titres inscrits fournissent généralement aux preneurs fermes, à la clôture d'un placement, des lettres appelées « lettres 10b-5 » (*10b-5 letters*), portant sur la suffisance de l'information contenue dans le prospectus définitif. Maintenant que la SEC a rappelé au marché que la responsabilité aux termes de l'article 12(a)(2) est déterminée au moment de la conclusion du contrat de vente, les participants au marché sont en train de réévaluer s'il demeure pertinent que ces lettres continuent de mettre l'accent sur le prospectus définitif plutôt que sur l'information transmise aux investisseurs au moment pertinent aux fins de la détermination de la responsabilité.

Cette question est intéressante, mais la réponse dépend de l'application du même raisonnement pratique concernant le fonctionnement du marché que celui qui a été employé par la SEC et son personnel dans le cadre de l'élaboration des nouvelles règles. Sur le plan théorique, les lettres 10b-5 seraient plus utiles si elles portaient sur l'information transmise aux investisseurs (en effet, comme il est suggéré ci-dessus, à chaque investisseur) au moment de la conclusion du contrat de vente; et, sur le plan pratique, elles devraient pouvoir porter, à la clôture, sur l'information concernant l'émetteur au moment de la fixation du prix qui figure sur EDGAR ou est incluse dans le prospectus rédigé librement. Cependant, il pourrait ne pas être pratique qu'elle porte sur l'information transmise aux investisseurs sur *les modalités des titres* au moment de la fixation du prix, par rapport à leur description dans le prospectus définitif, et ce, en raison des ralentissements qui peuvent en découler.

Tout le monde reconnaît que le ralentissement du processus de placement est préjudiciable au marché. C'est précisément ce qui a provoqué le rejet des propositions Aircraft Carrier, et la SEC a pris soin de préciser qu'elle n'avait aucune intention d'ajouter des obstacles au processus cette fois-ci<sup>34</sup>. Étant donné que le fait de demander aux conseillers juridiques d'évaluer si un ensemble de modalités contient une fausse déclaration ou une omission importante suppose également que ces modalités soient présentées par écrit, en demandant aux conseillers juridiques d'examiner une description antérieure des

<sup>33</sup>Bulletin sur l'adoption à la page 183.

<sup>34</sup>Bulletin sur l'adoption à la page 178.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

modalités plutôt que le prospectus définitif – au moins dans le cadre d'un placement préalable classique – on provoquerait nécessairement le ralentissement même qui a été tant décrié par le marché. Depuis l'entrée en vigueur des réformes, les participants au marché ont largement accepté cet argument et sont généralement à l'aise avec le fait que les lettres 10b-5 portent sur les modalités d'un placement telles qu'elles sont décrites dans le prospectus de base ou provisoire, accompagné d'un prospectus rédigé librement contenant la description définitive des modalités du placement.

- *Utilisation de prospectus rédigés librement dont l'émetteur est responsable.* Il existe deux situations où les prospectus rédigés librement dont l'émetteur est responsable seront vraisemblablement utilisés. D'abord, malgré la mise en garde que nous venons de faire sur les ralentissements attribuables aux participants mêmes, nous reconnaissons que le prospectus rédigé librement permet aux participants au placement de clarifier rapidement par écrit des modalités clés complexes. Ensuite, comme il est indiqué précédemment, en raison de l'attention accrue portée à la responsabilité aux termes de l'article 12(a)(2), on peut s'attendre à ce que les prospectus rédigés librement soient utilisés pour communiquer les derniers faits importants touchant l'émetteur.
- *Utilisation de prospectus rédigés librement dont l'émetteur n'est pas responsable.* Bien que les preneurs fermes puissent utiliser des prospectus rédigés librement après le dépôt d'une déclaration d'inscription, y compris ceux à l'égard desquels l'émetteur n'assume aucune responsabilité aux termes de la loi, ils doivent se pencher, particulièrement dans ce dernier cas, sur les circonstances dans lesquelles ils permettront l'utilisation de prospectus rédigés librement et élaborer des procédures de conformité afin de contrôler et de suivre l'information distribuée par leurs employés. Étant donné qu'un preneur ferme assumerait la responsabilité relative à la communication de l'information aux termes de l'article 12(a)(2) quant à tout prospectus rédigé librement qu'il envoie (mais généralement pas à l'égard de tels prospectus envoyés par d'autres preneurs fermes) – et que l'émetteur ne s'engagera probablement pas à offrir une indemnisation à l'égard d'un prospectus rédigé librement qu'il n'a pas approuvé au préalable – les preneurs fermes chercheront sans doute à circonscrire étroitement l'information que les vendeurs sont autorisés à transmettre par courriel aux investisseurs ou à leur transmettre autrement par écrit. Il faudrait également examiner si, malgré la cause *Starr*, un prospectus rédigé librement qui n'était pas accompagné du prospectus prévu par la loi répondrait à la norme relative à l'honnêteté et à l'équilibre applicable aux communications des preneurs fermes qui est prévue par la *Rule 2210* de la National Association of Securities Dealers (« NASD ») (qui, nous l'espérons, sous réserve d'exceptions pour les cas flagrants, comme ceux qui ont donné naissance à la doctrine sur les faits cachés (*buried facts*)<sup>35</sup>, sera interprétée par la NASD de manière compatible avec le bulletin sur l'adoption).

De plus, compte tenu des incertitudes quant à savoir si le contenu du prospectus rédigé librement en fait ou non un prospectus dont l'émetteur est responsable – soit à titre de prospectus rédigé librement de l'émetteur ou de prospectus contenant de l'information sur l'émetteur – les émetteurs pourraient insister pour que les preneurs fermes les consultent avant que ceux-ci ne distribuent tout document autre que le prospectus prévu par la loi. Cependant, dans la mesure où un émetteur est consulté et qu'il autorise un preneur ferme à utiliser un prospectus rédigé librement, ce prospectus rédigé librement constituerait un prospectus rédigé librement de l'émetteur dont celui-ci serait responsable aux termes de l'article 12(a)(2). L'émetteur pourrait donc interdire que le preneur ferme utilise un prospectus rédigé librement qui n'est pas préparé en collaboration avec lui, ce qui compromettrait malheureusement l'objectif sous-jacent des règles – à savoir permettre les communications distinctes du preneur ferme sans engager la responsabilité de l'émetteur. Pour résoudre ce problème, certains émetteurs ont demandé aux preneurs fermes de s'engager à ne pas utiliser de prospectus rédigé

---

<sup>35</sup>Selon la doctrine des faits cachés, l'information qui [traduction] « est présentée de façon à cacher ou à obscurcir l'information devant être communiquée » est réputé inadéquate. *Werner v. Werner*, 267 F.3d 288, 298 (3e Cir. 2001). Par exemple, un fait important caché dans le milieu d'un document volumineux ou un concept important morcelé et dispersé dans l'ensemble d'un document entraînerait l'application de cette doctrine et amènerait le tribunal à conclure que les faits n'ont pas été adéquatement communiqués. Voir *id.*



---

librement constituant un prospectus rédigé librement de l'émetteur ou contenant de l'information sur l'émetteur. Cette approche est la meilleure pour éliminer l'incertitude inévitable se rapportant à l'application de ces nouvelles dispositions en faisant assumer la responsabilité définitive par le preneur ferme qui veut utiliser cette forme de communication.

- *Utilisation de la Rule 134 par les émetteurs non assujettis et non établis.* Bien que les nouvelles règles augmentent de manière utile l'information pouvant être incluse dans un communiqué de presse protégé en vertu de la *Rule 134*, il demeure des cas où il est incertain si la règle refuge peut s'appliquer. Dans ces cas, les émetteurs et les preneurs fermes peuvent maintenant se prévaloir des règles relatives au prospectus rédigé librement, mais cette possibilité n'existe pas dans le cas des placements faits par des émetteurs non assujettis et non établis en raison de l'impossibilité de respecter l'exigence voulant que le prospectus rédigé librement soit accompagné d'un prospectus prévu par la loi ou précédé par un tel prospectus (comprenant une fourchette de prix dans le cas d'un premier appel public à l'épargne).
- *Dispositions refuge à l'égard des communications préalables au dépôt non applicables aux preneurs fermes.* Les nouvelles règles fournissent aux émetteurs des dispositions refuge étendues à l'égard des règles sur les communications anticipées en cas de communication faite avant le dépôt. Cependant, les preneurs fermes continuent d'être assujettis aux exigences relatives à la « période de silence » habituelle interdisant les offres (verbales ou écrites) avant le dépôt d'une déclaration d'inscription.
- *Communication des commentaires du personnel de la SEC non réglés.* Tout EEBC ou déposant utilisant le processus accéléré doit communiquer dans son rapport annuel tous les commentaires non réglés importants qui ont été faits plus de 180 jours avant la fin de l'exercice visé par le rapport annuel. Ceci pourrait effectivement forcer certains émetteurs à donner suite aux commentaires du personnel de la SEC, à moins qu'ils ne soient prêts à voir ces commentaires soumis au jugement du public.
- *Limitations relatives à la règle prévoyant que « l'accès équivaut à la transmission ».* La règle prévoyant que « l'accès équivaut à la transmission » permet que le dépôt électronique d'un prospectus auprès de la SEC soit admissible à titre de transmission aux fins de la Securities Act, bien qu'elle ne s'applique qu'à la transmission d'un prospectus définitif. Les preneurs fermes doivent continuer de transmettre les prospectus provisoires aux investisseurs éventuels dans le cadre des premiers appels publics à l'épargne aux termes de la *Rule 15c2-8* de l'Exchange Act.
- *Accès accru au marché public américain par les émetteurs privés étrangers.* On ignore encore dans quelle mesure ces réformes contribueront à encourager les émetteurs privés étrangers à continuer à utiliser les marchés financiers publics américains. Les émetteurs privés étrangers sont de plus en plus tentés d'éviter les marchés publics des valeurs mobilières aux États-Unis en raison des exigences d'information et des autres exigences imposées aux émetteurs assujettis à la SEC par la Sarbanes-Oxley Act. Les réformes, y compris celles qui visent les EEBC, s'appliquent de manière uniforme aux émetteurs privés étrangers et aux émetteurs américains. On ne sait pas encore combien d'émetteurs privés étrangers jugeront que les avantages conférés par le statut d'EEBC, plus particulièrement l'accès immédiat aux marchés publics américains une fois qu'ils sont devenus des émetteurs établis, l'emportent sur le fardeau imposé par la Sarbanes-Oxley Act.

### III. Mesures touchant la rémunération de la haute direction et la sollicitation de procurations

#### Rémunération de la haute direction

Les mesures adoptées dans ce domaine par la SEC le 26 juillet 2006<sup>36</sup> ont trait aux exigences d'information aux termes de l'Exchange Act (information qui figure généralement dans les circulaires de sollicitation de procurations aux fins des assemblées annuelles des actionnaires) en ce qui concerne la rémunération de la haute direction et des administrateurs, les opérations entre parties apparentées, l'indépendance des administrateurs et d'autres questions de gouvernance ainsi que la propriété de titres par les dirigeants et administrateurs. Les réformes sont motivées par la volonté de la SEC d'adapter les règles actuelles à l'évolution des pratiques en matière de rémunération et de faire en sorte que l'information communiquée est plus claire et plus complète. Cependant, les réformes n'ont pas pour objectif de régler le niveau de rémunération des membres de la haute direction. Elles visent plutôt à fournir aux investisseurs de l'information cohérente sur les divers éléments de la rémunération et le montant global de celle-ci.

Voici les changements les plus importants découlant des règles adoptées :

- Révision du mode d'identification des membres de la haute direction dont la rémunération doit être communiquée (« membres de la haute direction visés » ou « MHDV ») afin que l'information concernant le chef de la direction, le chef des finances et les trois membres de la haute direction les mieux rémunérés, autres que le chef de la direction et le chef des finances, en fonction de la rémunération totale (plutôt qu'en fonction seulement du salaire et des primes annuels) soit communiquée;
- Remplacement du graphique sur le rendement (déplacé dans le rapport annuel) et du rapport du comité de la rémunération actuel contenus dans les circulaires de sollicitation de procurations par une nouvelle section portant sur le « rapport sur la rémunération » concernant les pratiques en matière de rémunération et d'octroi de titres de participation applicables aux MHDV – section s'apparentant au rapport de gestion dans le cas de l'information financière – qui devra être déposée et sera assujettie aux exigences d'attestation par le chef de la direction et le chef des finances et aux dispositions relatives à la responsabilité aux termes de l'article 18 de l'Exchange Act, ainsi que par un bref rapport du comité de la rémunération indiquant si celui-ci a examiné et passé en revue ce rapport sur la rémunération avec la direction et recommandé son inclusion dans les documents d'information;
- Reformulation du tableau sommaire de la rémunération figurant dans la circulaire de sollicitation de procurations afin d'ajouter une colonne qui indique, dans le cas de chaque MHDV, un montant unique représentant sa rémunération totale annuelle et la juste valeur à la date d'octroi des titres de participation octroyés au cours de l'exercice (comme il est indiqué dans les états financiers);
- Présentation d'une description sous forme de tableau et d'un exposé narratif de toute la rémunération des administrateurs;
- Établissement d'une description détaillée des avantages postérieurs à l'emploi des MHDV, y compris les hausses actuarielles des avantages aux termes des régimes de retraite, ainsi que de la ventilation et du montant des prestations de retraite annuelles, des prestations de cessation d'emploi et des indemnités en cas de changement de

---

<sup>36</sup>Communiqué de presse de la SEC, 2006-123 (26 juillet 2006). À la date du présent chapitre, le bulletin sur l'adoption n'a pas été publié par la SEC. La SEC avait initialement proposé des modifications à l'information sur la rémunération des membres de la haute direction dans les bulletins de la SEC n<sup>os</sup> 33-8655; 34-53185; IC-27218 (8 février 2006).

---

contrôle qui pourraient devenir payables dans le futur si l'événement déclencheur s'était produit le dernier jour ouvrable de l'exercice précédent, selon le cours de clôture des actions de la société à cette date;

- Élargissement des exigences d'information relative aux options et aux autres modes de rémunération en titres de participation, y compris par la communication de chaque octroi en cours de validité fait à chaque MHDV et par un exposé narratif particulier concernant les politiques et pratiques en matière d'octroi, le moment des octrois et l'établissement des prix d'exercice;
- Réduction du seuil global (en le ramenant à 10 000 \$) au-delà duquel les avantages accessoires des MHDV doivent être divulgués et ventilation obligatoire de tous les avantages accessoires, ainsi que calcul du montant de tout avantage accessoire dépassant 25 000 \$ ou 10 % de l'ensemble des avantages accessoires, selon la valeur la plus élevée;
- Modification de l'information à fournir sur les opérations avec des personnes apparentées, afin d'éliminer certaines exigences particulières et de porter le seuil en dollars à 120 000 \$;
- Regroupement/consolidation de l'information à fournir sur l'indépendance des administrateurs et certaines autres questions de gouvernance aux termes du nouvel article 407 du *Regulation S-K*;
- Clarification du fait que les émetteurs privés étrangers ne sont pas tenus de déposer des contrats d'emploi individuels s'ils ne sont pas tenus de divulguer ces contrats en vertu des règles sur la communication d'information du pays où ils sont établis (la SEC a indiqué que ses nouvelles règles ne toucheraient pas par ailleurs les émetteurs privés étrangers); et
- Modification de certaines exigences d'information du formulaire 8-K concernant les MHDV et certaines conventions et ententes relatives à la direction.

Une des règles proposées que la SEC n'a pas adoptée est la proposition appelée « Katie Couric », selon laquelle certains éléments d'information sur la rémunération d'au plus trois employés qui ne sont pas membres de la haute direction, mais dont la rémunération annuelle totale individuelle dépasse celle d'un membre de la haute direction visé soient communiqués. Bien que la SEC n'ait pas adopté la règle proposée, elle ne l'a pas éliminée entièrement; elle a plutôt proposé une version révisée qu'elle a soumise à d'autres commentaires du public. La proposition révisée ne s'appliquerait qu'aux grands déposants utilisant le processus accéléré (soit les sociétés dont la valeur au marché mondiale des actions ordinaires est supérieure à 700 millions de dollars) et ne viserait que les employés ayant un rôle *d'élaboration de politiques* pour la société ou une filiale importante ou une unité d'exploitation ou fonction principale de la société.

Les règles entreront en vigueur en règle générale en ce qui concerne les documents déposés à compter du 15 décembre 2006 pour les exercices se terminant à compter de pareille date. Les sociétés devront se conformer aux nouvelles règles aux fins des formulaires 10-K et des documents de sollicitation de procurations déposés pendant la saison des procurations 2007. Les exigences du formulaire 8-K devront être respectées dans le cas des événements déclencheurs survenant à compter du 60<sup>e</sup> jour suivant la publication des règles dans le registre fédéral.

### Transmission électronique des documents de sollicitation de procurations

À l'heure actuelle, les sociétés transmettent généralement leurs documents de sollicitation de procurations sur format papier. Bien qu'il soit possible de transmettre les documents par voie électronique et malgré la commodité d'un tel mode de transmission, les règles existantes font en sorte que l'actionnaire doive donner son consentement à cette forme de transmission, entraînant ainsi des contraintes additionnelles qui rendent ce mode de transmission peu attrayant pour les sociétés. Cependant, en raison de l'évolution de la technologie et parce qu'elle sait que les investisseurs utilisent de plus en plus Internet, la SEC a proposé le 15 décembre 2005<sup>37</sup> de permettre la transmission des documents de sollicitation de procurations au moyen d'un modèle « d'avis et d'accès ». Si elle est adoptée, la proposition commencera vraisemblablement à s'appliquer aux documents de sollicitation de procurations déposés pendant la saison des procurations 2007, ce qui constituerait une autre option par rapport au régime actuel et ne remplacerait pas celui-ci. Il ne faut pas oublier que la proposition vise seulement la transmission des documents de sollicitation de procurations, et non le vote par voie électronique ou la procédure relative au vote. De plus, les règles proposées ne s'appliqueraient pas aux regroupements d'entreprises.

Les dispositions proposées permettraient aux sociétés d'afficher les documents de sollicitation de procurations, y compris la circulaire de sollicitation de procurations, le formulaire de procuration et le rapport annuel, sur un site Web accessible au public. Les versions électroniques et en format papier de ces documents devraient être essentiellement identiques.

Les dispositions proposées exigeraient que les sociétés envoient aux actionnaires par la poste ordinaire, au moins 30 jours avant l'assemblée des actionnaires, un avis de format carte postale indiquant l'accessibilité des documents électroniques de sollicitation de procurations. L'avis comprendrait un message en caractères gras bien visible indiquant la date, l'heure et le lieu de l'assemblée des actionnaires, l'adresse du site Web où les documents de sollicitation de procurations sont accessibles ainsi qu'un numéro de téléphone sans frais et une adresse électronique que les investisseurs pourraient utiliser pour demander des versions en format papier, lesquelles devront être envoyées dans les deux jours ouvrables suivant la demande. L'avis comprendrait aussi une description claire et impartiale des questions soumises à l'assemblée ainsi que les recommandations de la société. Les sociétés pourraient également joindre le formulaire de procuration à l'avis ou le rendre accessible sur le site Web, pourvu qu'aucune autre information ou aucun autre document de sollicitation n'accompagne l'avis ou ne soit inclus dans celui-ci. Les autres documents de sollicitation distribués après l'envoi de l'avis seraient affichés sur le site Web indiqué dans l'avis.

Les investisseurs détenant des actions par l'entremise de courtiers ou de banques recevraient l'avis par l'intermédiaire de ceux-ci et pourraient demander des versions en format papier par l'intermédiaire de ceux-ci ou en faire la demande directement auprès de la société.

La transmission électronique des documents de sollicitation de procurations sera également possible aux fins de la sollicitation par un actionnaire. Dans ce cas, l'actionnaire sollicitant ne serait pas tenu de solliciter tous les actionnaires ou de fournir des documents en format papier sur demande. Dans le cas des sollicitations par un actionnaire, l'avis postal ordinaire requis devrait être envoyé au plus tard 30 jours avant l'assemblée ou 10 jours après le dépôt par la société de ses documents de sollicitation de procurations auprès de la SEC, selon la plus tardive des dates.

Si la proposition était adoptée, les sociétés ainsi que les actionnaires sollicitants profiteraient d'une réduction importante des frais associés à la sollicitation. En conséquence, les réformes proposées faciliteraient les courses aux procurations et les oppositions aux élections du conseil d'administration.

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP

---

<sup>37</sup>Bulletins de la SEC n<sup>os</sup> 34-52926; IC-27182 (15 décembre 2005).

## TABLEAUX RÉCAPITULATIFS DES RÉFORMES TOUCHANT LE PLACEMENT DE TITRES<sup>1</sup>

CATÉGORIES D'ÉMETTEURS	
Catégorie d'émetteur	Critères
<b>Émetteur établi bien connu (EEBC)</b> ( <i>well-known seasoned issuer</i> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Répondre aux exigences d'inscription du formulaire S-3 ou F-3, y compris avoir déposé dans les délais prescrits ses rapports aux termes de l'Exchange Act pour les 12 mois civils précédents</li> <li>• Soit avoir une capitalisation boursière mondiale de ses actions ordinaires détenues par des personnes n'appartenant pas à son groupe d'au moins 700 millions de dollars, soit avoir émis des titres non convertibles inscrits, autres que des actions ordinaires, d'un capital global d'au moins un milliard de dollars dans le cadre de placements primaires au comptant au cours des trois dernières années et n'inscrire que ce type de titres, et</li> <li>• Ne pas être un émetteur inadmissible</li> </ul> <p>La filiale détenue en propriété majoritaire par un EEBC est également admissible à titre d'EEBC si certaines conditions sont remplies. Les émetteurs de titres adossés à des actifs, les sociétés d'investissement (<i>investment companies</i>) et les sociétés de développement d'entreprises (<i>business development companies</i>) ne sont pas admissibles à titre d'EEBC</p>
<b>Émetteur établi</b> ( <i>seasoned issuer</i> )	Être admissible à utiliser les formulaires S-3 ou F-3 aux fins d'un placement primaire
<b>Émetteur non établi</b> ( <i>unseasoned issuer</i> )	Être tenu de déposer des rapports aux termes de l'Exchange Act sans être admissible à utiliser les formulaires S-3 ou F-3 aux fins d'un placement primaire
<b>Émetteur non assujéti</b> ( <i>non-reporting issuer</i> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ne pas être tenu de déposer des rapports aux termes de l'Exchange Act</li> <li>• Le déposant volontaire est considéré comme un émetteur non assujéti</li> </ul>

<sup>1</sup>Ces tableaux récapitulatifs omettent certains éléments des réformes touchant le placement de titres, comme les modifications à certaines règles de la SEC concernant les rapports de recherche.

## COMMUNICATIONS

### EEBC

*Communications permises plus de 30 jours avant le dépôt de la déclaration d'inscription*

- Toutes les communications faites par l'émetteur ou pour son compte
  - Les offres écrites constituent un prospectus rédigé librement, sauf si :
    - elles ne se rapportent pas à un placement de titres qui est ou sera inscrit
    - elles sont faites par l'émetteur ou pour son compte, et
    - l'émetteur prend des mesures raisonnables à sa disposition pour empêcher d'autres distributions ou publications au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt
- Les prospectus rédigés librement par l'entremise des médias sont permis, qu'ils soient ou non payés par l'émetteur

*Communications permises au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt de la déclaration d'inscription*

- Toutes les communications faites par l'émetteur ou pour son compte
  - Les offres écrites constituent un prospectus rédigé librement
  - Les prospectus rédigés librement par l'entremise des médias sont permis, qu'ils soient ou non payés par l'émetteur

*Communications permises après le dépôt de la déclaration d'inscription*

- Toutes les communications
  - Les offres écrites constituent un prospectus rédigé librement
  - Les prospectus rédigés librement par l'entremise des médias sont permis, qu'ils soient ou non payés par l'émetteur ou un participant au placement

### Émetteur établi

*Communications permises plus de 30 jours avant le dépôt de la déclaration d'inscription*

- Information factuelle sur la société
- Information prospective
- Toutes les autres communications si :
  - elles ne se rapportent pas à un placement de titres qui est ou sera inscrit
  - elles sont faites par l'émetteur ou pour son compte, et
  - l'émetteur prend des mesures raisonnables à sa disposition pour empêcher d'autres distributions ou publications au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt

*Communications permises au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt de la déclaration d'inscription*

- Information factuelle sur la société
- Information prospective
- Les autres communications ne constituant pas des offres

*Communications permises après le dépôt de la déclaration d'inscription*

- Toutes les communications
  - Les offres écrites constituent un prospectus rédigé librement
  - Les prospectus rédigés librement par l'entremise des médias sont permis, qu'ils soient ou non payés par l'émetteur ou un participant au placement

## COMMUNICATIONS (continued)

<b>Émetteur non établi</b>	
<i>Communications permises plus de 30 jours avant le dépôt de la déclaration d'inscription</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Information factuelle sur la société</li> <li>• Information prospective</li> <li>• Toutes les autres communications si :               <ul style="list-style-type: none"> <li>• elles ne se rapportent pas à un placement de titres qui est ou sera inscrit</li> <li>• elles sont faites par l'émetteur ou pour son compte, et</li> <li>• l'émetteur prend des mesures raisonnables à sa disposition pour empêcher d'autres distributions ou publications au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt</li> </ul> </li> </ul>
<i>Communications permises au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt de la déclaration d'inscription</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Information factuelle sur la société</li> <li>• Information prospective</li> <li>• Les autres communications ne constituant pas des offres</li> </ul>
<i>Communications permises après le dépôt de la déclaration d'inscription</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Toutes les communications               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les offres écrites constituent un prospectus rédigé librement</li> <li>• Les prospectus rédigés librement doivent généralement être accompagnés du prospectus prévu par la loi ou précédés par un tel prospectus</li> <li>• Aucun prospectus rédigé librement par l'entremise des médias n'est permis s'il est payé par l'émetteur ou un participant au placement</li> </ul> </li> </ul>
<b>Émetteur non assujetti</b>	
<i>Communications permises plus de 30 jours avant le dépôt de la déclaration d'inscription</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Information factuelle sur la société</li> <li>• Toutes les autres communications si :               <ul style="list-style-type: none"> <li>• elles ne se rapportent pas à un placement de titres qui est ou sera inscrit;</li> <li>• elles sont faites par l'émetteur ou pour son compte; et</li> <li>• l'émetteur prend des mesures raisonnables à sa disposition pour empêcher d'autres distributions ou publications au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt</li> </ul> </li> </ul>
<i>Communications permises au cours de la période de 30 jours précédant le dépôt de la déclaration d'inscription</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Information factuelle sur la société</li> <li>• Les autres communications ne constituant pas des offres</li> </ul>
<i>Communications permises après le dépôt de la déclaration d'inscription</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Toutes les communications               <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les offres écrites constituent un prospectus rédigé librement</li> <li>• Les prospectus rédigés librement doivent généralement être accompagnés du prospectus prévu par la loi ou précédés par un tel prospectus, comprenant une fourchette de prix</li> <li>• Aucun prospectus rédigé librement par l'entremise des médias n'est permis s'il est payé par l'émetteur ou un participant au placement</li> </ul> </li> </ul>

## Le Canada s'engage

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

RÉFORMES TOUCHANT LE PROCESSUS D'INSCRIPTION	
Catégorie d'émetteur	
<b>EEBC</b>	
<i>Type d'inscription préalable</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inscription préalable automatique, y compris un prospectus préalable universel</li> <li>• Entrée en vigueur immédiate</li> <li>• Frais payés au moment du placement</li> </ul>
<i>Transmission du prospectus</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• « L'accès équivaut à la transmission » – le prospectus définitif est réputé transmis s'il est déposé dans les délais prescrits ou s'il est tenté de bonne foi de respecter les délais et de faire le dépôt dès que possible</li> <li>• Les investisseurs pourraient encore demander un prospectus définitif</li> </ul>
<b>Émetteur établi</b>	
<i>Type d'inscription préalable</i>	<p>Régime actuel d'inscription préalable prévoyant une libéralisation portant sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Les règles relatives à l'intégration par renvoi</li> <li>• L'utilisation d'un supplément de prospectus afin d'identifier les porteurs de titres vendeurs dans certaines circonstances</li> <li>• La capacité d'effectuer des placements immédiats</li> <li>• Les restrictions relatives aux placements dans un marché existant</li> <li>• Les limites imposées aux montants inscrits</li> </ul>
<i>Transmission du prospectus</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• « L'accès équivaut à la transmission » – le prospectus définitif est réputé transmis s'il est déposé dans les délais prescrits ou s'il est tenté de bonne foi de respecter les délais et de faire le dépôt dès que possible</li> <li>• Les investisseurs pourraient encore demander un prospectus définitif</li> </ul>
<b>Émetteur non établi</b>	
<i>Type d'inscription préalable</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Intégration par renvoi de documents déposés antérieurement aux termes de l'Exchange Act si l'émetteur est à jour quant aux exigences d'information prévues par l'Exchange Act</li> <li>• Aucune intégration par renvoi prospective</li> </ul>
<i>Transmission du prospectus</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• « L'accès équivaut à la transmission » – le prospectus définitif est réputé transmis s'il est déposé dans les délais prescrits ou s'il est tenté de bonne foi de respecter les délais et de faire le dépôt dès que possible</li> <li>• Les investisseurs pourraient encore demander un prospectus définitif</li> </ul>
<b>Émetteur non assujetti</b>	
<i>Type d'inscription préalable</i>	Aucune intégration par renvoi
<i>Transmission du prospectus</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• « L'accès équivaut à la transmission » – le prospectus définitif est réputé transmis s'il est déposé dans les délais prescrits ou s'il est tenté de bonne foi de respecter les délais et de faire le dépôt dès que possible</li> <li>• Les investisseurs pourraient encore demander un prospectus définitif</li> <li>• Les preneurs fermes doivent encore livrer les prospectus provisoires</li> </ul>



---

#### EXIGENCES D'INFORMATION ADDITIONNELLES AUX TERMES DE L'EXCHANGE ACT

<b>Facteurs de risque</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Les facteurs de risque doivent être communiqués « s'il y a lieu » dans le formulaire 10-K de tous les émetteurs</li><li>• Des mises à jour trimestrielles portant sur les facteurs de risque doivent être communiquées dans le formulaire 10-Q afin de refléter tous les changements importants</li></ul>
<b>Commentaires du personnel non réglés</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Communication dans le rapport annuel des commentaires écrits importants du personnel de la SEC portant sur les rapports aux termes de l'Exchange Act qui sont non réglés et qui ont été faits plus de 180 jours avant la fin de l'exercice visé par le rapport annuel</li><li>• Disposition applicable aux EEBC, à tous les autres émetteurs ainsi qu'aux émetteurs privés américains et étrangers qui sont des déposants utilisant le processus accéléré</li></ul>
<b>Déposants volontaires</b>	Obligation de cocher la case sur la page couverture du formulaire 10-K ou 20-F

