

Chapitre 5

Accéder aux marchés financiers canadiens

Lorsque je parle du « système financier », je fais bien sûr référence aux institutions et aux marchés, mais aussi à l'infrastructure, aux lois et aux règlements qui les régissent et qui soutiennent leurs opérations, ainsi qu'au cadre macro-économique dans lequel ils évoluent. Le message que je veux vous livrer est le suivant : il est impératif que le Canada améliore l'efficacité de son système financier.

– Allocution prononcée par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant l'Empire Club of Canada et le Canadian Club of Canada, le 9 décembre 2004

5.1 La rapidité d'accès des émetteurs à des capitaux constitue un facteur déterminant de la compétitivité des marchés financiers canadiens. Logiquement, lorsqu'il devient plus facile d'avoir accès aux marchés financiers, le nombre de participants, qu'il s'agisse d'émetteurs ou d'investisseurs, devrait également augmenter. Les émetteurs sont attirés par un marché où ils peuvent avoir accès efficacement à des capitaux, ce qui a un effet d'entraînement sur les investisseurs.

5.2 La réglementation des marchés financiers canadiens devrait viser à faire en sorte qu'on puisse accéder aux marchés financiers canadiens aussi rapidement et efficacement, sinon plus, qu'à d'autres grands marchés, pour autant que la protection des investisseurs soit assurée. Nos recommandations portent surtout sur les placements « subséquents » au moyen d'un prospectus et les placements dispensés des exigences de prospectus (c.-à-d. les placements privés) faits par des émetteurs qui ont déjà fait un premier appel public à l'épargne, ces champs d'action étant ceux où nous considérons qu'il est le plus important d'avoir un accès efficace. La question de la rapidité d'accès porte surtout sur la mesure dans laquelle un régime de valeurs mobilières devrait être fondé sur l'obligation de communiquer l'information et des mesures d'application de la loi *a posteriori* ou, à l'inverse, la mesure dans laquelle les organismes de réglementation devraient intervenir *a priori* en procédant à l'examen de l'information présentée.

5.3 Même si nous traitons surtout des placements subséquents au moyen d'un prospectus, plusieurs des recommandations que nous faisons dans ce chapitre peuvent aussi s'appliquer aux premiers appels publics à l'épargne. La plus importante de ces recommandations est celle qui concerne la forme dans laquelle l'information est présentée dans un prospectus. Cependant, nous sommes d'avis que le régime de réglementation en vigueur pour les premiers appels publics à l'épargne, qui comprend l'examen du prospectus par l'organisme de réglementation et, bien qu'elle soit très rarement utilisée (si jamais elle l'a été), la possibilité pour l'organisme de réglementation de refuser d'accorder un visa à l'égard du prospectus dans le cas où il « serait préjudiciable à l'intérêt public de le faire »¹, constitue un compromis approprié entre la nécessité d'avoir un accès rapide et efficace aux marchés financiers et le souci de s'assurer de la qualité de l'information présentée par les émetteurs qui accèdent aux marchés financiers.

¹Loi sur les valeurs mobilières (Ontario) à l'article 61.

Le Canada s'engage

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

La nécessité d'un accès rapide – placements subséquents au moyen d'un prospectus

5.4 Avant de présenter nos recommandations en vue de moderniser les règles relatives aux placements subséquents faits au moyen d'un prospectus, nous croyons qu'il est important de faire un survol de la situation actuelle, tant au Canada qu'aux États-Unis. Ce survol démontrera que la rapidité d'accès d'un émetteur au marché est un facteur qui a été pris en considération depuis un certain temps déjà dans la conception du régime canadien de placements au moyen d'un prospectus. Par suite des réformes récentes des règles relatives aux placements mises en œuvre aux États-Unis, certains émetteurs canadiens ne peuvent accéder aux marchés financiers aussi rapidement que leurs homologues de l'autre côté de la frontière.

Le régime canadien actuel – régime du prospectus simplifié et placements au moyen d'un prospectus préalable

5.5 L'évolution du processus des placements au Canada démontre que les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens reconnaissent depuis longtemps l'importance d'avoir rapidement accès aux marchés financiers. Les émetteurs canadiens disposent actuellement de deux méthodes pour faire un placement de titres subséquent dans le public de manière accélérée : i) ils peuvent déposer un prospectus simplifié en vertu du régime du prospectus simplifié prévu par le *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* (« Règlement 44-101 »); ou ii) ils peuvent déposer un prospectus préalable et le supplément de prospectus s'y rapportant lorsqu'ils décident d'accéder au marché, conformément au *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* (« Règlement 44-102 »).

a) Le régime du prospectus simplifié

5.6 Le régime du prospectus simplifié a été établi au Canada en réponse à l'implantation du système d'inscription au moyen d'un formulaire abrégé aux États-Unis, quoique cette réponse ait été un peu longue à venir. Bien que le système américain ait été lancé initialement en 1967, le régime du prospectus simplifié n'a pas été mis en œuvre avant 1982, et il a fait l'objet de trois moutures par la suite, soit en 1991, en 1993 et en 2000, avant que le Règlement 44-101 actuel soit mis en vigueur dans l'ensemble du Canada le 30 décembre 2005.

5.7 Avant l'adoption du régime du prospectus simplifié, les émetteurs canadiens devaient déposer et faire approuver un prospectus ordinaire pour chaque placement de titres, quels que soient la taille de l'émetteur, l'importance du marché pour leurs titres ou le nombre de fois qu'ils avaient placé leurs titres dans le marché. À l'opposé, le marché européen était assujéti à une réglementation restreinte, et le marché américain, quoique réglementé, était déjà rendu bien plus loin dans l'introduction de mécanismes d'accès rapide aux marchés publics. On se préoccupait de plus en plus du fait que faute d'un accès rapide et efficace aux marchés canadiens, les émetteurs choisiraient de placer leurs titres à l'extérieur du Canada.

5.8 C'est ainsi que le régime du prospectus simplifié a été adopté en 1982 afin de permettre aux entreprises canadiennes d'accéder aux marchés financiers plus rapidement et à moindres frais grâce au prospectus simplifié. Ce système permet aux émetteurs de déposer un prospectus simplifié dont la brièveté est compensée par l'intégration par renvoi d'autres documents d'information tels qu'une notice annuelle, des états financiers et des déclarations de changement important.

5.9 L'introduction du régime du prospectus simplifié a eu une conséquence importante : les preneurs fermes étaient disposés à offrir aux émetteurs un produit appelé « acquisition ferme », selon lequel les preneurs fermes s'engageaient à acheter les titres émis à des fins de revente et couraient ainsi le risque qu'à moins qu'il ne se produise des événements extraordinaires, la situation du marché pourrait se détériorer entre la date du contrat de prise ferme et la date de la clôture. Ce risque était acceptable pour les preneurs fermes étant donné que la période d'exposition au « risque lié au marché »

était considérablement réduite. La possibilité d'offrir un tel produit aux émetteurs au Canada a procuré un avantage concurrentiel important aux preneurs fermes canadiens et a sans aucun doute contribué positivement à améliorer la compétitivité des marchés financiers canadiens.

Qu'est-ce qu'un prospectus simplifié?

5.10 Le prospectus simplifié présente des informations moins détaillées que le prospectus ordinaire parce que les règles relatives au prospectus simplifié permettent à l'émetteur d'intégrer par renvoi dans le prospectus simplifié des documents d'information publics déjà déposés. Les règles relatives au prospectus simplifié prévoient également un processus d'examen abrégé de la part des organismes de réglementation des valeurs mobilières (environ trois jours ouvrables entre le dépôt d'un prospectus simplifié provisoire et le dépôt d'un prospectus simplifié définitif, par opposition à un délai minimum de 15 jours ouvrables entre le dépôt d'un prospectus ordinaire provisoire et d'un prospectus ordinaire définitif).

5.11 Le principal avantage du prospectus simplifié est son délai d'établissement relativement court qui, avec le délai abrégé d'examen de la part des organismes de réglementation, permet à un émetteur de procéder à un placement de titres dans un délai relativement court (c.-à-d. environ trois semaines entre le lancement et la clôture du placement). Il faut moins de temps à la direction pour établir le prospectus, et le processus d'examen est beaucoup plus court que dans le cas d'un prospectus ordinaire. L'émetteur qui fait appel au régime du prospectus simplifié peut donc réduire (ou, dans le cas d'une « acquisition ferme » décrite ci-dessous, transférer aux preneurs fermes) le risque de baisse de la valeur marchande de ses titres au cours de la période comprise entre le dépôt initial du prospectus simplifié et la clôture du placement.

5.12 Les documents d'information continue de l'émetteur qui sont intégrés par renvoi constituent la base du prospectus simplifié. Ces documents sont simplement énumérés dans une liste figurant dans le prospectus. De plus, le prospectus simplifié doit habituellement contenir des informations de base sur le placement (c.-à-d. les titres offerts et leur prix), le nom des preneurs fermes, l'emploi du produit tiré du placement, des précisions sur le mode de placement, des détails sur les acquisitions importantes au cours du dernier exercice (qui peuvent également nécessiter l'établissement d'états financiers pro forma) et les facteurs de risque. Comme la plupart des « nouvelles » informations figurant dans un prospectus simplifié ne visent qu'à mettre à jour le dossier d'information continue de l'émetteur qui est intégré par renvoi et à donner des renseignements précis sur le placement, il n'est pas inhabituel qu'un prospectus simplifié n'ait que de 10 à 15 pages.

Qui est admissible à déposer un prospectus simplifié en vertu du régime du prospectus simplifié?

5.13 Le Règlement 44-101 prévoit plusieurs critères d'admissibilité différents auxquels un émetteur doit se conformer pour être admissible au régime du prospectus simplifié, lesquels comprennent généralement les critères suivants :

- l'émetteur doit être un déposant par voie électronique aux termes du *Règlement 13-101 sur le système électronique de données, d'analyse et de recherches* (SEDAR);
- l'émetteur doit être un « émetteur assujetti »² dans au moins un territoire du Canada;
- l'émetteur doit avoir déposé auprès de l'organisme de réglementation des valeurs mobilières dans chaque territoire où il est un émetteur assujetti tous les documents d'information périodique et occasionnelle qu'il est tenu de déposer dans ce territoire;

²Un « émetteur assujetti » est défini au paragraphe 1(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) (« Loi ») comme étant, entre autres, un émetteur i) qui a déposé un prospectus et obtenu un accusé de réception en application de la Loi ou ii) qui est la compagnie dont l'existence est maintenue à la suite de l'échange des valeurs mobilières d'une compagnie avec une autre compagnie si l'une des compagnies issues de la fusion ou la compagnie maintenue a été un émetteur assujetti pendant au moins douze mois. La législation sur les valeurs mobilières des autres provinces et territoires contient une définition ou une notion semblable.

Le Canada s'engage

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

- l'émetteur doit avoir, dans au moins un territoire où il est un émetteur assujéti, des états financiers annuels à jour et une notice annuelle à jour;
- les titres de participation de l'émetteur doivent être inscrits à la cote d'une bourse admissible dans le cadre du prospectus simplifié³.

5.14 Les critères d'admissibilité visent surtout à assurer que l'émetteur ait des antécédents suffisamment longs en matière de communication de l'information pour que son « histoire » soit entièrement détaillée dans son dossier d'information déposé sur SEDAR. Ainsi, comme il est indiqué ci-dessus, le rôle du prospectus simplifié consiste simplement à mettre à jour ce dossier d'information.

L'« acquisition ferme »

5.15 Le régime du prospectus simplifié a engendré une forme de placement particulière au Canada, l'« acquisition ferme », dans le cadre de laquelle les preneurs fermes s'engagent par contrat à acheter les titres de l'émetteur à des fins de revente avant le dépôt du prospectus simplifié provisoire et assument ainsi les risques liés aux sautes d'humeur du marché ou à leur incapacité de revendre les titres. L'émetteur continue cependant d'assumer les risques liés à un changement défavorable important ou à un événement international (par opposition à la volatilité « normale » du marché). Les preneurs fermes sont, pour leur part, autorisés aux termes du Règlement 44-101 à faire de la sollicitation auprès des acquéreurs éventuels pendant les quatre jours ouvrables qui précèdent le dépôt du prospectus simplifié provisoire permettant le placement⁴.

b) Le prospectus préalable

5.16 L'émetteur qui est admissible à déposer un prospectus simplifié dans un territoire a également le droit de déposer un prospectus préalable de base dans ce territoire. Le régime du prospectus préalable est maintenant établi comme un des principaux moyens d'accélérer le processus d'admissibilité du prospectus ordinaire au Canada. Il consiste en un document de placement qui est établi et déposé à l'égard d'un montant total en dollars de titres, qui sont ensuite mis sur une « tablette » métaphorique pendant une période maximale de 25 mois, jusqu'à ce que l'émetteur décide de prendre une tranche ou la totalité des titres admissibles sur cette « tablette » pour les placer. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières examinent le prospectus préalable de base comme ils le feraient pour tout autre prospectus simplifié (habituellement dans les trois jours ouvrables qui suivent le dépôt).

5.17 Au moment de la vente comme telle, l'émetteur établit un supplément de prospectus préalable, souvent relativement bref, qui ne contient que les informations propres à la transaction, y compris des informations sur les titres vendus, qui n'étaient pas disponibles au moment où le prospectus préalable de base a été établi et visé. Ces nouvelles informations sont ensuite intégrées par renvoi dans le prospectus préalable de base aux fins du placement.

5.18 Le prospectus préalable permet aux émetteurs admissibles de rendre admissible à des fins de placement un grand nombre de titres en même temps à des fins d'émission ultérieure. La démarche du prospectus préalable peut être plus rapide que la formule du prospectus ordinaire et du prospectus simplifié habituel parce que le supplément de prospectus préalable ne fait habituellement pas l'objet d'un examen de la part des organismes de réglementation au moment où il est diffusé (exception faite des nouveaux dérivés et des nouveaux titres adossés à des créances, pour lesquels le supplément doit être visé au préalable par les organismes de réglementation des valeurs mobilières).

³La Bourse de Toronto, les groupes 1 et 2 de la Bourse de croissance TSX ainsi que le Canadian Trading and Quotation System Inc. sont désignés dans le Règlement 44-101 comme des « bourses admissibles dans le cadre du prospectus simplifié ».

⁴Règlement 44-101, par. 7.1.

5.19 Dans la plupart des cas, le supplément de prospectus peut être déposé après la date à laquelle il a initialement été transmis aux acquéreurs, et il est donc possible pour les émetteurs de profiter rapidement des occasions qui se présentent sur le marché. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières n'examinent pas le supplément de prospectus. En séparant ainsi les étapes d'établissement, d'examen et d'obtention du visa à l'égard du prospectus du placement, l'émetteur peut exercer un plus grand contrôle sur sa capacité d'accéder au marché. En règle générale, un placement effectué au moyen d'un supplément de prospectus préalable peut être réalisé dans un délai d'à peine cinq jours.

Le prospectus préalable visant des titres non ventilés

5.20 Bien que le prospectus préalable de base procure une certaine souplesse aux émetteurs du fait que le moment du placement éventuel est déterminé par le marché ou par les occasions d'affaires qui se présentent au cours de la période de 25 mois visée par le prospectus préalable, le prospectus préalable visant des titres non ventilés offre encore davantage d'options, car il permet de rendre admissibles des titres d'emprunt, des titres de participation et d'autres titres sans avoir à faire une répartition précise du montant global du placement entre les catégories de titres ainsi admissibles. Ce n'est qu'au moment où un placement est effectivement fait (et au moment de l'établissement et du dépôt du supplément de prospectus) que sont déterminés le genre et le montant des titres qui seront offerts. Certaines limites sont toutefois imposées : le prospectus doit stipuler la valeur en dollars totale des titres que l'émetteur se propose de vendre sous le régime du prospectus préalable, laquelle doit être établie d'après le montant que l'émetteur s'attend raisonnablement à vendre au cours des 25 mois qui suivent le dépôt.

5.21 Un des facteurs susceptibles de décourager les émetteurs de se prévaloir du régime du prospectus préalable, y compris le prospectus préalable visant des titres non ventilés, est la crainte des émetteurs que le dépôt d'un prospectus préalable ne signale un placement imminent, ce qui entraîne la perception d'une offre ayant un effet dilutif sur le marché. La divulgation de l'intention d'un émetteur d'émettre un grand nombre de titres de participation peut être importante pour les investisseurs, particulièrement dans le cas des plus petites entreprises parce qu'elle engendre un effet de dilution, ou parce qu'elle donne l'impression que la direction croit que le cours du titre en question a atteint un sommet. Les émetteurs craignent que les arbitragistes ne considèrent ce dépôt comme une occasion de vendre les actions à découvert, ce qui aurait pour effet d'amplifier la baisse en raison de l'offre additionnelle prévue d'actions.

Les réformes touchant le placement de titres dans le public aux États-Unis

5.22 En juillet 2005, la Securities and Exchange Commission des États-Unis (« SEC ») a publié un ensemble de règles d'une large portée qui auront une incidence profonde sur le processus d'appel public à l'épargne aux États-Unis⁵ (« réformes touchant le placement de titres dans le public aux États-Unis »). La plupart des règles concernent la déréglementation et, bien que les réformes visent tous les placements inscrits aux États-Unis, les émetteurs importants qui ont des antécédents d'information pourront se prévaloir des aspects les plus libéralisants de ces réformes. Les réformes touchant le placement de titres dans le public aux États-Unis, entre autres, créent une nouvelle catégorie d'émetteurs appelés des « émetteurs établis bien connus » (« EEBC ») (*well-known seasoned issuers*), modifient les règles relatives aux communications vers la date où a lieu le placement inscrit, permettent l'utilisation de « prospectus rédigés librement » (*free writing prospectus*) et, dans certains cas, éliminent la nécessité de transmettre un exemplaire papier du prospectus définitif. Il est notamment permis aux EEBC d'accéder aux marchés financiers américains sans que leur déclaration d'inscription soit examinée par la SEC.

⁵« Securities Offering Reform », *Securities Act Release No. 33-8591* (19 juillet 2005) (bulletin sur l'adoption) et *Release No. 33-8501* (3 novembre 2004) (bulletin de proposition).

Le Canada s'engage

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

5.23 La catégorie des EEBC englobe les plus grandes sociétés ouvertes des États-Unis, c.-à-d. les entreprises qui déposent des rapports périodiques auprès de la SEC depuis au moins un an (et qui sont à jour quant à ces dépôts) et qui i) ont en circulation des titres de participation d'une valeur marchande d'au moins 700 millions de dollars US détenus par des personnes n'appartenant pas à leur groupe ou ii) ont émis des titres non convertibles d'un capital global de un milliard de dollars US au cours des trois dernières années⁶. Selon la SEC, 30 % des émetteurs inscrits aux États-Unis répondraient aux critères requis pour avoir droit au statut d'EEBC⁷.

5.24 La création de la catégorie des EEBC permet aux émetteurs qui en font partie d'accéder aux marchés financiers américains de façon très rapide et efficace. Le statut d'EEBC signifie qu'une société a droit à l'« inscription préalable automatique », ce qui permet aux EEBC d'obtenir l'entrée en vigueur immédiate de leur déclaration d'inscription, de sorte qu'il n'y a aucun retard pour accéder au marché⁸.

5.25 Aux termes de la Règle 163 des réformes touchant le placement des titres dans le public aux États-Unis, les EEBC sont autorisés à faire des offres verbales et écrites sans restriction avant le dépôt d'une déclaration d'inscription, mais l'offre sera considérée comme un prospectus rédigé librement et devra généralement être déposée au moment du dépôt de la déclaration d'inscription ou de la modification visant les titres offerts⁹.

[traduction] *En raison de la participation active des [EEBC] aux marchés et, entre autres, de la large couverture de ces émetteurs par les participants au marché, les médias et les investisseurs institutionnels, nous estimons qu'il convient d'accorder [...] une plus grande latitude en matière d'inscription à ces [EEBC] que celle qui est accordée aux autres émetteurs.*

– « Securities Offering Reform », *Securities Act Release No. 33-8591* (19 juillet 2005)

5.26 La libéralisation des règles d'inscription et l'accès rapide au marché dont jouissent les EEBC sont fondés sur la conclusion que cette catégorie est composée d'émetteurs qui sont réputés avoir droit à un traitement spécial puisqu'ils font l'objet d'une surveillance plus étroite de la part des médias, des analystes et des investisseurs institutionnels. Si une société est suffisamment importante, qu'elle possède un dossier d'information depuis au moins un an et qu'elle est constamment surveillée par un nombre suffisant d'intervenants, la SEC est disposée à permettre à sa fonction d'entité de surveillance (qui prend la forme d'un examen de la déclaration d'inscription) d'être en partie assumée par ces autres participants au marché dans le cadre de leur examen. Comme l'a indiqué le professeur Adam Pritchard, ce n'est pas le pouvoir économique des EEBC qui justifie l'assouplissement de la réglementation¹⁰. Selon la SEC, [traduction] « en raison de la participation active des [EEBC] aux marchés et, entre autres, de la large couverture de ces émetteurs par les participants au marché, les médias et les investisseurs institutionnels, nous estimons qu'il convient d'accorder [...] une plus grande latitude en matière d'inscription à ces [EEBC] que celle qui est accordée aux autres émetteurs »¹¹. Nous estimons que cette logique est convaincante.

⁶Rule 405 de la *Securities Act of 1933* des États-Unis.

⁷A. Pritchard, *Well-Known Seasoned Issuers in Canada* dans le volume V à la page 10.

⁸*Ibid.* à la page 5.

⁹Dans ce paragraphe, nous faisons grandement référence à une note de service rédigée par Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP intitulée *SEC Adopts Securities Offering Reforms*, 1^{er} août 2005.

¹⁰Pritchard, *supra*, note 7 à la page 9.

¹¹« Securities Offering Reform », *Securities Act Release No. 33-8591* (19 juillet 2005), à la page 25.

Proposition de réforme touchant le placement de titres au Canada

5.27 L'inscription préalable automatique prévue par les réformes touchant le placement de titres dans le public aux États-Unis pour les émetteurs appartenant à la catégorie des EEBC a permis à 30 % des sociétés inscrites américaines d'avoir un accès quasi instantané aux marchés financiers américains. À l'opposé, les émetteurs canadiens admissibles au régime du prospectus simplifié (lesquels, après les modifications apportées au Règlement 44-101 à la fin de 2005, comprennent la plupart des émetteurs assujettis au Canada) qui réalisent un financement dans le cadre d'une « acquisition ferme » doivent généralement compter un délai de trois à cinq jours ouvrables avant de pouvoir confirmer les ventes et commencer à recueillir les fonds en vue de la clôture. Il faut bien reconnaître que ceux qui utilisent un prospectus préalable disposeraient d'un délai plus court.

5.28 Alors, que peuvent faire les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens pour faire en sorte que les émetteurs canadiens puissent accéder aux marchés financiers avec une rapidité comparable à celle de leurs homologues américains?

5.29 Le Groupe de travail a chargé le professeur Adam Pritchard d'examiner les motifs qui ont amené la SEC à décider qu'elle pourrait réduire sans danger la surveillance directe qu'elle exerce sur les placements de ces sociétés et de présenter des observations au Groupe de travail quant à savoir si un tel modèle pourrait être introduit au Canada et, le cas échéant, de quelle manière il pourrait l'être.

Accès continu au marché

5.30 D'aucuns ont suggéré¹² que le Canada adopte un modèle d'« accès continu au marché » pour les placements subséquents de titres, ce qui assurerait certainement un accès rapide aux marchés financiers. Selon ce modèle, l'émetteur serait autorisé à offrir des titres au moyen d'un document très court d'une ou deux pages ressemblant à un communiqué de presse ou à un sommaire des modalités qui intégrerait par renvoi le dossier d'information continue, et plus particulièrement la notice annuelle de l'émetteur. La théorie à l'appui d'un tel régime est que les seules « nouvelles » informations qu'un acquéreur éventuel a besoin de connaître au sujet de l'émetteur sont les modalités comme telles du placement – les autres antécédents de l'émetteur sont affichés sur SEDAR afin de permettre à tous les intervenants de les consulter.

5.31 Il est évident que ce qui empêche le modèle d'accès continu au marché de fonctionner dans le contexte réglementaire actuel est qu'il exigerait i) soit que les obligations d'information continue des émetteurs soient modifiées afin de comprendre la communication continue des « faits importants » en plus des « changements importants », ii) soit que les attestations figurant à la dernière page du document soient modifiées en conséquence, comme il est indiqué plus loin. Les lois sur les valeurs mobilières canadiennes n'exigent actuellement la divulgation continue que des « changements importants », c.-à-d. les changements dans l'activité, l'exploitation ou le capital d'un émetteur dont il est raisonnable de s'attendre qu'ils aient un effet significatif sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur. À l'opposé, les « faits importants », c.-à-d. les faits dont il est raisonnable de s'attendre qu'ils aient un effet significatif sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur, ne doivent être divulgués que dans un prospectus¹³ et implicitement, dans la notice annuelle de l'émetteur. Par conséquent, à moins qu'un émetteur ne soit tenu de divulguer en permanence tant les faits importants que les changements importants (collectivement, « information importante »)¹⁴, les placements effectués sous le régime d'accès continu au marché courent le risque de contenir des « lacunes » quant aux faits importants.

¹²Voir les mémoires écrits de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et de la Canadian Listed Company Association dans le volume VII.

¹³Dans le contexte des informations destinées au marché primaire, lorsque les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont visé un prospectus, l'émetteur n'est pas tenu de mettre à jour les faits importants pendant la durée du placement, alors qu'il continue d'avoir l'obligation de divulguer les changements importants.

¹⁴Le Guide à l'intention des sociétés de la Bourse de Toronto exige que les sociétés inscrites communiquent en permanence toute l'« information importante » (c.-à-d. les changements importants et les faits importants).

Le Canada s'engage

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

5.32 Le bien-fondé d'exiger la divulgation continue tant des changements importants que des faits importants a fait l'objet d'un long débat entre les praticiens, les théoriciens et les organismes de réglementation¹⁵ dans le domaine des lois sur les valeurs mobilières canadiennes¹⁶. Pour bien des observateurs, ce débat est considéré comme un sophisme, et nous sommes réticents à être lancés dans la mêlée.

5.33 Jusqu'à ce que les exigences d'information soient modifiées, nous recommandons une approche différente. Nous recommandons de combiner les meilleurs éléments du modèle d'accès continu au marché avec le concept d'EEBC des États-Unis et les recommandations que nous faisons au chapitre 4 afin de rendre les documents d'information plus efficaces (c.-à-d. « l'accès équivaut à la transmission » et l'information électronique structurée en couches) afin de permettre un accès plus rapide au marché pour ceux que nous appellerons, de façon pas très imaginative, des émetteurs établis bien connus canadiens ou des EEBC canadiens.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande le lancement au Canada d'une version canadienne de la notion d'« émetteur établi bien connu » afin de permettre aux émetteurs admissibles d'accéder plus rapidement aux marchés financiers.*

Les EEBC canadiens

5.34 Les éléments essentiels du régime des EEBC canadiens comprennent : i) les critères d'admissibilité d'un émetteur à la catégorie des EEBC canadiens, ii) la forme des documents de placement qui sont utilisés par un EEBC canadien et, bien entendu, iii) l'avantage d'être un EEBC canadien sur le plan de la rapidité. Chacun de ces éléments sera analysé à tour de rôle.

a) Critères d'admissibilité des EEBC canadiens

5.35 Le Groupe de travail estime qu'à l'instar des EEBC américains, les EEBC canadiens devraient faire l'objet d'un examen moins minutieux de la part des organismes de réglementation, car il est présumé qu'ils feront l'objet d'une plus grande surveillance du marché. La question, bien entendu, est d'établir des indicateurs objectifs de ce qui constitue une surveillance suffisante du marché. Il va sans dire qu'on commencera d'abord par considérer les critères d'admissibilité établis par la SEC pour les EEBC.

5.36 Le Groupe de travail a demandé au professeur Adam Pritchard, professeur de droit américain, de faire une recherche afin de déterminer si les normes applicables aux EEBC pourraient être adoptées au Canada. La question déterminante consistait à établir le seuil approprié de capitalisation boursière¹⁷. La norme la plus facilement défendable serait celle adoptée par la SEC, soit 700 millions de dollars américains ou environ 800 millions de dollars canadiens. Cependant, comme l'a indiqué le professeur Pritchard, il se peut que cette norme ne corresponde pas à la réalité du marché

¹⁵Voir par exemple la *Proposal to Redefine the Materiality Standard* de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (2002).

¹⁶Voir par exemple : *Five Year Review Committee Final Report – Reviewing the Securities Act (Ontario)* au chapitre 13; J. Sarra, *Modernizing Disclosure in Canadian Securities Law: An Assessment of Recent Developments in Canada and Selected Jurisdictions* dans le volume II à la page 49; et l'*Interim Report of The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure, Toward Improved Disclosure* (décembre 1995) à la page 83, où ce comité a fait part de ce qui suit : [traduction] « Franchement, cette sorte de méli-mélo de dispositions où les avocats traitent de faits importants, d'information importante et de changements importants, comme s'il était important de faire la distinction, n'est, à notre avis, d'aucune utilité et contribue à un manque de clarté des règles [...] Si une information importante qui n'a pas été déjà divulguée vient à être connue, elle devrait être divulguée ».

¹⁷La deuxième catégorie des EEBC prévue par la SEC, soit les émetteurs qui ont vendu des titres d'emprunt d'un capital de plus de un milliard de dollars US (environ 1,15 milliard de dollars canadiens) au cours des trois dernières années, semblerait être d'une importance très limitée dans le contexte canadien, l'analyse du professeur Pritchard ayant révélé qu'un seul émetteur aurait vendu des titres d'emprunt d'un capital supérieur à ce montant dans le cadre d'un placement public de titres d'emprunt entre 2002 et 2004. Nous n'avons donc retenu que le critère de la capitalisation boursière.

canadien, qui comprend généralement des sociétés ayant une capitalisation boursière moins importante qu'aux États-Unis. Notre objectif est de permettre à autant d'émetteurs canadiens que possible d'avoir un accès plus rapide aux marchés financiers¹⁸.

5.37 De plus, il pourrait être bien avisé, afin d'accroître le rôle des autres entités de surveillance dans le cadre du processus de placement par les EEBC canadiens, d'introduire un « vérificateur diligent » dont l'émetteur retiendrait les services sur une base permanente pour assumer ce rôle de façon continue. Ce concept nous paraît intéressant, mais nous ne l'avons pas exploré au point d'être disposés à faire une recommandation formelle. De plus amples informations sur les entités de surveillance sont présentées au chapitre 8.

5.38 La question est la suivante : à quel niveau peut-on établir le seuil de capitalisation boursière sans risquer indûment que les médias, les analystes et les institutions ne portent pas suffisamment attention aux informations présentées par un émetteur? Les données compilées et analysées par le professeur Pritchard laissent entendre que la couverture des analystes [traduction] « demeure relativement bien étoffée – dans le cas des sociétés qui font des placements – jusqu'à une capitalisation boursière de 345 millions de dollars ». Si le seuil était établi à 350 millions de dollars, près de 30 % des émetteurs de la Bourse de Toronto feraient partie de la catégorie des EEBC canadiens (d'après les capitalisations boursières de la fin de 2005). De plus, seulement douze émetteurs faisant partie de l'indice TSX-30 seraient exclus si cette norme était imposée. Le tableau ci-dessous, qui est tiré de l'étude du professeur Pritchard¹⁹, présente la couverture des analystes à divers niveaux de capitalisation boursière d'un échantillon de dix sociétés choisies au hasard pour chaque tranche de capitalisation boursière.

Couverture des analystes

Capitalisation boursière (en millions de dollars)	Nombre médian d'analystes	Nombre max./min. d'analystes	Nombre d'émetteurs sans analyste
1 150 \$-2 300 \$	8,3	16/3	0
1 000 \$-1 150 \$	7,1	10/2	0
920 \$-1 000 \$	7,0	12/2	0
800 \$-920 \$	7,7	13/1	0
690 \$-800 \$	3,6	9/1	0
575 \$-690 \$	3,9	10/0	1
460 \$-575 \$	3,7	9/0	3
345 \$-460 \$	5,8	11/1	0
230 \$-345 \$	2,5	5/0	2
85 \$-230 \$	3,2	6/0	2
Dans l'ensemble	5,3	16/0	8

Recommandation : Le Groupe de travail recommande que le statut d'EEBC canadien soit accordé aux émetteurs satisfaisant aux critères d'admissibilité au régime du prospectus simplifié qui ont une capitalisation boursière de 350 millions de dollars et plus.

¹⁸Dans ce paragraphe et le suivant, nous faisons grandement référence à Pritchard, *supra*, note 7 à la page 20.

¹⁹*Ibid.* à la page 16.

Le Canada s'engage

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

b) Documents de placement des EEBC canadiens

5.39 Pour faciliter un accès rapide aux marchés financiers, le Groupe de travail recommande que les EEBC canadiens soient autorisés à offrir des titres au public au moyen d'un simple « sommaire des modalités » qui résume les modalités importantes des titres offerts. Ce sommaire serait affiché sur SEDAR et sur le site Web de l'émetteur, ce qui répondrait au critère de transmission dans le cadre du passage que nous recommandons à un modèle où « l'accès équivaut à la transmission ».

5.40 Comme il est indiqué au chapitre 4, un des avantages du modèle où « l'accès équivaut à la transmission » est qu'il permet de communiquer des informations plus efficacement grâce à la structuration en « couches » de l'information et qu'il permet d'« extraire » des informations électroniquement de différentes sources de données. Ainsi, à partir du « sommaire des modalités » de l'EEBC canadien, l'investisseur pourrait « cliquer » sur un élément pour avoir accès à des informations sur l'émetteur extraites de sa notice annuelle, de ses déclarations de changement important et de ses états financiers, c'est-à-dire les types d'informations qui seraient par ailleurs intégrées par renvoi dans la version papier actuelle du prospectus simplifié selon le régime du prospectus simplifié.

5.41 Au moment où un émetteur établi accèderait au marché, le marché bénéficierait chaque jour de la divulgation de tous les faits importants à la date de la dernière notice annuelle de l'émetteur et de la divulgation de tous les changements importants jusqu'à cette date. Lorsque l'émetteur accèderait au marché (à moins que nous ne modifions les exigences – nous ferons des suggestions à cet égard plus loin), le dossier d'information serait complété par un prospectus simplifié qui donnerait des détails sur le placement, les informations qui en découlent telles que l'emploi du produit (sous une forme aussi détaillée ou succincte qu'il pourrait être bon de la présenter), de même que les autres informations que l'émetteur et les preneurs fermes jugeraient nécessaires de divulguer pour combler l'écart entre les faits importants et les changements importants. Les changements importants auraient déjà été divulgués, mais pas nécessairement les faits importants (s'ils n'équivalent pas à des changements importants), et des opérations auraient été effectuées sur le marché secondaire sans qu'on ait eu connaissance de ces faits importants.

5.42 Nous ne voyons aucun motif justifiant pourquoi l'émetteur devrait être tenu de combler cette lacune en matière d'information lorsqu'il fait un placement d'actions nouvelles. S'il n'est pas nécessaire de divulguer les faits importants qui ne sont pas des changements importants aux participants au marché secondaire, nous considérons qu'il n'est pas très logique de retarder le calendrier de placement des EEBC canadiens pour permettre l'établissement d'un document d'information complet (comprenant les faits importants).

5.43 En conséquence, nous recommandons qu'il soit permis aux EEBC canadiens qui font un placement subséquent d'accéder au marché au moyen d'un document de placement ne contenant que les détails du placement, l'emploi du produit et les informations connexes qui équivaldraient à une déclaration de changement important, en supposant que l'emploi du produit soit de nature transactionnelle. Pour pouvoir procéder ainsi, il faudra modifier les attestations de l'émetteur et du preneur ferme. L'attestation de l'émetteur serait libellée ainsi : « Le texte qui précède, avec les documents qui y sont intégrés par renvoi, constitue un exposé complet, véridique et clair de tous les faits importants au [date de la dernière notice annuelle déposée] et de tous les changements importants dans l'activité, l'exploitation et le capital de [émetteur] depuis cette date ».

5.44 Ce document ne ferait pas l'objet d'un examen préalable des organismes de réglementation. La surveillance exercée sur cet émetteur par les autres intermédiaires du marché serait jugée suffisante. *A posteriori*, tout émetteur qui aurait présenté des informations inadéquates pourrait se voir refuser le statut d'EEBC canadien.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande qu'il soit permis aux EEBC canadiens qui font un placement subséquent d'accéder au marché au moyen d'un document de placement (lequel ne serait pas assujéti à un examen des organismes de réglementation) ne contenant que des précisions sur le placement, l'emploi du produit et les informations connexes qui équivaldraient à une déclaration de changement important.*

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande que l'attestation d'un EEBC canadien qui utilise un tel document de placement ne porte que sur les faits importants à la date de la dernière notice annuelle de l'EEBC canadien et les changements importants survenus depuis cette date et qu'elle soit libellée ainsi : « Le texte qui précède, avec les documents qui y sont intégrés par renvoi, constitue un exposé complet, véridique et clair de tous les faits importants au [date de la dernière notice annuelle déposée] et de tous les changements importants dans l'activité, l'exploitation et le capital de [émetteur] depuis cette date. ».*

c) L'avantage de l'accès rapide accordé à un EEBC canadien

5.45 Même en simplifiant les documents relatifs aux placements, il demeure un autre obstacle à l'accès rapide d'un EEBC canadien aux marchés financiers au Canada : il s'agit de l'exigence que les preneurs fermes dans le cadre d'un placement signent une attestation jointe au prospectus selon laquelle, « à [leur] connaissance », le prospectus « constitue un exposé complet, véridique et clair de tous les faits importants se rapportant aux titres » offerts.

5.46 Pour pouvoir faire une telle attestation de façon valable, le preneur ferme doit faire preuve de diligence dans le cadre de son enquête sur l'émetteur, soit en examinant les documents importants de l'émetteur, soit en posant des questions aux membres de la direction et aux conseillers de l'émetteur ou, ce qui est habituellement le cas, en faisant les deux. La difficulté est de concilier l'obligation de vérification diligente qu'a le preneur ferme, laquelle prend habituellement du temps, et le désir de l'émetteur d'accéder le plus rapidement possible aux marchés financiers; c'est une difficulté qui est courante, même dans le contexte du régime du prospectus simplifié.

5.47 Nous sommes d'avis que l'attestation du preneur ferme, dans le cas d'un placement effectué par un EEBC canadien, devrait refléter la réalité commerciale : pour obtenir un accès rapide au marché, une vérification diligente moins complète devrait être acceptable pour les organismes de réglementation. En conséquence, nous recommandons que l'attestation du preneur ferme, dans le cas des placements effectués par des EEBC canadiens, soit modifiée de façon à ce que le preneur ferme

[traduction] *L'actuelle ère de l'informatique a changé les choses : les occasions de mobiliser des capitaux qui se produisaient avaient tendance à bouger lentement. On sentait venir quelque chose, puis l'occasion se présentait et demeurait ouverte pendant un certain temps [...] Maintenant, les occasions de financement apparaissent tout d'un coup puis disparaissent aussi rapidement qu'elles étaient apparues [...] de sorte qu'il faut en fait disposer d'une méthode rapide et très efficace sur le plan des coûts [pour mobiliser des capitaux] à un coût peu élevé.*

– Bruce MacLeod, Canadian Listed Company Association, et Chamber of Mines de la C.-B. et du Yukon (présentation devant le Groupe de travail)

Le Canada s'engage

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

atteste qu'« à sa connaissance, d'après un examen raisonnable dans les circonstances, le prospectus constitue un exposé complet, véridique et clair de tous les faits importants au [date de la dernière notice annuelle déposée] et de tous les changements importants dans les affaires commerciales et internes de [émetteur] depuis cette date ». Nous nous attendons à ce que les organismes de réglementation des valeurs mobilières donnent des indications quant à la manière dont on pourrait établir ce qui constituerait une norme d'examen raisonnable.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande que l'attestation du preneur ferme, dans le cas d'un placement effectué par un EEBC canadien, tienne compte du temps limité dont les preneurs fermes disposeront pour procéder à une vérification diligente complète de l'émetteur, et qu'elle comprenne le libellé suivant : « À [notre] connaissance, d'après un examen raisonnable dans les circonstances, le prospectus constitue un exposé complet, véridique et clair de tous les faits importants au [date de la dernière notice annuelle déposée] et de tous les changements importants dans les affaires commerciales et internes de [émetteur] depuis cette date ». Nous nous attendons à ce que les organismes de réglementation des valeurs mobilières donnent des indications quant à la manière dont on pourrait établir ce qui constituerait une norme d'examen raisonnable.*

5.48 Nous ne faisons pas cette recommandation à la légère, et nous reconnaissons que l'adoption de cette recommandation pourra empêcher l'utilisation de mécanismes de placement tels que le régime d'information multinational. Comme le chapitre 8 le révélera, nous accordons une grande importance au rôle que les « entités de surveillance » peuvent jouer, et jouent effectivement, pour assurer la compétitivité des marchés financiers canadiens. Dans ce cas particulier, cependant, nous considérons qu'il est approprié de transférer une partie de la fonction de surveillance assumée par le preneur ferme dans le cadre de la vérification diligente qu'il effectue avant le placement aux analystes de recherche, aux médias et aux investisseurs institutionnels qui suivent quotidiennement les informations présentées par les EEBC canadiens.

Placements privés

Élargissement de la catégorie de l'« investisseur qualifié »

5.49 L'autre moyen permettant aux émetteurs d'accéder aux marchés financiers est l'émission de titres sous le régime d'une dispense de prospectus, qui leur permet de faire un « placement privé » de titres auprès de certains membres du public qui sont réputés ne pas avoir besoin d'un prospectus avant de prendre une décision de placement. Le Groupe de travail applaudit à l'initiative récente des Autorités canadiennes en valeurs mobilières visant à harmoniser les dispenses relatives aux placements privés au Canada au moyen du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*.

5.50 Dans le cas des particuliers, la dispense relative aux placements privés qui est la plus couramment utilisée est celle de l'« investisseur qualifié ». En termes d'avoir, l'investisseur qualifié est considéré comme suffisamment averti sur le plan financier (ou en mesure de se permettre d'obtenir des conseils spécialisés) pour acheter des titres sans prospectus. Le Groupe de travail a reçu des mémoires de plusieurs parties²⁰ indiquant que l'avoir d'un investisseur ne constitue pas une indication appropriée de ses connaissances sur le plan financier. Nous appuyons cette assertion. Toutefois, nous avons du mal à trouver une norme objective plus appropriée.

5.51 Nous nous préoccupons du fait qu'un grand nombre d'investisseurs se voient refuser l'accès au marché des placements privés en raison de leur niveau de fortune personnelle. Nous recommandons que la catégorie des personnes

²⁰Voir, par exemple, les mémoires de L'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs dans le volume VI.

considérées comme des investisseurs qualifiés soit élargie afin d'inclure non seulement les personnes qui sont fortunées, mais également celles qui se fient à un conseiller inscrit pour prendre une décision d'investir dans le cadre d'un placement privé. Le degré de spécialisation financière du conseiller inscrit, qui lui vient de sa formation professionnelle et de son agrément sur le plan professionnel, serait transposé à son client²¹.

5.52 Des mesures de protection appropriées pourraient être appliquées afin de faire en sorte que le conseiller inscrit et l'investisseur reconnaissent tous deux que l'investisseur se fie au conseiller. Cependant, l'élargissement de la catégorie des investisseurs admissibles à de telles personnes pourrait risquer d'entraîner une érosion indue de tout le modèle du prospectus. C'est pourquoi nous recommandons qu'au début, cette dispense soit limitée à 50 investisseurs pour n'importe quel placement privé. Avec le temps, on pourrait envisager d'augmenter le nombre d'investisseurs autorisés à se prévaloir de cette dispense.

5.53 Autres restrictions en ce qui concerne notre recommandation :

- L'émetteur devrait être un « émetteur assujéti » (ou l'équivalent) en vertu des lois sur les valeurs mobilières.
- Il serait interdit aux conseillers inscrits de faire de la publicité incitant les investisseurs à se prévaloir d'une telle dispense, et les ventes aux termes de cette dispense ne seraient faites qu'à des clients avec qui le conseiller inscrit a déjà eu des relations.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande l'élargissement de la catégorie des personnes considérées comme des investisseurs qualifiés aux termes des dispenses relatives aux placements privés afin d'inclure non seulement les personnes qui sont fortunées, mais également celles qui se fient à un conseiller inscrit. Cette dispense devrait être subordonnée aux restrictions suivantes : i) les ventes (aux termes de la dispense) seraient limitées à un nombre maximal de 50 investisseurs pour n'importe quel placement privé, ii) l'émetteur devrait être un « émetteur assujéti » (ou l'équivalent) et iii) il serait interdit au conseiller inscrit de faire de la publicité incitant les investisseurs à se prévaloir de cette dispense, et les ventes aux termes de cette dispense ne seraient faites qu'à des clients avec qui le conseiller inscrit a déjà eu des relations.*

Délais de conservation

5.54 Il n'est pas nouveau qu'on remette en question la nécessité de prévoir des « délais de conservation » pour les titres d'émetteurs assujétis faisant l'objet d'un placement privé. Trois motifs sont habituellement invoqués pour justifier l'imposition d'une telle règle. Tout d'abord, on soutient que les délais de conservation empêchent les « prises fermes déguisées », c'est-à-dire l'utilisation de dispenses pour placer des titres à des fins de revente immédiate dans le but d'éviter l'obligation imposée par le régime du prospectus²².

²¹Cette recommandation n'est pas sans précédent. La *Securities Act of 1933* des États-Unis (« Securities Act ») exige que toute offre ou vente de titres soit inscrite, sauf s'il est possible de se prévaloir d'une dispense des exigences d'inscription. Le paragraphe 4(2) de la *Securities Act* prévoit une dispense dans le cas des opérations effectuées par un émetteur qui ne comportent pas de placement dans le public. Le *Regulation D* prévoit des règles refuges auxquelles il faut se conformer pour avoir droit à la dispense prévue par le paragraphe 4(2).

Le *Regulation D* prévoit trois dispenses particulières des exigences d'inscription. Deux de ces dispenses (figurant aux *Rules 504* et *505*) sont des dispenses relatives aux « petits placements » (*small offerings*). La troisième règle refuge, la *Rule 506*, dont n'importe quel émetteur peut se prévaloir et qui ne prévoit aucune restriction quant au montant du placement, limite les ventes aux « investisseurs qualifiés » (*accredited investors*) et à un nombre maximal de 35 autres acquéreurs qui, [traduction] « **seul(s) ou avec leur(s) représentant(s), avaient en matière de questions financières et commerciales des connaissances et une expérience suffisantes pour lui (leur) permettre d'évaluer le bien-fondé et les risques du placement éventuel, ou lorsque l'émetteur croit raisonnablement, immédiatement avant de faire une telle vente, que cet acquéreur répond à cette description** ». [nos caractères gras]

²²Dans ce paragraphe et les autres paragraphes de cette section, nous faisons référence à l'ouvrage de S. Rousseau, *The Competitiveness of Canadian Stock Exchanges: What Can We Learn from the Experience of the Alternative Investment Market* dans le volume V à la page 94.

5.55 Deuxièmement, les délais de conservation viseraient à faire en sorte que les investisseurs qui achètent des titres revendus dans le cadre d'un placement privé aient accès à suffisamment d'information au moyen des documents d'information continue de l'émetteur déposés avant l'achat.

5.56 Enfin, les délais de conservation sont considérés comme une mesure tendant à décourager les placements privés (et, à l'opposé, comme une incitation à faire plutôt un placement au moyen d'un prospectus), et ainsi à minimiser ce qu'on considérait autrefois comme la surinstitutionnalisation des marchés financiers canadiens.

5.57 Comme l'ont fait valoir d'autres intervenants, tels que le comité d'examen quinquennal²³, cette logique n'est plus indiquée pour les émetteurs assujettis aux obligations d'information continue prévues par les lois sur les valeurs mobilières. Tout d'abord, à l'instar du comité quinquennal, nous considérons que le risque qu'il y ait des prises fermes déguisées est surévalué. Pour réaliser une telle opération, l'émetteur doit trouver un acquéreur dispensé qui est disposé à acquérir les titres et, de ce fait, à jouer le rôle non officiel de preneur ferme. Pour revendre ensuite les titres, le « preneur ferme déguisé » devrait être inscrit en vertu des lois sur les valeurs mobilières. Même si ce risque existe, il pourrait être abordé d'une manière plus ciblée, au moyen de lignes directrices des organismes de réglementation indiquant les circonstances qui seraient considérées comme répréhensibles.

5.58 En ce qui concerne le deuxième argument, les obligations d'information continue, associées au nouveau régime de responsabilité civile pour les informations destinées au marché secondaire, ont considérablement réduit l'écart dans la qualité et l'étendue des informations accessibles aux acquéreurs de titres dans le cadre d'un prospectus et à ceux qui acquièrent des titres sous le régime d'une dispense de prospectus.

5.59 Enfin, l'utilisation de délais de conservation dans le but de décourager les placements privés et la surinstitutionnalisation des marchés financiers qui s'ensuivrait ne constitue pas, selon nous, un argument particulièrement convaincant à l'ère de la participation sans cesse croissante des épargnants au marché. En fait, la recommandation que nous avons faite dans la rubrique ci-dessus élargirait l'application des dispenses relatives aux placements privés et permettrait une participation encore plus grande des épargnants.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande l'élimination des délais de conservation des titres d'émetteurs assujettis offerts dans le cadre de placements privés.*

²³Rapport final du Comité d'étude de cinq ans – Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario), au paragraphe 12.3.