6.1

Avis et communiqués

6.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

Avis - Maintien de la décision générale relative à la dispense d'application des articles 54, 56 et du premier alinéa de l'article 82 de la Loi sur les instruments dérivés

Le 22 janvier 2009, l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») a prononcé la décision générale n° 2009-PDG-0007 prenant effet le 1er février 2009 (la « décision n° 2009-PDG-0007 ») dispensant les personnes ayant des activités en dérivés à l'égard d'une option et d'un contrat à terme négociables sur valeurs mobilières, d'un contrat à terme de bons du Trésor, d'une option sur un contrat à terme de marchandises ou de titres financiers, ou d'un contrat à terme sur marchandises, sur produits financiers, sur devises et sur indices boursiers (collectivement, les « dérivés visés »), des obligations suivantes :

- l'obligation d'inscription prévue aux articles 54 et 56 de la *Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q., c. I-14.01 (la « Loi »);

- l'obligation d'être agréée par l'Autorité prévue au premier alinéa de l'article 82 de la Loi.

Ces dispenses étaient accordées à la condition que ces personnes exercent leurs activités en matière de dérivés uniquement auprès d'investisseurs qualifiés selon les modalités de l'article 3.3 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « Règlement 45-106 »), qui prévoit que l'obligation d'inscription à titre de courtier ne s'applique pas dans le cadre d'une opération visée si l'acquéreur ou le souscripteur acquiert ou souscrit les titres pour son propre compte et est un investisseur qualifié. L'article 3.3 du Règlement 45-106 a cessé de s'appliquer le 27 mars 2010; toutefois, la décision n° 2009-PDG-0007 continue de s'appliquer, selon ses termes et conditions.

Par conséquent, l'offre de dérivés visés aux investisseurs qualifiés peut se faire avec une dispense d'inscription conformément à la décision n° 2009-PDG-0007. La dispense de l'obligation d'agrément qui y est prévue demeure également inchangée pour le moment. Veuillez noter que le texte de la décision n° 2009-PDG-0007 a été publié au Bulletin de l'Autorité le 23 janvier 2009 (Vol. 6, n° 3).

L'Autorité publiera un avis de toute modification qu'elle pourrait apporter à ce régime de dispense en temps opportun.

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Derek West
Directeur
Centre d'excellence en dérivés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4491
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4491
derek.west@lautorite.qc.ca

Sophie Jean
Conseillère en réglementation
Service des pratiques de distribution
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4786
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4786
sophie.jean@lautorite.qc.ca

Le 24 septembre 2010

Avis 41-305 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Questions concernant les structures de capital-actions des émetteurs dans le cadre de leur premier appel public à l'épargne

Objet

Avant d'octroyer un visa de prospectus, le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières tient compte de certains facteurs pour évaluer si le placement envisagé au moyen de ce prospectus va à l'encontre de l'intérêt public.

Nous avons constaté qu'il existe encore de nombreux premiers appels publics à l'épargne (« PAPE ») présentant des structures de capital-actions pouvant aller à l'encontre de l'intérêt public. Nous recommandons généralement au décideur, dans ces cas, de refuser de viser le prospectus.

Le présent avis explique les facteurs que nous prenons en considération dans l'évaluation de structures de capital-actions proposées par les émetteurs dans le cadre d'un PAPE.

Contexte

Les cas où une société qui entend procéder à son PAPE et a déjà émis un nombre inhabituellement élevé d'actions en contrepartie d'un montant en espèces symbolique ou négligeable (ou d'actifs ou de temps consacré au développement des activités dont la valeur est difficilement appréciable) peuvent soulever des réserves concernant l'intérêt public en raison de la structure de capital-actions proposée. Ces réserves sont amplifiées dans les cas suivants :

- il existe peu d'antécédents d'exploitation ou de développement à l'égard de l'entreprise pour lesquels il n'y a pas d'autres bonnes variables d'approximation aux fins d'évaluation;
- le financement envisagé au moyen du PAPE est relativement peu élevé.

Ces structures nous préoccupent pour les motifs suivants :

- un nombre important d'actions émises à bas prix peut donner lieu à une manipulation future des marchés;
- la dilution du capital investi en raison des actions émises à bas prix signifie que les investisseurs qui achètent des actions lors du PAPE reçoivent un pourcentage de propriété déraisonnablement faible comparativement au capital qu'ils investissent.

La Bourse de croissance TSX et la Bourse nationale canadienne ont publié des avis énonçant des lignes directrices qui abordent ces questions. Nous sommes conscients que certaines de ces questions ont ainsi été réglées. Toutefois, puisque nous constatons que certaines structures de capital-actions sont toujours problématiques, nous croyons qu'il est approprié d'informer le marché que nous pouvons aussi nous opposer à de telles structures.

Lors de la première publication de l'Instruction générale 46-201, *Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne* (l'« Instruction générale 46-201 ») en 2002, nous avions indiqué dans les avis de publication que les questions liées aux actions émises à bas prix étaient plutôt du ressort des placeurs, dans l'exercice de leur fonction de détermination du prix d'offre initial et du moment du PAPE.

En outre, l'article 2.4 de l'Instruction générale 46-201 indique que les autorités en valeurs mobilières peuvent imposer des modalités d'entiercement supplémentaires dans l'un ou l'autre des cas suivants :

- aucun placeur n'a signé le prospectus relatif au PAPE;

- l'émetteur n'a pas demandé l'inscription de ses titres à la cote d'une bourse canadienne, ou aucune bourse canadienne n'a accepté d'inscrire à sa cote les titres placés au moyen du prospectus relatif à son PAPE;

- d'autres circonstances exceptionnelles le justifient.

L'avis de publication de l'Instruction générale 46-201 prévoyait que les autorités en valeurs mobilières compteraient sur la direction de l'émetteur, les placeurs et les bourses pour évaluer le caractère approprié des structures de capital-actions. Pour la majorité des émetteurs, cela demeure le cas. Nous devons toutefois conclure que certains émetteurs déposent encore des prospectus présentant une structure de capital-actions qui soulève des questions d'intérêt public.

Généralités

En raison de la complexité des questions entourant les structures de capital-actions, nous prenons en considération différents facteurs qualitatifs et quantitatifs pour évaluer si la structure présentée dans le cadre d'un PAPE est acceptable.

Nous comparons le prix du PAPE au prix moyen d'une action payé par les fondateurs[1]. Nous pouvons nous opposer à la structure proposée lorsque le prix du PAPE est considérablement supérieur au prix moyen payé par les fondateurs. Nous avons des réserves dans les cas où les fondateurs ont payé un montant symbolique ou négligeable pour un important bloc d'actions comparativement au prix du PAPE.

Nous évaluons la proportion de l'investissement en capital qui serait fait par les souscripteurs dans le cadre du PAPE comparativement au pourcentage de propriété qu'ils recevraient en retour. Nous pouvons nous opposer lorsque les souscripteurs sont invités à investir un montant en capital qui est très disproportionné par rapport à leur participation au terme du placement.

Nous tenons compte du capital moyen investi par action pour l'ensemble des actions émises et en circulation une fois le placement complété et le comparons au prix d'achat par action du PAPE. Nous pouvons exprimer des réserves lorsqu'un important bloc d'actions émises à bas prix en faveur des fondateurs a pour effet de réduire considérablement le capital moyen investi par action en comparaison du prix du PAPE.

Dans le cadre de notre analyse, nous prenons en considération d'autres facteurs, notamment :

- *Le développement antérieur d'une activité ou d'un concept :* Si les fondateurs ont consacré du temps, des ressources ou des efforts pour développer une activité, une structure comportant un nombre important d'actions émises en faveur des fondateurs pourrait être appropriée. Nous ne nous opposerons généralement pas à ces structures lorsqu'elles représentent la concrétisation d'efforts pour développer l'entreprise ou qu'elles démontrent une valeur. Nous pouvons demander à l'émetteur d'expliquer et de justifier la quantité d'actions détenues par les fondateurs ainsi que l'escompte que celle-ci représente par rapport au prix du PAPE. À cet égard, nous tiendrons compte des circonstances et des faits pertinents, des techniques d'évaluation habituelles et de toute autre source de corroboration de la valeur des actions détenues, comme d'importantes activités de financement réalisées avant le PAPE auprès de personnes sans lien de dépendance.

- *La distribution des actions émises en faveur des fondateurs :* Certains fondateurs peuvent avoir reçu leurs actions à un prix moyen beaucoup plus bas que d'autres. Dans ces circonstances, nous pouvons n'avoir des réserves que sur les actions émises en faveur de certains fondateurs.

---

[1] En règle générale, par « fondateur », on entend toute personne qui est administrateur, dirigeant, promoteur de l'émetteur ou initié à son égard. Dans certains cas, les fondateurs peuvent être un sous-groupe de ce groupe de personnes.

- *L'investissement en espèces par les fondateurs et le temps écoulé depuis celui-ci :* En règle générale, plus le montant investi par les fondateurs est important, et plus il a été utilisé longtemps et activement dans la structure de capital-actions de l'émetteur et le développement des activités, plus il y a de chances que la structure soit acceptable.

- *Bons de souscription et options :* S'il y a un nombre important de titres convertibles en circulation dont les prix d'exercice sont inférieurs au prix du PAPE, nous pourrions en tenir compte dans notre analyse. Si leur nombre est suffisamment important ou leur prix d'exercice suffisamment bas, l'existence de ces titres pourrait nous inciter à nous opposer à une structure jugée autrement acceptable.

Le présent avis n'a pas comme objectif de prévoir l'issue de toutes les situations possibles, ni de permettre au lecteur d'établir avec certitude qu'une structure de capital-actions donnée est acceptable. Il vise plutôt à donner un aperçu des éléments et facteurs pris en considération lors de notre analyse d'une structure proposée par un émetteur dans le cadre d'un PAPE.

Nous ferons le suivi de la question et examinerons toute modification aux indications ou aux politiques qui pourrait être appropriée.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Benoit Dionne
Chef du Service du financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4411
Numéro sans frais : 877-525-0337
benoit.dionne@lautorite.qc.ca

Isabelle Petit
Analyste experte
Service du financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4427
Numéro sans frais : 877-525-0337
isabelle.petit@lautorite.qc.ca

Andrew Richardson
Deputy Director
British Columbia Securities Commission
604-899-6730
Numéro sans frais : 800-373-6393
arichardson@bcsc.bc.ca

Allan Lim
Manager
British Columbia Securities Commission
604-899-6780
Numéro sans frais : 800-373-6393
alim@bcsc.bc.ca

Patricia van de Sande
Senior Securities Analyst
Alberta Securities Commission
403-355-4474
patricia.vandesande@asc.ca

Tony Herdzik
Senior Securities Analyst
Saskatchewan Financial Services Commission
306-787-5849
tony.herdzik@gov.sk.ca

Wayne Bridgeman
Senior Analyst
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-4905
Numéro sans frais : 800-655-5244 (au Manitoba uniquement)
wayne.bridgeman@gov.mb.ca

Michael Bennett
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8079
mbennett@osc.gov.on.ca

Rick Whiler
Senior Accountant, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8127
rwhiler@osc.gov.on.ca

Jeff Harriman
Analyste en valeurs mobilières
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
506-643-7856
jeff.harriman@nbsc-cvmnb.ca

Kevin Redden
Securities Analyst
Nova Scotia Securities Commission
902-424-5343
reddenkg@gov.ns.ca

Le 24 septembre 2010