6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Document de consultation 45-401 du personnel des Autorité canadiennes en valeurs mobilières – Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- Document de consultation 45-401 du personnel des Autorité canadiennes en valeurs mobilières – *Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit avant le **29 février 2012**, en s'adressant à :

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

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

Sylvie Lalonde
Chef du service de la réglementation
Autorité des marchés financiers
Tél. : 514-395-0337, poste 4461
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
sylvie.lalonde@lautorite.qc.ca

Alexandra Lee
Conseillère en réglementation
Service de la réglementation
Autorité des marchés financiers
Tél. : 514-395-0337, poste 4465
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Le 11 novembre 2011

Document de consultation 45-401 du personnel des ACVM
Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

Consultation

Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») examine la dispense de prospectus pour investissement d'une somme minimale et la dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés prévues par le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*.

À l'issue de l'examen, le personnel pourrait recommander de conserver les dispenses actuelles ou proposer des modifications.

Dans le cadre de l'examen, nous consultons les parties intéressées, notamment les investisseurs, les émetteurs, les courtiers et les conseillers, dont les conseillers juridiques. Le document de consultation ci-joint contient davantage d'information sur la portée de l'examen ainsi qu'un historique des dispenses et des questions en vue de la consultation.

Prochaines étapes

Nous vous invitons à prendre connaissance du document de consultation et à nous faire part de vos commentaires par écrit. Nous prévoyons aussi tenir d'autres consultations auprès des parties intéressées dans le cadre de l'examen.

La période de consultation prendra fin le 29 février 2012. Veuillez envoyer vos commentaires par voie électronique en format Word.

Adressez vos commentaires aux membres des ACVM ci-dessous :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Services Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Téléc. : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Gordon Smith
British Columbia Securities Commission
PO Box 10142, Pacific Centre
701 West Georgia Street
Vancouver (Colombie-Britannique) V7Y 1L2
Téléc. : 604-899-6814
Courriel : gsmith@bcsc.bc.ca

Veuillez noter que tous les commentaires écrits reçus pendant la période de consultation seront publiés à l'adresse www.osc.gov.on.ca et sur le site Web de certaines autres autorités en valeurs mobilières par souci de transparence du processus réglementaire.

Veuillez adresser vos questions aux personnes suivantes :

Québec

Sylvie Lalonde
Chef du service de la réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4461
sylvie.lalonde@lautorite.qc.ca

Alexandra Lee
Conseillère en réglementation
Service de la réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Colombie-Britannique

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656
Sans frais au Canada: 800-373-6393
gsmith@bcsc.bc.ca

George Hungerford
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6690
Sans frais au Canada: 800-373-6393
ghungerford@bcsc.bc.ca

Alberta

Tracy Clark
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
403-355-4424
Tracy.Clark@asc.ca

Saskatchewan

Dean Murrison
Deputy Director, Legal and Registration
Saskatchewan Financial Services Commission
306-787-5879
dean.murrison@gov.sk.ca

Manitoba

Chris Besko
Legal Counsel - Deputy Director
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-2561
cbesko@gov.mb.ca

Ontario

Jo-Anne Matear
Assistant Manager, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-2323
jmatear@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Elizabeth Topp
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-2377
etopp@osc.gov.on.ca

Melissa Schofield
Senior Legal Counsel, Investment Funds
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8777
mschofield@osc.gov.on.ca

Nouveau-Brunswick

Wendy Morgan
Conseillère juridique
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
506-643-7202
wendy.morgan@nbsc-cvmnb.ca

Nouvelle-Écosse

Shirley Lee
Director, Policy and Market Regulation
Nova Scotia Securities Commission
902-424-5441
leesp@gov.ns.ca

Île-du-Prince-Édouard

Steve Dowling
Superintendent of Securities
Île-du-Prince-Édouard
902-368-4552
sddowling@gov.pe.ca

Nunavut

Louis Arki
Directeur du Bureau d'enregistrement
Ministère de la Justice
Gouvernement du Nunavut
867-975-6587
larki@gov.nu.ca

Yukon

Frederik J. Pretorius
Manager Corporate Affairs (C-6)
Ministère des Services aux collectivités
Gouvernement du Yukon
867-667-5225
Fred.Pretorius@gov.yk.ca

Terre-Neuve-et-Labrador

Don Boyles
Program & Policy Development
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Gouvernement de Terre-Neuve-et-Labrador
709-729-4501
dboyles@gov.nl.ca

Territoires du Nord-Ouest

Donn MacDougall
Surintendant adjoint, Affaires juridiques et application de la loi
Bureau du Surintendant des valeurs mobilières
Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
867-920-8984
donald_macdougall@gov.nt.ca

3

EXAMEN DES DISPENSES POUR INVESTISSEMENT D'UNE SOMME MINIMALE ET POUR PLACEMENT AUPRÈS D'INVESTISSEURS QUALIFIÉS

Document de consultation

1. Introduction

Objet de la consultation

Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») examine actuellement la dispense de prospectus pour investissement minimal de 150 000 $ (la « dispense pour investissement d'une somme minimale ») et la dispense de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés (la « dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ») prévues par le *Règlement 45-106 sur les dispense de prospectus et d'inscription* (le « Règlement 45-106 »).

Nous consultons les parties intéressées, notamment les investisseurs, les émetteurs, les courtiers et les conseillers, dont les conseillers juridiques. Le présent document de consultation donne des renseignements contextuels et contient des questions auxquelles les parties intéressées sont invitées à répondre.

À l'issue de l'examen, le personnel des ACVM pourrait recommander de conserver les dispenses actuelles ou proposer des modifications.

Motifs de l'examen

La crise financière mondiale et les tendances récentes en matière de réglementation à l'échelle internationale soulèvent des questions en ce qui concerne l'application de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.

Les ACVM procèdent à la présente consultation pour connaître les préoccupations éventuelles des parties intéressées et recueillir des renseignements qui leur permettront de décider s'il est nécessaire ou opportun d'apporter des modifications.

Cadre d'examen

Pour décider s'il est nécessaire ou opportun de modifier la dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et, le cas échéant, pour formuler des recommandations à cet égard, nous tiendrons compte de notre mandat, qui consiste à :

- protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, injustes ou frauduleuses;
- favoriser des marchés financiers équitables et efficaces et soutenir la confiance dans ceux-ci.

Nous serons également guidés par les principes suivants :

- la réglementation doit tenir compte des risques pour les investisseurs et les marchés concernés;
- les avantages de la réglementation doivent être proportionnels à leur coût pour le secteur et aux restrictions qu'elle impose aux participants au marché.

Propositions concernant les produits titrisés

Le 1er avril 2011, les ACVM ont publié un avis de consultation relatif au projet de *Règlement 41-103 sur les obligations d'information supplémentaires relatives au prospectus applicables aux produits titrisés* (« l'avis relatif au Règlement 41-103 ») instaurant un nouveau régime pour certains de ces produits. Elles ont notamment proposé de modifier le Règlement 45-106 afin de créer un nouveau régime de dispense de prospectus pour le placement de produits titrisés. Le nouveau régime restreindrait la catégorie d'investisseurs autorisés à investir dans ces produits sous le régime d'une telle dispense et obligerait les émetteurs de produits titrisés à fournir de l'information au moment du placement et en continu par la suite. L'avis relatif au Règlement 41-103 invite les intéressés à formuler des commentaires sur plusieurs aspects du projet, et notamment sur la question de savoir si, aux fins du placement ou de la revente de produits titrisés sur le marché dispensé, il y a lieu de modifier ou d'exclure certaines catégories ou dispenses d'inscription actuelles.

L'avis relatif au Règlement 41-103 porte sur le placement de produits titrisés sur le marché dispensé, mais nous étudierons les commentaires reçus en réponse à cet avis dans le cadre de notre examen général de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés. Il importe en effet d'évaluer ces dispenses à la lumière de nos projets concernant les produits titrisés et des commentaires des parties intéressées à leur sujet.

2. Fondements de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

La dispense pour investissement d'une somme minimale et la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés sont fondées sur l'hypothèse que les investisseurs doivent remplir au moins une des conditions suivantes :

- avoir un certain niveau de compétence;
- être en mesure de supporter des pertes financières;
- disposer de ressources financières pour obtenir des conseils spécialisés;
- avoir la motivation d'évaluer soigneusement l'investissement compte tenu de sa taille.

Questions en vue de la consultation

1. Quel doit être le fondement de la dispense pour investissement d'une somme minimale et de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés? Ces dispenses doivent-elles par exemple reposer sur les caractéristiques suivantes des investisseurs?

- Les ressources financières (la capacité de supporter des pertes financières ou d'obtenir des conseils spécialisés).
- L'accès à de l'information financière ou à d'autres renseignements clés concernant l'émetteur.
- La formation.
- L'expérience professionnelle.
- L'expérience en matière d'investissement.
- D'autres critères.

  Veuillez fournir des explications.

2. Le fait qu'une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement répond-il à vos préoccupations éventuelles?

3. Dispense pour investissement d'une somme minimale

Contexte

On trouvera à l'Annexe A les conditions de la dispense pour investissement d'une somme minimale actuelle, un historique de la dispense et de l'information sommaire sur les dispenses comparables prévues par les régimes du marché dispensé de territoires étrangers.

Difficultés posées par la dispense pour investissement d'une somme minimale

- **L'absence de certitude que l'investisseur ait la compétence nécessaire.** La taille de l'investissement ne garantit pas à elle seule que l'investisseur ait la compétence ou qu'il ait accès à de l'information, surtout si la dispense pour investissement d'une somme minimale est invoquée pour vendre des produits nouveaux ou complexes sans aucun document d'information. La taille de l'investissement est tout au plus une indication de la capacité de l'investisseur de supporter des pertes financières.

- **Le seuil actuel d'investissement.** Le seuil actuel de 150 000 $ à respecter pour bénéficier de la dispense pour investissement d'une somme minimale a été fixé en 1987 et n'a pas été modifié ni corrigé en fonction de l'inflation depuis lors. Il correspond à plus de 265 000 $ en dollars de 2011[1]. Certains ont affirmé qu'il est trop bas et permet à de petits investisseurs n'ayant pas la compétence nécessaire de participer au marché dispensé. En revanche, si le seuil était relevé, les investisseurs qui n'ont pas besoin des protections offertes par un placement au moyen d'un prospectus pourraient ne pas être en mesure de se prévaloir de la dispense.

- **L'incidence d'une « somme minimale » sur les décisions d'investissement.** Le fait que la dispense a pour condition l'investissement d'une somme minimale pourrait pousser les investisseurs à investir davantage que ce que dicteraient des considérations d'affaires ou des questions d'investissement. Ils pourraient par exemple investir 150 000 $ simplement pour atteindre le seuil, alors qu'il serait peut-être plus sensé de n'investir que 50 000 $. De même, un seuil plus élevé pourrait pousser les investisseurs à faire un investissement unique de 150 000 $ ou plus, alors que des investissements progressifs de sommes moins importantes protégeraient peut-être mieux leurs intérêts.

- **Le recours à la dispense pour réunir des capitaux.** De nombreux émetteurs ont recours à la dispense pour investissement d'une somme minimale pour réunir des capitaux dans certains territoires. Si le seuil d'investissement était relevé ou que la dispense pour investissement d'une somme minimale était supprimée, la collecte de capitaux pourrait s'en ressentir, surtout chez les PME.

[1] Source du rajustement en fonction de l'inflation: Feuille de calcul de l'inflation de la Banque du Canada (http://www.banqueducanada.ca/taux/renseignements-complementaires/feuille-de-calcul-de-linflation).

Questions en vue de la consultation

3. Avez-vous des commentaires sur les points ci-dessus?

4. Avez-vous d'autres préoccupations à l'égard de la dispense pour investissement d'une somme minimale?

Solutions possibles en ce qui concerne la dispense pour investissement d'une somme minimale

Selon l'issue de la consultation, nous pourrions proposer les mesures suivantes :

1) conserver la dispense pour investissement d'une somme minimale dans sa forme actuelle;
2) ajuster le seuil de 150 000 $;
3) limiter la dispense à certain investisseurs, par exemple les investisseurs institutionnels et non les personnes physiques;
4) utiliser d'autres critères ouvrant droit à la dispense;
5) fixer d'autres limites en matière d'investissement;
6) supprimer la dispense.

Questions en vue de la consultation

a) **Maintien du statu quo**

5. Acceptez-vous que la dispense pour investissement d'une somme minimale soit conservée dans sa forme actuelle?

b) **Ajustement du seuil de 150 000 $**

6. Quelle devrait-être l'augmentation du seuil d'investissement? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
   - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
   - Le souscripteur est une personne physique, et non un investisseur institutionnel.
   - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
   - L'émetteur du titre est émetteur assujetti.
   - Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

7. Faudrait-il indexer le seuil de 150 000 $ sur l'inflation régulièrement?

8. Quelle serait l'incidence d'une modification du seuil de 150 000 $ sur la collecte de capitaux?

c) **Limitation du recours à la dispense par des personnes physiques**

9. Les personnes physiques devraient-elles pouvoir acquérir des titres sous le régime de la dispense pour investissement d'une somme minimale? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
   - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
   - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
   - L'émetteur du titre est émetteur assujetti.

- Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

10. Si les personnes physiques ont le droit d'acquérir des titres sous le régime de la dispense pour investissement d'une somme minimale, faut-il fixer des limites?

11. Si le recours à la dispense était limité aux personnes morales, quelle serait l'incidence sur la collecte de capitaux?

d) **Autres critères ouvrant droit à la dispense ou autres limites**

12. Quels autres critères pourraient ouvrir droit à la dispense pour investissement d'une somme minimale?

13. Quelles autres limites pourrait-on fixer au recours à la dispense pour investissement d'une somme minimale?

e) **Suppression de la dispense**

14. Faudrait-il supprimer la dispense pour investissement d'une somme minimale? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
    - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
    - Le souscripteur est une personne physique, et non un investisseur institutionnel.
    - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
    - L'émetteur du titre est émetteur assujetti.
    - Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

15. Si la dispense pour investissement d'une somme minimale était supprimée :
    - la capacité des émetteurs de réunir des capitaux serait-elle sérieusement compromise?
    - la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés (sous sa forme actuelle ou sous une autre forme) serait-elle un substitut adéquat?

f) **Autres solutions**

16. Quelles autres possibilités de modification de la dispense pour investissement d'une somme minimale devrions-nous envisager?

4. Dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

Contexte

On trouvera à l'Annexe B les conditions de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés actuelle, un historique de la dispense et de l'information sommaire sur les dispenses comparables prévues par les régimes du marché dispensé de territoires étrangers.

Difficultés posées par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

- **Les seuils actuels de revenu et d'actif.** Les seuils que les personnes physiques doivent atteindre pour être investisseurs qualifiés ont été fixés par la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1982 puis adoptés par les ACVM au début des années 2000. Ils n'ont pas été modifiés ni rajustés en fonction de l'inflation depuis lors. Certains soutiennent que ces seuils sont trop bas compte tenu des normes actuelles. Le seuil de revenu actuel pour une personne physique est de 200 000 $. En dollars de 2011, il s'établirait à plus de 443 000 $ par rapport au dollar de 1982 (année d'adoption par la SEC) ou 245 000 $ par rapport au dollar de 2001 (année d'adoption de la dispense par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario)[2]. Comme dans le cas de la dispense pour investissement d'une somme minimale, certains prétendent que ces seuils sont trop bas et permettent à de petits investisseurs n'ayant pas la compétence nécessaire de participer au marché dispensé, mais que tout relèvement de ces seuils pourrait exclure les investisseurs qui n'ont pas besoin des protections offertes par un placement au moyen d'un prospectus.

- **Les critères ouvrant droit à la dispense.** Certains ont affirmé que les seuils de revenu et d'actif ne sauraient remplacer la compétence. Les personnes physiques peuvent avoir un patrimoine important mais ne pas avoir assez d'expérience, notamment en matière d'investissement, pour prendre une décision d'investissement sans les protections offertes par un placement au moyen d'un prospectus.

- **Le recours à la dispense pour réunir des capitaux.** De nombreux émetteurs ont recours à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés pour réunir des capitaux. Si elle était modifiée ou supprimée, la collecte de capitaux pourrait s'en ressentir, surtout chez les PME.

- **Le respect des critères ouvrant droit à la dispense.** Les organismes de réglementation craignent que certaines personnes qui achètent des titres sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ne soient pas vraiment des investisseurs qualifiés.

Questions en vue de la consultation

17. Avez-vous des commentaires sur les points ci-dessus?

18. Avez-vous d'autres préoccupations à l'égard de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés?

Solutions possibles en ce qui concerne la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

Selon l'issue de la consultation, nous pourrions proposer les mesures suivantes :

1) conserver la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés dans sa forme actuelle;
2) ajuster les seuils de revenu et d'actif de la définition d'investisseur qualifié;

[2] *Ibid*.

3) utiliser d'autres critères ouvrant droit à la dispense pour les personnes physiques;
4) limiter la dispense à certains investisseurs, par exemple les investisseurs institutionnels et non les personnes physiques;
5) fixer d'autres limites en matière d'investissement.

Questions en vue de la consultation

a) **Maintien du statu quo**

19. Acceptez-vous que la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et la définition d'« investisseur qualifié » soient conservées dans leur forme actuelle?

b) **Ajustement des seuils de revenu et d'actif de la définition d'investisseur qualifié**

20. Quels devraient être les seuils de revenu et d'actif? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
    - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
    - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
    - L'émetteur du titre est émetteur assujetti.
    - Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

21. Faudrait-il indexer les seuils de revenu et d'actif sur l'inflation?

22. Quelle serait l'incidence d'une modification des seuils de revenu et d'actif sur la collecte de capitaux?

c) **Autres critères ouvrant droit à la dispense pour les personnes physiques**

D'autres critères ouvrant droit à la dispense, comme les suivants, pourraient être utilisés pour les personnes physiques :

- *l'expérience en matière d'investissement* (par exemple, l'investisseur a effectué des opérations importantes sur les marchés des valeurs mobilières à une certaine fréquence);
- *la taille du portefeuille* (par exemple, le portefeuille de l'investisseur doit dépasser un certain montant);
- *l'expérience professionnelle* (par exemple, l'investisseur exerce ou a exercé dans le secteur financier une fonction qui demande des connaissances en matière d'investissement dans les valeurs mobilières);
- *la formation* (par exemple, l'investisseur a réussi le cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada, obtenu le titre de CFA ou reçu un diplôme d'études supérieures en affaires ou en finance).

23. Quels critères ouvrant droit à la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés faudrait-il utiliser pour les personnes physiques? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
    - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.

- La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
- L'émetteur du titre est émetteur assujetti.
- Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

24. Quelle serait l'incidence d'une modification des critères ouvrant droit à la dispense sur la collecte de capitaux?

d) **Limitation du recours à la dispense par des personnes physiques**

25. Les personnes physiques devraient-elles pouvoir acquérir des titres sous le régime de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
    - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
    - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
    - L'émetteur du titre est émetteur assujetti.
    - Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

e) **Autres limites en matière d'investissement**

26. Faudrait-il fixer une limite d'investissement pour les investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques? Dans l'affirmative, que devait-elle être? Votre réponse changerait-elle dans les circonstances suivantes?
    - De l'information est fournie aux investisseurs, notamment sur les facteurs de risque.
    - La valeur mobilière est nouvelle ou complexe.
    - L'émetteur du titre est émetteur assujetti.
    - Une personne inscrite qui a l'obligation de ne recommander que des investissements convenables aux souscripteurs participe au placement.

27. Si des limites d'investissement étaient fixées pour les personnes physiques, quelle serait l'incidence sur la collecte de capitaux?

f) **Respect des critères ouvrant droit à la dispense**

Un des défis posés par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés est de veiller au respect des critères y ouvrant droit. On pourrait notamment améliorer le respect en exigeant que la qualité d'investisseur qualifié soit attestée par un tiers indépendant, comme un avocat ou un comptable agréé.

28. Faudrait-il en tenir compte dans l'examen de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés?

29. Acceptez-vous que cette obligation soit imposée?

30. Quelles solutions de rechange devrions-nous envisager?

g) **Autres solutions**

31. Quelles autres solutions devrions-nous envisager pour réviser la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés ou y substituer une autre dispense?

Annexe A

Information sur la dispense pour investissement d'une somme minimale

Forme actuelle de la dispense pour investissement d'une somme minimale

La dispense pour investissement d'une somme minimale prévue à l'article 2.10 du Règlement 45-106 est libellée comme suit :

1) L'obligation de prospectus ne s'applique pas à un placement de titres lorsque sont réunies les conditions suivantes :
   a) l'acquéreur acquiert les titres pour son propre compte;
   b) les titres ont un coût d'acquisition pour l'acquéreur d'au moins 150 000 $ payé comptant au moment du placement;
   c) les titres placés sont ceux d'un seul émetteur.

2) Le paragraphe 1 ne s'applique pas au placement de titres effectué auprès d'une personne créée ou dont on se sert uniquement pour souscrire ou détenir des titres sous le régime de la dispense de prospectus prévue à ce paragraphe.

Il n'y a aucune limitation du type de titres placés sous le régime de la dispense, du nombre de sollicitations, du nombre d'acquéreurs ni du nombre de recours à la dispense. Il n'est obligatoire de fournir aucun document d'information aux investisseurs.

Historique de la dispense pour investissement d'une somme minimale

La dispense pour investissement d'une somme minimale a été créée en 1966 par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario avec un seuil fixé à 97 000 $ (soit 100 000 $ moins une commission ou un escompte de 3 %) et n'était pas ouverte aux personnes physiques. Avec le temps :

- les autres territoires représentés au sein des ACVM ont adopté une dispense analogue;
- l'application de la dispense a été élargie aux personnes physiques;
- le seuil a été porté à 150 000 $ dans certains territoires.

De 2001 à 2005, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a remplacé la dispense pour investissement d'une somme minimale par la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés parce qu'une somme minimale ne constituait pas, selon elle, un bon substitut de compétence. Avec la prise du Règlement 45-106 en 2005, tous les territoires représentés au sein des ACVM ont adopté (ou adopté de nouveau) la dispense pour investissement d'une somme minimale avec un seuil de 150 000 $ qui est prévue à l'article 2.10.

Régimes étrangers du marché dispensé

Voici un résumé des dispenses fondées sur l'investissement d'une somme minimale qui ont été adoptées dans certains pays.

Pays	Dispense
Australie	L'Australie a une dispense pour investissement d'une somme minimale de 500 000 $A depuis 1989[3].
Royaume-Uni	Au Royaume-Uni, le seuil de la dispense pour investissement d'une somme minimale a été de 40 000 euros (1995), de 50 000 euros (2005), et est maintenant de 100 000 euros (depuis 2010)[4].
États-Unis d'Amérique	La Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis a adopté une dispense pour investissement d'une somme minimale de 100 000 $US en 1979. En 1982, cette limite a été portée à 150 000 $US, du moment que cette somme représente au plus 20 % de l'avoir net de l'investisseur. La dispense pour investissement d'une somme minimale a été supprimée en 1988, lorsque la dispense pour investisseur qualifié a été adoptée. La SEC a exprimé les préoccupations suivantes : [Traduction] La taille de l'investissement, notamment à hauteur de 150 000 $, ne garantit pas à elle seule que l'investisseur a la compétence nécessaire ou qu'il a accès à de l'information. Certaines personnes auparavant qualifiées cesseraient de l'être (c'est-à-dire les personnes physiques avec un avoir net de 750 000 $ à 1 000 000 $ […]), tandis que nombre de personnes qui se sont prévalues de la disposition relative à l'acquisition de 150 000 $ deviendront investisseurs qualifiés sous le régime de la [dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés].

[3] 500 000 $A équivalaient approximativement à 509 000 $CA le 15 septembre 2011 selon le Convertisseur de devises – taux du jour de la Banque du Canada (http://www.banqueducanada.ca/taux/taux-de-change/convertisseur-de-devises-taux-du-jour).

[4] 100 000 euros équivalaient approximativement à 137 000 $CA le 15 septembre 2011 selon le Convertisseur de devises – taux du jour de la Banque du Canada (http://www.banqueducanada.ca/taux/taux-de-change/convertisseur-de-devises-taux-du-jour).

Annexe B

Information sur la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

Forme actuelle de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés prévue à l'article 2.3 du Règlement 45-106 est libellée comme suit :

1) L'obligation de prospectus ne s'applique pas à un placement si l'acquéreur ou le souscripteur acquiert ou souscrit les titres pour son propre compte et est investisseur qualifié.

Il n'y a aucune limitation quant au type de titres placés sous le régime de la dispense, au nombre de sollicitations, au nombre d'acquéreurs ni au nombre de recours à la dispense. Il n'est obligatoire de fournir aucun document d'information aux investisseurs.

Selon la définition contenue à l'article 1.1 du Règlement 45-106, un « investisseur qualifié » s'entend notamment des personnes suivantes :

j) une personne physique qui, à elle seule ou avec son conjoint, a la propriété véritable d'actifs financiers ayant une valeur de réalisation globale avant impôt de plus de 1 000 000 $, déduction faite des dettes correspondantes;

k) une personne physique qui, dans chacune des 2 dernières années civiles, a eu un revenu net avant impôt de plus de 200 000 $ ou, avec son conjoint, de plus de 300 000 $ et qui, dans l'un ou l'autre cas, s'attend raisonnablement à excéder ce revenu net dans l'année civile en cours;

l) une personne physique qui, à elle seule ou avec son conjoint, a un actif net d'au moins 5 000 000 $.

Historique de la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés

La dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés a été adoptée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en 2001; elle a remplacé la dispense pour investissement d'une somme minimale. Elle prévoyait les mêmes seuils que la dispense prévue actuellement par le Règlement 45-106. Une dispense analogue a été adoptée en 2002 par la British Columbia Securities Commission et l'Alberta Securities Commission dans le *Multilateral Instrument 45-103 Capital Raising Exemptions*, lequel conservait pourtant la dispense pour investissement d'une somme minimale de 97 000 $. Lorsque le Règlement 45-106 est entré en vigueur en 2005, tous les territoires représentés au sein des ACVM on adopté la version actuelle de la dispense.

Régimes étrangers du marché dispensé

Voici un résumé des dispenses fondées sur la nature de l'acquéreur qui ont été adoptées dans certains pays.

Pays	Dispense
Australie	En 1997, le programme de réforme économique du droit des sociétés (*Corporate Law Economic Reform Program* ou CLERP) du parlement australien s'est appuyé sur la réglementation des valeurs mobilières des États-Unis et de l'Ontario pour rédiger la définition d'« investisseur averti ». Voici les arguments qu'il a pris en considération selon son document intitulé *Fundraising: Capital raising initiatives to build enterprise and employment, Proposals for Reform: Paper No. 2* : [Traduction] Certains investisseurs comprennent la finance et sont tout à fait capables de protéger leurs investissements sans intervention réglementaire. Ils n'ont pas besoin de la protection des obligations d'information prévues par la loi sur les sociétés. Ils savent obtenir des protections d'un bon rapport coût-efficacité en négociant avec l'émetteur. Les émetteurs qui font des offres à ces personnes ne devraient pas avoir à supporter des coûts en sus de ceux négociés entre les parties. Les investisseurs avertis ne devraient pas avoir à supporter des coûts superflus qui s'ajoutent au prix des titres offerts. La dispense actuelle pour placement auprès d'*investisseurs avertis* n'est ouverte qu'aux personnes qui investissent plus de 500 000 $ dans les titres visés. On estime que ces personnes n'ont pas besoin de la protection offerte par les obligations de prospectus prévues par la loi sur les sociétés parce qu'elles ont la capacité d'obtenir l'information pertinente de l'émetteur en raison de leur pouvoir de négociation et de leur proximité. Cependant, la nécessité d'investir une telle somme dans une entreprise individuelle qui ne dispose pas de prospectus peut dissuader les investisseurs vu les risques potentiels et les difficultés que cela leur cause en matière de diversification de leur portefeuille (à moins qu'ils ne disposent de ressources considérables). Du point de vue des émetteurs, le seuil de 500 000 $ peut donc être trop élevé parce qu'il est difficile de trouver des investisseurs disposés à investir de telles sommes. De toute façon, bien des PME ne cherchent à réunir qu'une somme inférieure. Le CLERP a proposé de permettre de placer des titres sans prospectus, quel

Pays	Dispense
	que soit le montant du placement, auprès de personnes qui remplissent au moins l'une des conditions suivantes : • elles ont eu un revenu brut d'au moins 250 000 $A au cours des deux derniers exercices; • elles ont un avoir net de 2,5 millions de dollars australiens[5]. L'acquéreur doit avoir une attestation à jour établie par un comptable agréé et attestant qu'il dispose de l'avoir net ou du revenu brut prescrits. Ces propositions faisaient partie de la loi intitulée *Corporate Law Economic Reform Program Act 1999* et font désormais partie de la loi intitulée *Corporations Act 2001*.
Royaume-Uni	En vertu de la directive « prospectus » (*Prospectus Directive*) de l'Union européenne en date du 30 mai 2001, entrée en vigueur au Royaume-Uni le 1er juillet 2005, les placements auprès d'« investisseurs qualifiés » sont dispensés des obligations de prospectus. La directive permet aux États membres de désigner les personnes physiques qui y résident comme des investisseurs qualifiés sur demande expresse. Ces personnes doivent remplir au moins deux des conditions suivantes : • avoir effectué des opérations importantes (au moins 1 000 euros) sur les marchés de valeurs à une fréquence minimale moyenne de dix par trimestre au cours des quatre derniers trimestres; • avoir un portefeuille d'une valeur dépassant 0,5 million d'euros; • exercer ou avoir exercé pendant au moins un an dans le secteur financier une profession qui nécessite des connaissances en matière d'investissement dans des valeurs mobilières[6]. Les investisseurs qualifiés sont répertoriés dans le Qualified Investor Register, qui est public, bien que l'information qu'il contient ne puisse être fournie électroniquement qu'aux émetteurs et aux placeurs de titres.
États-Unis d'Amérique	En 1982, la SEC a créé la dispense pour investisseur qualifié dans la Regulation D (Reg D) pour les personnes qui remplissent une des conditions suivantes : • elles ont, à elles seules ou avec leur conjoint, un avoir net, au moment de l'acquisition, de 1 000 000 $US; • elles ont eu un revenu de plus de 200 000 $US au cours des deux derniers exercices et s'attendent raisonnablement à avoir le même

[5] Équivalent d'un revenu brut de 254 000 $CA ou d'un avoir net de 2 544 000 $CA le 15 septembre 2011 selon le Convertisseur de devises – taux du jour de la Banque du Canada (http://www.banqueducanada.ca/taux/taux-de-change/convertisseur-de-devises-taux-du-jour).

[6] 1 000 euros équivalaient à 1 368 $CA et 0,5 million d'euros équivalait à 683 800 $CA le 15 septembre 2011 selon le Convertisseur de devises – taux du jour de la Banque du Canada (http://www.banqueducanada.ca/taux/taux-de-change/convertisseur-de-devises-taux-du-jour).

Pays	Dispense
	revenu dans l'exercice courant. La SEC a expliqué que cette dispense visait les personnes ayant de l'expérience et la compétence en matière de finances qui souhaitent investir moins de 100 000 $US. En 1988, la SEC a modifié la Reg D en y ajoutant un critère de revenu des conjoints de 300 000 $US ou un avoir net conjoint de 1 000 000 $US. La dispense pour investissement d'une somme minimale a été révoquée. La loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, promulguée le 21 juillet 2010, modifie la définition d'investisseur qualifié en excluant la valeur de la résidence principale du critère de détermination de l'avoir de 1 000 000 $US. La SEC réexaminera la définition tous les quatre ans.

15

CSA Staff Consultation Note 45-401
Review of Minimum Amount and Accredited Investor Exemptions

Public Consultation

Staff of the Canadian Securities Administrators (the CSA or we) are conducting a review of the minimum amount prospectus exemption and the accredited investor prospectus exemption contained in *Regulation 45-106 respecting Prospectus and Registration Exemptions*.

At the conclusion of the review, CSA staff may recommend either retaining the exemptions in their current form or may propose changes.

As part of the review, we are consulting with stakeholders, including investors, issuers, dealers and legal and other advisors. The attached consultation note (the Note) provides more information on the scope of the review, including some background on the history of these exemptions and specific consultation questions for consideration.

Next steps

At this time we invite you to review the Note and provide us with your written comments. We also anticipate additional consultations with interested stakeholders as part of the review.

The consultation period is open until February 29, 2012. Please send your comments electronically in Word format.

Address your submission to all of the Canadian securities regulatory authorities, as follows:

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Services Commission
Manitoba Securities Commission
Ontario Securities Commission
Autorité des marchés financiers
New Brunswick Securities Commission
Superintendent of Securities, Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Superintendent of Securities, Northwest Territories
Superintendent of Securities, Yukon Territory
Superintendent of Securities, Nunavut

Please deliver your comments only to the two addresses that follow. Your comments will be forwarded to the remaining CSA jurisdictions.

Me Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal, Québec
H4Z 1G3
Fax : 514-864-6381
e-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Gordon Smith
British Columbia Securities Commission
PO Box 10142, Pacific Centre
701 West Georgia Street
Vancouver, British Columbia
V7Y 1L2
Fax: 604-899-6814
e-mail: gsmith@bcsc.bc.ca

Please note that all comments received will be posted at www.osc.gov.on.ca and on the websites of certain other securities regulatory authorities to improve the transparency of the policy-making process.

Please refer your questions to any of:

Quebec

Sylvie Lalonde
Manager, Policy and Regulations Department
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4461
sylvie.lalonde@lautorite.qc.ca

Alexandra Lee
Senior Policy Advisor, Policy and Regulations Department
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext: 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

British Columbia

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656
Toll free across Canada: 800-373-6393
gsmith@bcsc.bc.ca

George Hungerford
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6690
Toll free across Canada: 800-373-6393
ghungerford@bcsc.bc.ca

Alberta

Tracy Clark
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
403-355-4424
Tracy.Clark@asc.ca

Saskatchewan

Dean Murrison
Deputy Director, Legal and Registration
Saskatchewan Financial Services Commission
306-787-5879
dean.murrison@gov.sk.ca

Manitoba

Chris Besko
Legal Counsel - Deputy Director
The Manitoba Securities Commission
204-945-2561
cbesko@gov.mb.ca

Ontario

Jo-Anne Matear
Manager, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-2323
jmatear@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Elizabeth Topp
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-2377
etopp@osc.gov.on.ca

Melissa Schofield
Senior Legal Counsel, Investment Funds
Ontario Securities Commission
416-595-8777
mschofield@osc.gov.on.ca

New Brunswick

Wendy Morgan
Legal Counsel
New Brunswick Securities Commission
506-643-7202
wendy.morgan@nbsc-cvmnb.ca

Nova Scotia

Shirley Lee
Director, Policy and Market Regulation
Nova Scotia Securities Commission
902-424-5441
leesp@gov.ns.ca

Prince Edward Island

Steve Dowling
Superintendent of Securities
Prince Edward Island
902-368-4552
sddowling@gov.pe.ca

Newfoundland and Labrador

Don Boyles
Program & Policy Development
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Government of Newfoundland & Labrador
709-729-4501
dboyles@gov.nl.ca

Nunavut

Louis Arki, Director, Legal Registries
Department of Justice, Government of Nunavut
867-975-6587
larki@gov.nu.ca

Northwest Territories

Donn MacDougall
Deputy Superintendent, Legal & Enforcement
Office of the Superintendent of Securities
Government of the Northwest Territories
867-920-8984
donald_macdougall@gov.nt.ca

Yukon

Frederik J. Pretorius
Manager Corporate Affairs (C-6)
Dept of Community Services
Government of Yukon
867-667-5225
Fred.Pretorius@gov.yk.ca

REVIEW OF MINIMUM AMOUNT AND ACCREDITED INVESTOR EXEMPTIONS

Consultation Note

1. Introduction

Purpose of consultation

Staff of the Canadian Securities Administrators (CSA) are reviewing the $150,000 minimum amount prospectus exemption (minimum amount exemption) and the accredited investor prospectus exemption (AI exemption) contained in *Regulation 45-106 respecting Prospectus and Registration Exemptions* (Regulation 45-106).

We are consulting with stakeholders, including investors, issuers, dealers, and legal and other advisors. This consultation note provides background information and sets out consultation questions for input from stakeholders.

At the conclusion of the review, CSA staff may recommend either retaining the exemptions in their current form or may propose changes.

Reason for review

The global financial crisis and recent international regulatory developments have raised questions about the use of the minimum amount exemption and the AI exemption.

The CSA is engaging in this consultation to identify any issues that stakeholders may have about the use of the exemptions and to obtain information that will assist in deciding whether changes are necessary or appropriate.

Framework for review

In deciding whether changes to the minimum amount exemption and the AI exemption are necessary or appropriate, and if so, in developing recommendations for changes, we will be governed by our regulatory mandate of:

- protecting investors from unfair, improper or fraudulent practices, and
- fostering fair and efficient capital markets, and confidence in those markets.

We will also be guided by the principles that

- regulatory initiatives must effectively address the risks to investors and markets that are identified, and
- the benefits of any regulatory initiative must be proportionate to its cost to industry and the restrictions it imposes on market participants.

Proposals regarding securitized products

On April 1, 2011, the CSA published for comment a proposed new regulatory regime for certain securitized products in a Notice of draft *Regulation 41-103 respecting Supplementary Prospectus Disclosure Requirements for Securitized Products* (Regulation 41-103 Notice). Among other things, the CSA has proposed amendments to Regulation 45-106 to create a new regulatory regime for the distribution of securitized products on a prospectus-exempt basis. The new regulatory regime would narrow the class of investors who can buy securitized products on a prospectus-exempt basis, and require issuers of securitized products to provide disclosure at the time of distribution, as well as on an ongoing basis. The Regulation 41-103 Notice seeks comment on a number of aspects of the proposal, including

whether there are any existing registration categories or registration exemptions that should be modified or made unavailable for the distribution and resale of securitized products in the exempt market.

While the Regulation 41-103 Notice is focused on the distribution of securitized products in the exempt market, we will consider the comments we received in response to that notice as part of our general review of the minimum amount exemption and the AI exemption. We believe it is important that our assessment of those exemptions be informed by the CSA's proposals concerning securitized products and the comments of stakeholders with respect to those proposals.

2. Principles underlying the minimum amount exemption and the AI exemption

The minimum amount exemption and the AI exemption have been premised on an investor having one or more of:

- a certain level of sophistication,
- the ability to withstand financial loss,
- the financial resources to obtain expert advice, and
- the incentive to carefully evaluate the investment given its size.

Consultation questions

1. What is the appropriate basis for the minimum amount exemption and the AI exemption? For example, should these exemptions be premised on an investor's:
   - financial resources (ability to withstand financial loss or obtain expert advice),
   - access to financial and other key information about the issuer,
   - educational background,
   - work experience,
   - investment experience, or
   - other criteria?

   Please explain.

2. Does the involvement in the distribution of a registrant who has an obligation to recommend only suitable investments to the purchaser address any concerns?

3. Minimum amount exemption

Background

The terms of the current minimum amount exemption, a background discussion of the exemption, and a summary of comparable exemptions under the exempt market regimes in foreign jurisdictions are included at Appendix A.

Issues involving the minimum amount exemption

- **No assurance of sophistication.** The size of investment alone does not assure investor sophistication or access to information, particularly where the minimum amount exemption is used to sell novel or complex

products without any accompanying disclosure. At most, the size of the investment is an indicator only of the investor's ability to withstand financial loss.

- **Current threshold for the minimum investment.** The current $150,000 threshold for the minimum amount exemption was set in 1987 and has not been changed or adjusted for inflation since. The $150,000 threshold is equivalent to over $265,000 in 2011 dollars.[1] Some stakeholders have suggested that the $150,000 threshold is too low and allows unsophisticated, retail investors to participate in the exempt market. Conversely, if the threshold is increased, the exemption may not be available to investors who do not need the protections provided by a prospectus offering.

- **Impact of a minimum amount concept on investment decisions.** An exemption based on a minimum amount invested may cause an investor to invest more than business or investment considerations may dictate solely to meet the threshold; for example, by investing $150,000 when it may have made more sense to invest only $50,000. Similarly, a higher minimum threshold may cause an investor to make a single investment of $150,000 or more when a staged investment in smaller increments may better protect the investor's interests.

- **Use of the exemption to raise capital.** The minimum amount exemption is widely used by issuers to raise capital in some jurisdictions. If the investment threshold was increased or the minimum investment exemption was repealed, this could affect capital raising, especially by small and medium sized enterprises.

Consultation questions

3. Do you have comments on the issues described above?

4. Are there other issues you may have with the minimum amount exemption?

Potential options regarding the minimum amount exemption

Depending on the results of this consultation process, we may propose:

(1) retaining the minimum amount exemption in its current form,

(2) adjusting the $150,000 threshold,

(3) limiting the use of the exemption to certain investors, such as institutional investors and not individuals,

(4) using alternative qualification criteria,

(5) imposing other investment limitations, or

(6) repealing the exemption.

Consultation questions

(a) Maintain the status quo

5. Do you agree with maintaining the minimum amount exemption in its current form?

(b) Adjust the $150,000 threshold

6. How much should the minimum investment threshold be increased? Would your answer to this question change

[1] Source for inflation adjustments: Bank of Canada Inflation Calculator (http://www.bankofcanada.ca/rates/related/inflation-calculator/)

depending on whether:

- any disclosure is provided to investors, including risk factor disclosure?
- the purchaser is an individual, instead of an institutional investor?
- the security is novel or complex?
- the issuer of the security is a reporting issuer?
- a registrant is involved in the distribution who has an obligation to recommend only suitable investments to the purchaser?

7. Should the $150,000 threshold be periodically indexed to inflation?

8. If we changed the $150,000 threshold what would the impact be on capital raising?

(c) Limit the use of the exemption by individuals

9. Should individuals be able to acquire securities under the minimum amount exemption? Would your answer to this question change depending on whether:
   - any disclosure is provided to investors, including risk factor disclosure?
   - the security is novel or complex?
   - the issuer of the security is a reporting issuer?
   - a registrant is involved in the distribution who has an obligation to recommend only suitable investments to the purchaser?

10. If individuals are able to acquire securities under the minimum amount exemption, should there be any limitations?

11. If we limited the use of the exemption to persons who are not individuals, what would the impact be on capital raising?

(d) Use alternative qualification criteria or impose other limitations

12. Are there alternative qualification criteria for the minimum amount exemption?

13. Are there other limitations that should be imposed on the use of the minimum amount exemption?

(e) Repeal the exemption

14. Should the minimum amount exemption be repealed? Would your answer to this question change depending on whether:
   - any disclosure is provided to investors, including risk factor disclosure?
   - the purchaser is an individual, instead of an institutional investor?
   - the security is novel or complex?
   - the issuer of the security is a reporting issuer?
   - a registrant is involved in the distribution who has an obligation to recommend only suitable investments to the purchaser?

15. If the minimum amount exemption was repealed:
    - would that materially affect issuers' ability to raise capital?
    - is the AI exemption (in its current or modified form) an adequate alternative to the minimum amount exemption?

(f) Other options

16. Are there other options for modifying the minimum amount exemption that we should consider?

4. AI exemption

Background

The terms of the current AI exemption, a background discussion of the exemption, and a summary of comparable exemptions under the exempt market regimes in foreign jurisdictions are included at Appendix B.

Issues involving the AI exemption

- **Current thresholds for income and assets.** The thresholds for individuals to qualify as accredited investors were originally set by the Securities and Exchange Commission (SEC) in 1982, and subsequently adopted by the CSA in the early 2000s. The thresholds have not been changed or adjusted for inflation since. Some stakeholders submit that these thresholds are too low by today's standards. The current threshold for an individual's income is $200,000; in 2011 dollars, the threshold would be over $443,000 based on 1982 dollars (the year of SEC adoption) or $245,000 based on 2001 dollars (the year the Ontario Securities Commission first adopted the exemption).[2] As with the minimum amount exemption, some say these thresholds are too low and allow unsophisticated, retail investors to participate in the exempt market, yet an increase in the thresholds may exclude investors who do not need the protections provided by a prospectus offering.

- **Qualification criteria.** Some stakeholders have suggested that income and asset thresholds are not adequate proxies for sophistication. Individuals may have significant wealth, but may lack investment or other experience that enables them to make an investment decision without the protections afforded by a prospectus offering.

- **Use of the exemption to raise capital.** The AI exemption is widely used by issuers to raise capital. If the exemption was changed or repealed, this could affect capital raising, especially for small and medium sized enterprises.

- **Compliance with qualification criteria.** Regulators have concerns that some individuals purchasing securities under the AI exemption are not, in fact, accredited investors.

Consultation questions

17. Do you have comments on the issues described above?

18. Are there any other issues you may have with the AI exemption?

[2] Ibid.

Potential options regarding the AI exemption

Depending on the results of this consultation process, we may propose:

(1) retaining the AI exemption in its current form,

(2) adjusting the income and asset thresholds in the definition of accredited investor,

(3) using alternative qualification criteria for individuals,

(4) limiting the exemption to certain investors, such as institutional investors and not individuals, and

(5) imposing other investment limitations.

Consultation questions

(a) Maintain the status quo

19. Do you agree with retaining the AI exemption and the definition of "accredited investor" in their current form?

(b) Adjust income and asset thresholds in the definition of accredited investor

20. What should the income and asset thresholds be? Would your answer to this question change depending on whether:
    - any disclosure is provided to investors, including risk factor disclosure?
    - the security is novel or complex?
    - the issuer of the security is a reporting issuer?
    - a registrant is involved in the distribution who has an obligation to recommend only suitable investments to the purchaser?

21. Should the income and asset thresholds be periodically indexed to inflation?

22. If we changed the income and asset thresholds, what would the impact be on capital raising?

(c) Use alternative qualification criteria for individuals

Alternative qualification criteria for individual investors could be required such as:

- *investment experience* (for example, the investor has carried out transactions of a significant size in securities markets at a given frequency),
- *investment portfolio size* (for example, the investor's securities portfolio must exceed a specified amount),
- *work experience* (for example, the investor works or has worked in the financial sector in a professional position which requires knowledge of securities investment), and / or
- *education* (such as the investor has completed the Canadian Securities Course, achieved a CFA designation or has received an advanced degree in business or finance).

23. What qualification criteria should be used in the AI exemption for individual investors? Would your answer to this question change depending on whether:
    - any disclosure is provided to investors, including risk factor disclosure?
    - the security is novel or complex?
    - the issuer of the security is a reporting issuer?
    - a registrant is involved in the distribution who has an obligation to recommend only suitable investments to

the purchaser?

24. If we changed the qualification criteria, what would the impact be on capital raising?

(d) Limit the use of the exemption by individuals

25. Should individuals be able to acquire securities under the AI exemption? Would your answer to this question change depending on whether:
    - any disclosure is provided to investors, including risk factor disclosure?
    - the security is novel or complex?
    - the issuer of the security is a reporting issuer?
    - a registrant is involved in the distribution who has an obligation to recommend only suitable investments to the purchaser?

(e) Impose other investment limitations

26. Should an investment limit be imposed on accredited investors who are individuals? If a limit is appropriate, what should the limit be? Would your answer to these questions change depending on whether:
    - any disclosure is provided to investors, including risk factor disclosure?
    - the security is novel or complex?
    - the issuer of the security is a reporting issuer?
    - a registrant is involved in the distribution who has an obligation to recommend only suitable investments to the purchaser?

27. If investment limitations for individuals were imposed, what would the impact be on capital raising?

(f) Compliance with qualification criteria

An issue with the AI exemption is ensuring compliance with the qualification criteria. One way to improve compliance with the AI exemption would be to require an investor's accredited investor status to be certified by an independent third party, such as a lawyer or qualified accountant.

28. Should this be considered in a review of the AI exemption?

29. Do you agree with imposing such a requirement?

30. Are there alternatives that we should consider?

(g) Other options

31. Are there other options we should consider for revising the AI exemption or for substituting an alternative exemption?

Appendix A

Information on the minimum amount exemption

Current form of the minimum amount exemption

The minimum amount exemption in section 2.10 of Regulation 45-106 currently reads:

(1) The prospectus requirement does not apply to a distribution of a security to a person if
  (a) that person purchases as principal,
  (b) the security has an acquisition cost to the purchaser of not less than $150,000 paid in cash at the time of the distribution, and
  (c) the distribution is of a security of a single issuer.

(2) Subsection (1) does not apply to a distribution of a security to a person if the person was created, or is used, solely to purchase or hold securities in reliance on this exemption from the prospectus requirement set out in subsection (1).

There are no limitations on the type of securities sold under the exemption, the number of solicitations, the number of purchasers, or on the number of times the exemption may be relied on. No disclosure materials are required to be provided to investors.

Background on the minimum amount exemption

The minimum amount exemption was originally created in 1966 by the Ontario Securities Commission and set at $97,000 (a figure of $100,000 less a commission or discount of three percent) and was not available to individuals. Over time:

- other CSA jurisdictions adopted a similar exemption,
- the exemption was expanded to individuals, and
- the threshold was raised to $150,000 in some jurisdictions.

For a period from 2001 to 2005, the Ontario Securities Commission eliminated the minimum amount exemption and replaced it with the AI exemption, believing that the minimum amount threshold was not as good a proxy for sophistication as the new accredited investor exemption. With the adoption of Regulation 45-106 in 2005, the CSA jurisdictions all adopted (or re-adopted) the $150,000 minimum amount exemption in section 2.10.

Exempt market regimes in foreign jurisdictions

The following summarizes the approach taken to an exemption based on a minimum investment amount in certain foreign jurisdictions.

Jurisdiction	Approach
Australia	Australia has had a minimum amount exemption of A$500,000 since 1989.[3]
United Kingdom	The United Kingdom has had the following minimum amount exemption limits: 40,000 euros (1995), 50,000 euros (2005), and 100,000 euros (since 2010).[4]
United States of America	The United States Securities and Exchange Commission (SEC) adopted a minimum amount exemption of US$100,000 in 1979. In 1982, this limit was raised to US$150,000, so long as the amount was at most 20% of the investor's net worth. With the introduction of the accredited investor exemption in 1988, the minimum amount exemption was rescinded. According to the SEC, it had concerns: …that size of purchase alone, particularly at the $150,000 level, does not assure sophistication or access to information. While some persons previously accredited would no longer be accredited (i.e., individuals with net worths of $750,000 but less than $1 million). . . , many of the persons who used the $150,000 purchaser item will now become accredited investors by virtue of [the accredited investor exemption].

[3] A$500,000 was equivalent to approximately C$509,000 on September 15, 2011 according to the Bank of Canada daily currency converter (http://www.bankofcanada.ca/rates/exchange/daily-converter).

[4] 100,000 euros was equivalent to approximately C$137,000 on September 15, 2011 according to the Bank of Canada daily currency converter (http://www.bankofcanada.ca/rates/exchange/daily-converter).

Appendix B

Information on the AI exemption

Current form of the AI exemption

The AI exemption set out in section 2.3 of Regulation 45-106 currently reads:

(1) The prospectus requirement does not apply to a distribution of a security if the purchaser purchases the security as principal and is an accredited investor.

There are no limitations on the type of securities sold under the exemption, the number of solicitations, the number of purchasers, or on the number of times the exemption may be relied on. No disclosure materials are required to be provided to investors.

The definition of "accredited investor" as set out in section 1.1 of Regulation 45-106 includes, among others:

(j) an individual who, either alone or with a spouse, beneficially owns financial assets having an aggregate realizable value that before taxes, but net of any related liabilities, exceeds $1,000,000,

(k) an individual whose net income before taxes exceeded $200,000 in each of the two most recent calendar years or whose net income before taxes combined with that of a spouse exceeded $300,000 in each of the two most recent calendar years and who, in either case, reasonably expects to exceed that net income level in the current calendar year, and

(l) an individual who, either alone or with a spouse, has net assets of at least $5,000,000.

Background on the AI exemption

The AI exemption was first enacted by the Ontario Securities Commission in 2001 and replaced the minimum amount exemption. It was enacted with the same thresholds as the current exemption in Regulation 45-106. A similar exemption was subsequently also enacted in 2002 by the British Columbia Securities Commission and Alberta Securities Commission under Multilateral Instrument 45-103 *Capital Raising Exemptions* (MI 45-103), although MI 45-103 retained the minimum amount exemption of $97,000. When Regulation 45-106 came into force in 2005, all CSA jurisdictions adopted the current version of the exemption.

Exempt market regimes in foreign jurisdictions

The following summarizes the approach taken to an exemption based on the nature of the purchaser in certain foreign jurisdictions.

Jurisdiction	Approach
Australia	In 1997, the Australian Parliament's Corporate Law Economic Reform Program (CLERP) looked at the securities regulatory regime in the United States of America and in Ontario when crafting their "sophisticated investor" definition. In their paper, *Fundraising: Capital raising initiatives to build enterprise and employment, Proposals for Reform: Paper No. 2*, they considered the following: Certain investors are seen to be financially sophisticated and able to protect their investment interests in an optimal fashion without regulatory interference. These investors do not require the disclosure protection offered by the Corporations Law. They can secure their own cost-effective protection in negotiations with the issuer. Issuers making offers to such persons should not need to incur costs beyond those negotiated between the parties. Sophisticated investors should not be burdened by unwanted costs being incorporated in the price of the securities on offer. The current *sophisticated investor* exemption applies only to a person who invests over $500,000 in the securities in question. Such a person is thought not to need the protection of mandatory prospectus disclosures under the Corporations Law, based on their ability to obtain pertinent information from the issuer because of their bargaining power and proximity. However, the need to invest so large an amount in an individual enterprise for which there is not a prospectus may of itself be a deterrent to investing, given the potential risks and the difficulty this causes for investors in diversifying their portfolio (unless they have very significant resources). From an issuer's perspective, the $500,000 threshold may therefore be too high because of the difficulty of finding investors willing to invest such large sums. Many SMEs would in any event be seeking less than $500,000 in total. CLERP suggested that offers of securities in any amounts should be permitted without a prospectus if they are made to persons: • with gross income over each of the previous two financial years of at least A$250,000, or • with net assets of A$2.5 million.[5] The purchaser must have a current certificate from a qualified accountant certifying that they have the prescribed net asset or gross income level. These proposals were passed into law by the *Corporate Law Economic Reform*

[5] Equivalent to gross income of C$254,000 or net assets of C$2,544,000 on September 15, 2011 according to the Bank of Canada daily currency converter (http://www.bankofcanada.ca/rates/exchange/daily-converter).

Jurisdiction	Approach
	Program Act 1999, and are now in the *Corporations Act 2001*.
United Kingdom	Under the European Union's *Prospectus Directive* of May 30, 2001, which came into force in the UK on July 1, 2005, distributions to "qualified investors" are exempt from the prospectus requirements. The *Directive* allows Member States to choose to authorize resident individuals as qualified investors when they expressly ask to be so considered. These individuals must meet at least two of the following criteria: • the investor has carried out transactions of a significant size (at least 1,000 euros) on securities markets at an average frequency of, at least, ten per quarter over the previous four quarters • the size of the investor's securities portfolio exceeds 0.5 million euros, or • the investor works or has worked for at least one year in the financial sector in a professional position which requires knowledge of securities investment.[6] Qualified Investors are listed in the Qualified Investor Register, which is publicly available, although information contained in the register may be delivered electronically only to issuers and other offerers of securities.
United States of America	In 1982, the SEC created the accredited investor exemption in Regulation D (Reg D) for individuals that: • have, alone or with their spouse, net worth at the time of purchase of US$1,000,000, or • had an income in excess of US$200,000 in each of the last two years and reasonably expects such income in the current year. The SEC explained that the purpose of this exemption was to include persons with financial experience and sophistication who wish to invest less than US$100,000. In 1988, the SEC amended Reg D to include a spousal joint income test of US$300,000 or joint net worth of US$1,000,000. The minimum amount exemption was revoked. The *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, signed into law on July 21, 2010, changes the definition of an accredited investor to exclude the value of a primary residence from the US$1,000,000 wealth test. The SEC will also review the definition every four years.

[6] 1,000 euros was equivalent to C$1,368 and 0.5 million euros is equivalent to C$683,800 on September 15, 2011, according to the Bank of Canada daily currency converter (http://www.bankofcanada.ca/rates/exchange/daily-converter).