

Projets de règlements

Loi sur les valeurs mobilières

(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 4°, 6°, 8°, 9°, 11°, 14°, 18.3°, 19°, 19.2°, 19.3°, 19.4°, 19.5°, 20°, 32.2°, 33°, 33.5°, 33.8° et 34° et a. 331.2)

Règlement 51-103 sur les obligations permanentes des émetteurs émergents en matière de gouvernance et d'information et ses concordants

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, les règlements suivants dont le texte sont publiés ci-dessous, pourront être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de leur publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement 51-103 sur les obligations permanentes des émetteurs émergents en matière de gouvernance et d'information;*
- *Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus;*
- *Règlement modifiant le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié;*
- *Règlement modifiant le règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription;*
- *Règlement modifiant le règlement 51-102 sur les obligations d'information continue;*
- *Règlement modifiant le Règlement 11-102 sur le régime de passeport;*
- *Règlement modifiant le Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers;*
- *Règlement modifiant le Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable;*
- *Règlement modifiant le Règlement 45-101 sur les placements de droits de souscription, d'échange ou de conversion;*
- *Règlement modifiant le Règlement 51-101 sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières;*
- *Règlement modifiant le règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables;*
- *Règlement modifiant le règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs.*
- *Règlement modifiant le Règlement 52-110 sur le comité d'audit;*

- *Règlement modifiant le Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié;*
- *Règlement modifiant le Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance;*
- *Règlement modifiant le Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières;*
- *Règlement modifiant le règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers.*

Vous trouverez également ci-dessous les instructions générales suivantes :

- *Instruction générale relative au règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus;*
- *Instruction générale relative au règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié;*
- *Instruction générale relative au règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription;*
- *Instruction générale relative au règlement 51-102 sur les obligations d'information continue;*
- *Instruction générale 12-202 relative à la levée des interdictions d'opérations prononcées en cas de non-conformité;*
- *Instruction générale 12-203 relative aux interdictions d'opérations prononcées pour manquement aux obligations d'information continue;*
- *Instruction générale relative au règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers;*
- *Instruction générale relative au règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable;*
- *Instruction générale relative au règlement 51-101 sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières;*
- *Instruction générale 51-201 : Lignes directrices en matière de communication de l'information;*
- *Instruction générale relative au règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables;*
- *Instruction générale relative au règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs;*
- *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance;*

- *Instruction générale relative au règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers.*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit avant le **27 octobre 2011**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e 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
514-395-0337, poste 4461
Numéro sans frais : 1-877-525-0337
sylvie.lalonde@lautorite.qc.ca

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

Chantal Leclerc
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4463
Numéro sans frais : 1-877-525-0337
chantal.leclerc@lautorite.qc.ca

Le 29 juillet 2011

Avis de consultation

Projet de Règlement 51-103 sur les obligations permanentes des émetteurs émergents en matière de gouvernance et d'information

Projet de Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus

Projet de Règlement modifiant le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié

Projet de Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription

Projets de modifications corrélatives

Le 29 juillet 2011

1. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation des projets de règlements et de modifications qui instaurent un nouveau régime obligatoire destiné à simplifier et à adapter l'information diffusée par les émetteurs émergents pour tenir compte des besoins et des attentes de leurs investisseurs et pour rendre leurs obligations d'information plus appropriées et gérables à leur stade de développement. Les projets portent sur les obligations en matière d'information continue et de gouvernance ainsi que sur l'information à fournir dans le prospectus et à l'occasion de certains placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus prescrivant la communication d'information. Les projets reposent sur notre compréhension des caractéristiques du marché du capital de risque, lesquelles sont exposées à l'Annexe A du présent avis.

2. Objet des projets

a) Gouvernance et information

Le projet de régime de gouvernance et d'information pour les émetteurs émergents :

- vise à fournir de l'information adaptée qui améliorera la prise de décision d'investissement éclairée dans ce segment du marché :
 - en éliminant certaines obligations d'information qui ne présentent peut-être pas autant d'intérêt pour les investisseurs dans des émetteurs émergents;
 - en exigeant d'autres éléments d'information qui nous paraissent pertinents pour ces investisseurs;
- abrège les textes réglementaires :
 - en ajustant les obligations aux émetteurs émergents;
 - en limitant les obligations d'information qui se chevauchent;
- facilite la lecture des documents d'information pour les investisseurs d'émetteurs émergents et le repérage des renseignements clés;
- vise à améliorer les règles de fond de la gouvernance des émetteurs émergents en matière de conflits d'intérêts, de transactions entre parties liées et

d'opérations d'initiés, afin de préserver, voire renforcer, la confiance des investisseurs dans le marché du capital de risque;

- devrait donner aux membres de la direction des émetteurs émergents davantage de temps à consacrer à la croissance de leur entreprise;
- accroît la capacité des autorités en valeurs mobilières de se concentrer sur les défis propres au marché du capital de risque dans l'élaboration de la réglementation.

b) Régime de prospectus et de dispense de prospectus

Le régime révisé de prospectus et de dispense de prospectus pour les émetteurs émergents :

- dans le cas des prospectus simplifiés et des documents d'offre simplifiés et notices d'offre des émetteurs admissibles de la Bourse de croissance TSX, prévoit l'intégration par renvoi des documents d'information continue exigés sous le nouveau régime de gouvernance et d'information;
- dans le cas des prospectus ordinaires :
 - introduit une nouvelle forme de prospectus ordinaire dont le contenu se rapproche de l'information prévue par le nouveau régime de gouvernance et d'information, notamment l'information à fournir dans le nouveau rapport annuel;
 - n'exige des états financiers annuels audités que sur 2 exercices, mais tout en maintenant la dispense actuellement ouverte aux petits émetteurs pour ce qui est de la présentation d'états financiers dans le prospectus ordinaire;
- remplace les déclarations d'acquisition d'entreprise par des obligations améliorées de déclaration de changement important, y compris des états financiers pour des acquisitions qui sont significatives à 100 %;
- n'exige pas de rapports financiers intermédiaires pour des périodes de 3 et de 9 mois ni les rapports de gestion connexes.

3. Objet de l'avis

Les ACVM publient le présent avis et les documents connexes afin de soumettre le projet actuel à consultation. On trouvera dans la section 10 des questions précises sur lesquelles nous souhaitons recevoir des réponses, mais les commentaires généraux nous intéressent aussi.

Le présent avis et les textes suivants sont publiés pour une période de consultation de 90 jours :

- le projet de *Règlement 51-103 sur les obligations permanentes des émetteurs émergents en matière de gouvernance et d'information* (le « projet de règlement »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus* (le « Règlement 41-101 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* (le « Règlement 44-101 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (le « Règlement 45-106 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le « Règlement 51-102 »);

- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs* (le « Règlement 52-109 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 52-110 sur le comité d'audit* (le « Règlement 52-110 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance* (le « Règlement 58-101 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers* (le « Règlement 43-101 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 51-101 sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières* (le « Règlement 51-101 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables* (le « Règlement 52-107 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* (le « Règlement 44-102 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 45-101 sur les placements de droits de souscription, d'échange ou de conversion* (le « Règlement 45-101 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié* (le « Règlement 55-104 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers* (le « Règlement 71-102 »);
- sauf en Ontario, le projet de *Règlement modifiant le Règlement 11-102 sur le régime de passeport* (le « Règlement 11-102 »);
- au Québec et en Ontario, le projet de *Règlement modifiant le Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (le « Règlement 61-101 »).

Les textes comprennent également des projets de modification des instructions générales suivantes :

- l'*Instruction générale relative au Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus*;
- l'*Instruction générale relative au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié*;
- l'*Instruction générale relative au Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable*;
- l'*Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*;
- l'*Instruction générale relative au Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers*;

- *l'Instruction générale relative au Règlement 51-101 sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières;*
- *l'Instruction générale relative au Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue;*
- *l'Instruction générale relative au Règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables;*
- *l'Instruction générale relative au Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs;*
- *l'Instruction générale relative au Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers;*
- *l'Instruction générale 12-202 relative à la levée des interdictions d'opérations prononcées en cas de non-conformité;*
- *l'Instruction générale 12-203 relative aux interdictions d'opérations prononcées pour manquement aux obligations d'information continue;*
- *l'Instruction générale 51-201, Lignes directrices en matière de communication de l'information;*
- *l'Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance.*

Le projet de règlement, y compris les indications qui l'accompagnent, les projets de règlements de modification et les projets de modification des instructions générales énumérées ci-dessus sont appelés ci-après les « projets de textes ». Ils sont publiés avec le présent avis et diffusés sur le site Web de nombreux membres des ACVM.

4. Contexte

Le 31 mai 2010, les autorités en valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Manitoba, du Nouveau-Brunswick, de la Nouvelle-Écosse et de la Saskatchewan ont publié le *Document de consultation multilatérale 51-403, Une réglementation sur mesure pour les émetteurs émergents* (le « document de consultation ») afin de lancer une consultation sur certaines propositions visant à créer un nouveau régime de réglementation du marché du capital de risque (les « propositions en consultation »). Pour illustrer les propositions en consultation, le *Règlement type 51-103 sur les obligations permanentes des émetteurs émergents en matière de gouvernance et d'information* et ses annexes ont été publiés avec le document de consultation. On peut les consulter à l'adresse suivante :

www.albertasecurities.com/securitiesLaw/Pages/ViewDocument.aspx?ProjectId=f9c626cd-81a5-4a5f-8174-a15069b30589.

Outre la publication du document de consultation, nous avons tenu des séances de consultation partout au Canada sur les propositions en consultation. Y ont été invités des émetteurs, des investisseurs, des associations de sociétés et d'investisseurs, des courtiers, des conseillers, des avocats, des comptables, ainsi que des représentants de la Bourse de croissance TSX et de la Bourse nationale canadienne. Dans un premier temps, nous avons tenu 14 séances à Halifax, à Toronto, à Montréal, à Winnipeg, à Calgary, à Edmonton et à Vancouver, après quoi nous avons organisé plusieurs petites réunions en septembre et octobre 2010 avec des investisseurs, des conseillers en placements, des cabinets d'experts-comptables et les barreaux.

Nous avons également reçu 35 mémoires sur le document de consultation.

Nous avons publié le document de consultation pour nous aider à évaluer l'intérêt du marché pour un régime mieux adapté aux émetteurs émergents. Bien que les propositions en consultation n'aient pas toutes reçu le même accueil, le résultat des consultations indique que les intervenants sont très favorables à un régime mieux adapté, et notamment à l'élaboration d'un règlement distinct et propre aux obligations d'information continue et de gouvernance des émetteurs émergents.

5. Raison d'être des projets actuels

De nombreuses raisons nous amènent à proposer ce projet de régime plus ciblé et mieux adapté aux marchés du capital de risque, notamment les suivantes.

- **L'importance des émetteurs émergents** – Nous estimons que le rôle des émetteurs émergents sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres et dans l'économie en général justifie la création d'un régime distinct.

- **L'importance du marché du capital de risque** – Les émetteurs émergents représentent une part importante du nombre d'émetteurs assujettis. Par exemple, sur les 3 730 émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX au 31 mai 2011, 2 188, soit environ 59 %, sont inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX, une part non négligeable des marchés des titres de capitaux propres.

- **Le rôle économique** – En tant que PME, les émetteurs émergents peuvent jouer un rôle économique important. Ils fournissent des emplois directs et indirects, explorent de nouvelles ressources, sont des incubateurs de nouvelles technologies et contribuent au produit intérieur brut.

- **Les grands émetteurs de demain** – Les émetteurs émergents croissent et deviennent les grands émetteurs de demain. Par exemple, environ 50 émetteurs émergents se sont inscrits à la cote de la Bourse de Toronto au cours de chacune des 5 dernières années, et quelque 335 des 1 542 émetteurs actuellement inscrits à la cote de la Bourse de Toronto proviennent de la Bourse de croissance TSX¹.

- **Les défis de la conformité** – Les émetteurs émergents nous ont indiqué qu'ils éprouvent des difficultés à respecter les obligations d'information existantes. Ainsi, en matière de conformité, la longueur, la complexité et les nécessaires chevauchements des règlements peuvent présenter aux émetteurs émergents un plus grand défi qu'aux autres émetteurs, car ils n'ont pas toujours les moyens financiers nécessaires pour confier les questions de conformité à la réglementation en valeurs mobilières à des conseillers professionnels ou à des employés spécialisés.

- **La forme actuelle de l'information** – La forme actuelle de l'information périodique à fournir, qui consiste en un ensemble de documents distincts (rapport de gestion, états financiers, attestations du chef de la direction et du chef des finances, circulaires de sollicitation de procurations et, parfois, notices annuelles), nécessite que chacun de ces documents soit autonome, si bien qu'ils se chevauchent, car chacun doit pouvoir se lire séparément et donner un portrait complet de l'entreprise de l'émetteur.

- **Les conséquences pour les émetteurs** – Le chevauchement augmente la taille des règlements et entraîne un surcroît de coûts de conformité pour les émetteurs du fait qu'ils doivent lire et interpréter les règlements et veiller à ce que chaque document exigé concorde avec les autres. La présentation d'information en double peut aussi faire monter les coûts d'impression et d'envoi des documents à acheminer par la poste.

¹ Chiffres de la Bourse de Toronto au 31 mai 2011. Ces 335 émetteurs ne comprennent pas ceux qui ont été acquis par d'autres émetteurs.

○ **Les conséquences pour les investisseurs** – Le chevauchement peut avoir des conséquences pour les investisseurs.

▪ Il est possible que les investisseurs soient moins enclins à lire des documents d'information volumineux et répétitifs, surtout les investisseurs individuels qui ne disposent pas de beaucoup de temps et de ressources. Faute de résumé périodique sur l'entreprise, il peut également être difficile pour les investisseurs de se faire une image complète de l'émetteur.

▪ Les investisseurs du marché du capital de risque investissent souvent sans pouvoir s'aider de rapports de recherche établis par des analystes pour prendre la décision d'investir. En exigeant un document d'information unique qui regroupe l'ensemble de l'information annuelle et un autre qui rassemble l'information semestrielle, nous pouvons supprimer une bonne partie de ce chevauchement. Cette solution pourrait également offrir aux investisseurs un portrait à la fois plus complet et plus concis de l'entreprise de l'émetteur émergent.

• **Les règlements applicables à tous les émetteurs** – Bien que le cadre réglementaire actuel fasse déjà une place aux émetteurs émergents, il est souvent nécessaire de lire et de comprendre un règlement dans son ensemble, y compris les portions non pertinentes, pour établir le champ d'application des dispositions qui les concernent. Des règlements distincts et simplifiés qui ne s'appliquent qu'à eux pourraient leur permettre de mieux comprendre les dispositions à respecter.

• **Les préoccupations du marché** – De nouveaux projets de réglementation des valeurs mobilières sont souvent proposés en réaction à l'évolution des marchés internationaux ou aux préoccupations des actionnaires et ils visent souvent à régler des problèmes touchant le marché des grandes capitalisations. Bien que les autorités en valeurs mobilières du Canada tiennent déjà compte des besoins et des particularités du marché du capital de risque dans l'élaboration de nouveaux règlements, les aménagements qu'il est possible de prévoir pour ce marché peuvent être limités s'ils doivent être conçus pour fonctionner dans le cadre du régime destiné aux grands émetteurs. La réglementation actuelle des valeurs mobilières est donc, en grande partie, « universelle », avec des variations qui tiennent compte des différences propres aux émetteurs émergents. Le régime actuel fonctionne, mais nous estimons qu'il y a place à amélioration.

Les questions qui touchent particulièrement le marché du capital de risque peuvent prendre plus de temps à attirer l'attention que celles qui concernent le marché des grandes capitalisations, peut-être en raison de la taille du marché du capital de risque et du fait que les investisseurs institutionnels y sont moins présents. Un régime consacré aux émetteurs émergents et taillé sur mesure pour eux pourrait diriger davantage l'attention sur ce marché.

6. **Résumé des projets actuels**

Le projet de règlement introduit une nouvelle définition de l'expression « émetteur émergent » qui, contrairement à la définition en vigueur, exclut les émetteurs qui n'émettent que des titres de créance ou des actions privilégiées et les émetteurs de produits titrisés. Ces émetteurs ne sont pas visés par ce projet mais peuvent l'être ou le sont par d'autres projets des ACVM. Ceux d'entre eux qui correspondent à la définition actuelle d'« émetteur émergent » au sens du Règlement 51-102 (qui seront désignés collectivement les « grands émetteurs non cotés ») demeureront assujettis aux obligations applicables aux émetteurs émergents en vertu de ce règlement.

La nouvelle définition de l'émetteur émergent exclut en outre les émetteurs visés par le *BC Instrument 51-509 Issuers Quoted in the U.S. Over-the-Counter Markets*. Les ACVM, à l'exception de l'Ontario, ont publié pour consultation le projet de *Règlement 51-105 sur les émetteurs cotés sur les marchés de gré à gré américains*. Dans l'éventualité de la mise en œuvre de ce règlement, nous comptons exclure de la nouvelle définition les émetteurs auxquels il s'appliquerait.

Le projet de règlement remplacerait les obligations en matière de gouvernance, d'information et d'attestation des émetteurs émergents actuellement prévues par les règlements suivants :

- le Règlement 51-102;
- le Règlement 52-109;
- le Règlement 52-110;
- le Règlement 58-101.

Des modifications corrélatives sont donc apportées à ces règlements.

a) Gouvernance et information continue

Voici les principales propositions en matière de gouvernance et d'information continue :

- introduction de l'obligation d'établir un rapport annuel qui combine en un seul document l'information sur l'activité, la gouvernance et la rémunération de la haute direction, des états financiers annuels audités, le rapport de gestion connexe ainsi que l'attestation du chef de la direction et du chef des finances;
- simplification de l'information à fournir dans les circulaires de sollicitation de procurations, notamment par le déplacement de l'information sur la gouvernance et la rémunération de la haute direction dans le rapport annuel;
- dépôt facultatif des rapports financiers intermédiaires pour les périodes de 3 et 9 mois et du rapport de gestion connexe;
- introduction d'un rapport semestriel qui comprend un rapport financier intermédiaire semestriel, le rapport de gestion connexe et l'attestation du chef de la direction et du chef des finances;
- remplacement de la déclaration d'acquisition d'entreprise par une déclaration de changement important améliorée qui comprend les états financiers des acquisitions significatives à 100 %;
- introduction d'un critère de significativité facultatif qui permet de calculer la significativité selon la capitalisation boursière à la date d'acquisition plutôt qu'à la date de l'annonce;
- introduction d'obligations de fond en matière de gouvernance pour ce qui est des conflits d'intérêt, des transactions entre parties liées et des opérations d'initiés;
- adaptation de l'information à fournir sur la rémunération des administrateurs et des membres de la haute direction;
- obligation de transmettre les documents d'information sur demande seulement en remplacement de l'envoi postal obligatoire;
- obligation de présenter dans le prospectus du premier appel public à l'épargne des états financiers de 2 exercices seulement.

Ces propositions n'auront pas d'incidence importante sur les autres règlements relatifs à l'information continue. Les règlements suivants s'appliqueront toujours aux émetteurs émergents :

- le Règlement 51-101;
- le Règlement 43-101;
- le Règlement 52-107;
- le Règlement 52-108 sur la surveillance des auditeurs;
- le Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti (le « Règlement 54-101 »).

Les ACVM ont publié pour consultation un projet de modification du Règlement 54-101 et, corrélativement, de modification du Règlement 51-102. Elles comptent apporter au projet de règlement des modifications de correspondance avec toute modification éventuellement mise en œuvre dans le Règlement 54-101.

b) Placements au moyen d'un prospectus et certains placements sous le régime d'une dispense de prospectus

Voici les propositions principales concernant les placements au moyen d'un prospectus et sous le régime d'une dispense de prospectus :

- modification des obligations d'information qui incombent aux émetteurs émergents relativement au prospectus ordinaire en vertu du Règlement 41-101;
- modification des documents à intégrer par renvoi dans les documents suivants :
 - le prospectus simplifié, en vertu du Règlement 44-101;
 - la notice d'offre de l'émetteur admissible, en vertu du Règlement 45-106;
 - le document d'offre simplifié de la Bourse de croissance TSX visé par le Règlement 45-106.

L'information à fournir actuellement en vertu de l'Annexe 41-101A1, *Information à fournir dans le prospectus* (l'« Annexe 41-101A1 ») est modifiée par l'introduction d'une nouvelle annexe destinée aux émetteurs émergents. Selon cette nouvelle annexe, l'information à fournir dans le prospectus est conforme à celle à fournir dans le rapport annuel en vertu du projet de règlement.

Les propositions modifieraient les obligations de présentation d'états financiers dans le prospectus en n'exigeant que des états financiers annuels audités sur 2 exercices. Elles supprimeraient l'obligation de déposer des déclarations d'acquisition d'entreprise (et les états financiers connexes) dans le cadre d'un placement, bien que les états financiers seraient exigés dans les cas de prises de contrôle inversées et d'acquisitions significatives à 100 %. Qui plus est, les rapports financiers intermédiaires pour les périodes de 3 et 9 mois et les rapports de gestion connexes ne seraient pas exigés dans le cadre d'un placement au moyen d'un prospectus ou sous le régime de l'une des dispenses de prospectus susmentionnées.

Nous avons révisé le Règlement 44-101 et le Règlement 45-106 pour permettre l'intégration par renvoi, dans le prospectus simplifié, le document d'offre simplifié de la Bourse de croissance TSX ou la notice d'offre de l'émetteur admissible, des documents d'information continue prévus par le projet de règlement au lieu de ceux actuellement prévus par le Règlement 51-102.

Les propositions ne visent pas à :

- modifier les procédures de placement au moyen d'un prospectus prévues par le Règlement 41-101 ou le Règlement 44-101;
- modifier les obligations relatives aux offres publiques d'achat ou de rachat, sauf pour permettre de présenter dans la note d'information relative à une offre publique d'échange l'information que l'émetteur émergent est tenu de présenter en vertu des obligations révisées d'information continue et de prospectus dont il est question ci-dessus.

Les ACVM ont publié pour consultation un projet de règlement modifiant le Règlement 41-101 qui précise que la rubrique 32 de l'Annexe 41-101A1 n'exige pas les états financiers des entités absorbées et des acquisitions qui constituent l'activité principale pour certains émetteurs assujettis, mais que l'information prévue à la rubrique 35 devrait être fournie pour ces acquisitions. Selon le régime applicable aux émetteurs émergents, on s'attend à ce que les acquisitions importantes constituent l'activité principale de l'émetteur, mais nous avons conservé la rubrique 35 dans le projet d'annexe sur le prospectus ordinaire de l'émetteur émergent parce que certains émetteurs assujettis peuvent avoir à présenter l'information prévue à cette rubrique pour les acquisitions d'une activité principale. Nous comptons apporter des modifications correspondantes au projet d'annexe sur le prospectus ordinaire de l'émetteur émergent pour tenir compte des modifications que nous pourrions apporter au prospectus.

Nous proposons des modifications corrélatives du Règlement 43-101 pour obliger les émetteurs émergents à déposer un rapport technique avec le prospectus simplifié provisoire.

7. Résumé des principales modifications apportées par les propositions actuelles à celles figurant dans les propositions en consultation

En réponse aux commentaires reçus sur le document de consultation, nous proposons plusieurs modifications au projet de règlement par rapport à ce que prévoyaient les propositions en consultation. En voici certaines parmi les principales.

a) Dépôt facultatif, plutôt qu'obligatoire, des rapports financiers intermédiaires sur des périodes de 3 et 9 mois

Comme les propositions en consultation, le projet de règlement élimine l'obligation pour les émetteurs émergents de déposer des rapports financiers intermédiaires sur des périodes de 3 et 9 mois et le rapport de gestion connexe.

Dans le présent avis, nous tenons à préciser que, selon le projet de règlement, les émetteurs émergents ont le choix de déposer des rapports financiers intermédiaires et (ou) le rapport de gestion sur des périodes de 3 et 9 mois (les « périodes intermédiaires facultatives »). L'émetteur émergent qui décide d'en déposer doit, en vertu du Règlement 52-107, les établir conformément aux PCGR canadiens applicables aux entreprises ayant une obligation d'information du public. Nous proposons d'exiger que ces rapports soient déposés dans les 60 jours suivant la fin de la période intermédiaire facultative. Nous demanderons aussi que l'émetteur publie un communiqué indiquant son intention de déposer de tels rapports et que la page de titre du rapport annuel comporte une mention, en caractères gras, indiquant que l'émetteur émergent compte déposer des rapports financiers intermédiaires sur des périodes de 3 et 9 mois. Une fois que l'émetteur aurait décidé de déposer des rapports financiers intermédiaires pour des périodes intermédiaires facultatives, il serait tenu de le faire pendant au moins 2 exercices. Pour cesser d'en déposer, il serait tenu de publier un communiqué avant le début de l'exercice au cours duquel il n'en déposerait plus.

Le projet de règlement n'exige pas que les rapports financiers établis à l'égard d'une période intermédiaire facultative soient accompagnés d'un rapport de gestion ou d'une attestation du chef de la direction ou du chef des finances. Cependant, les rapports

financiers et tout texte ou analyse l'accompagnant seraient soumis à l'interdiction légale de présenter de l'information fautive ou trompeuse. Il ne serait pas obligatoire d'envoyer les rapports financiers intermédiaires sur des périodes intermédiaires facultatives par la poste aux actionnaires.

b) Obligation d'agir honnêtement, de bonne foi, avec soin, diligence et compétence

Nous avons écarté la proposition d'introduire dans la législation en valeurs mobilières des obligations, pour les administrateurs et dirigeants, d'agir honnêtement et de bonne foi et d'exercer le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne d'une prudence raisonnable agissant pour l'émetteur émergent dans des circonstances comparables (obligations analogues à celles qui s'appliquent en droit des sociétés) et de fournir l'attestation de gouvernance connexe.

Les émetteurs émergents seront tenus d'indiquer si leurs administrateurs et dirigeants ont des obligations légales ou contractuelles d'agir, dans l'exercice de leurs fonctions, honnêtement et de bonne foi et d'exercer le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne d'une prudence raisonnable. Si l'émetteur a des obligations similaires en vertu de sa loi constitutive, il suffira d'indiquer le nom de la loi et de citer les dispositions pertinentes. Il ne sera pas nécessaire de résumer les obligations légales générales.

c) Changements importants et événements à communiquer

Nous avons supprimé la notion d'« événement à communiquer ». Toutefois, comme l'un des éléments de l'ancienne définition de cette expression était « une opération importante avec une entité apparentée », et vu la fréquence de ces opérations sur le marché du capital de risque et leur intérêt pour les investisseurs, nous proposons de conserver l'obligation de déclarer en temps opportun toute opération importante avec une entité apparentée. Un autre élément de la définition de l'expression « événement à communiquer » concernait la décision de déposer à nouveau un document information continue. Bien que cela n'entraîne pas l'obligation de déposer une déclaration d'événement à communiquer, les émetteurs seront tenus, comme c'est le cas en vertu du Règlement 51-102, de déposer un communiqué si un document est déposé de nouveau.

d) Rapport annuel entraînant l'obligation de déposer un rapport technique

Les émetteurs du secteur minier qui déposent une notice annuelle contenant de l'information scientifique ou technique relative à un projet minier sur un terrain important pour eux doivent déposer un rapport technique, à moins qu'ils n'aient déjà déposé un rapport technique à l'appui de l'information et qu'il n'y ait pas de nouveaux renseignements scientifiques ou techniques sur le terrain visé qui ne figurent pas déjà dans le rapport technique déposé.

Les intervenants nous ont demandé si l'introduction d'un rapport annuel contenant de l'information minière obligerait les émetteurs émergents à déposer un rapport technique.

Afin de maintenir le statu quo pour les émetteurs émergents, nous proposons qu'un rapport technique soit déposé dans les circonstances suivantes :

1. l'émetteur émergent dépose un prospectus simplifié;
2. le rapport annuel de l'émetteur émergent contient de l'information qui entraînerait le dépôt d'un rapport technique en vertu du sous-paragraphe *j* du paragraphe 1 de l'article 4.2 du Règlement 43-101 (c'est-à-dire la première fois que de l'information est fournie sur des ressources minérales, des réserves minérales ou une évaluation économique préliminaire ou lorsqu'une modification est apportée à cette information, si cela constitue un changement important pour l'émetteur émergent).

Nous proposons d'apporter au Règlement 43-101 des modifications mettant en œuvre cette proposition. En vertu du sous-paragraphe *b.1* du paragraphe 1 de l'article 4.2 de ce règlement, l'émetteur qui est émetteur émergent et qui dépose un prospectus simplifié provisoire doit déposer un rapport technique. Nous avons rétabli cette obligation à l'égard des émetteurs émergents, car, en vertu du projet de règlement, ces émetteurs ne seront pas tenus de déposer de rapport technique avec leur rapport annuel.

e) Sociétés ayant des projets miniers

Nous proposons de modifier les obligations d'information à fournir dans le rapport annuel pour tenir compte des modifications apportées aux obligations relatives au rapport technique prévues par le Règlement 43-101, modifications qui sont entrées en vigueur le 30 juin 2011. Nous proposons d'apporter des modifications équivalentes à la notice annuelle prévue par le Règlement 51-102.

f) Contrats importants – résumé ou dépôt

Selon les propositions en consultation, les émetteurs émergents auraient été tenus de résumer les contrats importants dans leurs rapports annuels, mais non de les déposer. Le Règlement 51-102 oblige les émetteurs émergents à déposer les contrats importants, mais non à les résumer, sauf s'ils déposent une notice annuelle.

Nous avons décidé de revenir au statu quo, en obligeant les émetteurs émergents à déposer les contrats importants mais non à les résumer dans leur information annuelle. Ils seront tenus de fournir la liste des contrats importants dans leur rapport annuel.

g) Résumé des opérations d'initiés

Nous avons supprimé l'obligation de fournir un résumé des opérations d'initié dans le rapport annuel. Nous proposons plutôt d'obliger les émetteurs émergents à indiquer chaque personne, autre que les membres de la haute direction, qui, à leur connaissance, est ou était au cours du dernier exercice « initié assujéti » au sens du Règlement 55-104.

h) Présentation globale de la rémunération de la haute direction

Les propositions en consultation permettaient de présenter globalement la rémunération des membres de la haute direction, autres que le chef de la direction, le chef des finances et tout dirigeant ou administrateur qui touche une rémunération supérieure.

Le projet de règlement exige que la rémunération soit présentée individuellement pour chaque administrateur et membre de la haute direction visé, au sens de l'Annexe 51-102A6, *Déclaration de la rémunération de la haute direction* (c'est-à-dire qu'elle doit être indiquée pour les administrateurs, le chef de la direction, le chef des finances et les trois membres de la haute direction les mieux rémunérés, à l'exception du chef de la direction ou du chef des finances, dont le salaire total et les primes dépassent 150 000 \$). Nous avons conclu qu'il n'existe pas de motifs suffisants d'établir des types et des seuils d'information différents de ceux prévus à l'Annexe 51-102A6. Cependant, l'information sur ces personnes demeurerait l'information adaptée aux émetteurs émergents qui était envisagée dans les propositions en consultation. Nous avons précisé que l'information sur la rémunération serait à fournir sur les 2 derniers exercices de l'émetteur émergent, et exigé que l'information sur les options d'achat d'actions et la rémunération à base de titres soit présentée directement en dessous du tableau sur la rémunération.

i) Analyse de la rémunération

Nous proposons de renforcer les obligations d'analyse de la rémunération. Par exemple, nous avons ajouté l'obligation de décrire et d'expliquer les éléments significatifs de la rémunération, nous avons amélioré l'analyse requise des critères ou objectifs de performance, et nous exigeons désormais un exposé du mode d'établissement des éléments significatifs de la rémunération.

j) Information sur la gouvernance

Les représentants des investisseurs institutionnels ont exprimé des préoccupations sur le fait que certains éléments d'information sur la gouvernance ne seraient pas diffusés, et en particulier, que nous n'exigions pas d'information sur :

1. les mesures prises pour encourager une culture de conduite éthique;
2. la façon dont le conseil d'administration facilite l'exercice de son jugement indépendant;
3. la façon dont le conseil d'administration évalue les résultats.

L'une des raisons pour lesquelles nous n'avions pas retenu ces éléments d'information à l'origine était que nous pensions qu'ils feraient partie des obligations de fond en matière de gouvernance, soit d'agir honnêtement et de bonne foi et d'exercer le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne d'une prudence raisonnable. Toutefois, puisque le projet de règlement élimine ces obligations pour les administrateurs et les dirigeants, nous avons introduit quelques autres obligations en matière de gouvernance qui répondraient à ces préoccupations.

k) États financiers – obligations de dépôt pour les acquisitions importantes

Nous avons envisagé, dans les propositions en consultation, d'exiger des états financiers si un émetteur émergent réalisait une acquisition significative à 100 %. Certains intervenants ont fait remarquer que les propositions en consultation auraient obligé les émetteurs émergents à fournir des états financiers pour les acquisitions importantes en même temps que le dépôt d'une déclaration de changement important (dans les 10 jours du changement). Ce délai leur paraissait trop raccourci par rapport aux 75 jours prévus pour le dépôt des déclarations d'acquisition d'entreprise.

Le dépôt de la déclaration de changement important devra se faire dans les 10 jours de l'acquisition, mais nous n'exigerons pas le dépôt des états financiers en même temps et, en application du délai de dépôt des déclarations d'acquisition d'entreprise, nous permettrons leur dépôt dans les 75 jours suivant l'opération.

l) Critères de significativité

Nous avons conservé le critère de significativité proposé mais en avons ajouté un autre, facultatif, qui permet de calculer la significativité selon la capitalisation boursière à la date d'acquisition plutôt qu'à la date de l'annonce.

m) Déclaration de changement important confidentielle

Tout comme le permet le régime actuel d'information des émetteurs émergents, le projet de règlement autorise les émetteurs émergents à remettre des déclarations de changement important confidentielles. Toutefois, il ne leur sera pas permis de déposer des déclarations confidentielles d'opération importante avec une entité apparentée.

n) Responsabilités en matière de communication de l'information

Les propositions en consultation contenaient une « norme générale de communication de l'information » interdisant aux émetteurs émergents de faire ou d'autoriser des déclarations verbales ou écrites qui sont fausses ou trompeuses à un égard important. Selon cette norme, les membres de la haute direction et les administrateurs qui autorisent à y contrevenir, qui ont permis de le faire ou qui y ont consenti pourraient également être tenus responsables.

Les propositions en consultation prévoyaient aussi l'obligation selon laquelle l'information non déposée, comme celle contenue sur un site Web ou dans une présentation, soit semblable à celle figurant dans les documents déposés. D'aucuns ont émis des réserves sur cette disposition, notamment sa certitude et le fait qu'il pourrait être préférable de l'inclure dans la législation en valeurs mobilières plutôt que dans un règlement.

Nous avons éliminé la norme générale de communication de l'information, estimant que les lois applicables des territoires concernés traitent adéquatement du sujet.

***o)* Intégration par renvoi**

Le document de consultation autorisait les émetteurs émergents à remplir certaines obligations d'information en faisant renvoi à un document déjà déposé. Le projet de règlement oblige désormais les émetteurs émergents, à l'exception des sociétés de capital de démarrage, à fournir toute l'information obligatoire directement dans le rapport annuel. Cette solution va dans le sens de l'objectif selon lequel le rapport annuel doit être le document que les investisseurs des émetteurs émergents doivent consulter comme source d'information annuelle complète et concise.

***p)* Attestation**

Nous avons ajouté, pour les émetteurs émergents qui choisissent de fournir une attestation annuelle complète dans leur rapport annuel, l'obligation de respecter les dispositions du Règlement 52-109 qui s'appliquent aux émetteurs déposant ces attestations.

8. Modifications législatives proposées

Dans certains territoires, il est possible que des modifications législatives soient demandées, par exemple pour faire ajouter les rapports annuel et semestriel ainsi que les déclarations de changement important, d'opération importante avec une entité apparentée ou d'acquisition importante, sauf les états financiers associés à une acquisition importante, à la définition du « document essentiel » pour l'application des sanctions civiles relatives à l'information sur le marché secondaire, ou pour obtenir le pouvoir réglementaire d'établir certaines des obligations proposées en matière de gouvernance.

9. Annexe

L'Annexe A du présent avis expose les caractéristiques du marché du capital de risque.

Modifications et avis locaux

Concurremment aux projets de textes, certaines autorités en valeurs mobilières apporteront des modifications à leur législation locale en valeurs mobilières. Elles publieront tout projet de modification locale ou toute autre information exigée par leur législation en valeurs mobilières avec le présent avis ou en annexe de celui-ci.

10. Questions sur les projets de textes

Nous invitons les participants au marché à donner leur avis sur le nouveau régime de réglementation des émetteurs émergents proposé dans le présent avis. Nous les invitons également à répondre aux questions que nous leur soumettons au sujet des projets de textes. Nous les encourageons à fournir des explications circonstanciées à l'appui de leurs réponses. Nous souhaitons particulièrement recevoir les commentaires des participants au marché du capital de risque, tels que les émetteurs, les investisseurs, les conseillers juridiques et les promoteurs. Nous accueillons également toute autre proposition de réforme de la réglementation du marché du capital de risque.

Information financière semestrielle

Le passage d'une information financière trimestrielle à une information semestrielle demeure l'une des pièces maîtresses du projet. En outre, nous proposons d'introduire la possibilité de fournir de façon facultative de l'information financière trimestrielle dans un cadre déterminé et constant. La proposition d'éliminer l'obligation actuelle de fournir de l'information pour le premier et le troisième trimestres a suscité de vives réactions aussi bien de soutien que d'inquiétude. Comme il s'agit encore de l'un des éléments capitaux du projet, il nous paraît important de poursuivre nos consultations sur cette question précise.

Dans une perspective réglementaire, la création d'un régime d'information semestrielle trouve sa justification dans les points suivants :

- de nombreux régimes de réglementation financière à l'extérieur de l'Amérique du Nord appliquent un calendrier d'information financière semestrielle, notamment au Royaume-Uni, en Australie, à Hong Kong et en Afrique du Sud, bien qu'aucun d'entre eux n'exige de l'information trimestrielle dans un segment, et semestrielle dans un autre;
- les commentaires reçus au cours de la consultation révèlent que les investisseurs des sociétés émergentes accordent beaucoup d'importance à la direction, aux concepts, à l'orientation et aux plans des émetteurs et qu'ils s'intéressent aux faits marquants de leur évolution qui sont rapportés dans les documents d'information autres que les états financiers;
- les émetteurs ont l'obligation de déclarer les changements importants;
- d'autres aspects du projet visent à exiger de l'information répondant aux principaux points d'intérêt des investisseurs.

Les questions qui suivent portent sur les effets de la suppression de l'obligation de fournir des rapports financiers pour les premier et troisième trimestres sur la protection des investisseurs et la mobilisation de capitaux.

1. Soutenez-vous la proposition de remplacer l'obligation de déposer des rapports financiers intermédiaires pour des périodes de 3 et 9 mois (et le rapport de gestion connexe) par un mécanisme prescrit de dépôt facultatif?

a) Si vous la soutenez, pourquoi? Quels en seraient les avantages?

b) Si vous ne la soutenez pas, pourquoi? Quelles sont vos réserves?

2. Si nous décidons de ne pas supprimer l'obligation d'information financière trimestrielle, les autres éléments du projet de règlement sont-ils assez importants pour justifier une réforme du régime d'encadrement des émetteurs émergents?

3. Si vous ne soutenez pas la proposition de remplacer l'obligation de déposer des rapports financiers intermédiaires pour des périodes de 3 et 9 mois et le rapport de gestion connexe par un mécanisme prescrit de dépôt facultatif, estimez-vous nécessaire que les émetteurs émergents déposent des rapports financiers complets et un rapport de gestion pour les premier et troisième trimestres?

a) Dans l'affirmative, pourquoi? En particulier, quel usage faites-vous de cette information?

b) Dans la négative, qu'est-ce qui, outre les rapports financiers complets, vous procurerait l'information dont vous avez besoin? Veuillez fournir une réponse détaillée et motivée.

c) L'information dont il est question en b) différerait-elle selon le secteur d'activité ou la taille de l'émetteur ou selon qu'il génère un profit? Dans l'affirmative, veuillez expliquer pourquoi.

4. Si les émetteurs émergents n'étaient pas tenus de déposer des rapports financiers pour les premier et troisième trimestres, cela vous dissuaderait-il d'investir dans tous les émetteurs émergents? Pourquoi?

5. Si vous détenez actuellement des placements dans des émetteurs de territoires où il existe un régime d'information semestrielle, veuillez expliquer pourquoi cela vous convient, particulièrement si vous vous opposez à la suppression de l'obligation de fournir des rapports financiers pour les premier et troisième trimestres.

6. Serait-il moins fastidieux d'établir une version allégée ou différente d'information financière trimestrielle? Est-ce qu'une version allégée ou différente serait moins longue à préparer, ou est-ce que le travail et les ressources requises seraient sensiblement les mêmes que ceux requis pour la préparation de rapports financiers intermédiaires?

Autres obligations relatives aux états financiers

7. Le projet de règlement vient remplacer l'obligation de déposer une déclaration d'acquisition d'entreprises dans le cas d'une acquisition significative par l'obligation, pour l'émetteur émergent, de fournir les états financiers de l'entreprise acquise si la valeur de la contrepartie transférée représente 100 % ou plus de la capitalisation boursière de l'émetteur. Le seuil de 100 % convient-il?

a) Si vous pensez que le seuil de 100% est le bon, veuillez expliquer pourquoi.

b) Si vous êtes d'avis que le seuil de 100% n'est pas acceptable, veuillez expliquer pourquoi. Le seuil devrait-il être moins élevé? Veuillez exposer votre avis sur la pertinence d'un autre seuil et motiver votre réponse.

c) Est-il pertinent d'exiger des états financiers relativement à ces acquisitions?

8. Le projet de règlement ne prévoit pas d'obligation de fournir des états financiers pro forma dans le cas des acquisitions qui sont significatives à 100 %. Les états financiers pro forma contiennent-ils de l'information utile sur les acquisitions qui n'est pas fournie dans d'autres documents d'information des émetteurs émergents?

a) Si vous estimez qu'ils contiennent de l'information utile, de quelle information s'agit-il précisément et quelle utilisation en faites-vous?

9. Le projet d'annexe prévoyant le prospectus ordinaire de l'émetteur émergent établit en faveur du sous-groupe des « petits émetteurs » une dispense leur permettant de présenter, dans le prospectus du premier appel public à l'épargne, des états financiers annuels audités sur un exercice seulement, accompagnés d'information financière comparative non auditée, dans le prolongement de l'obligation actuellement faite aux petits émetteurs en vertu de l'Annexe 41-101A1. Faudrait-il étendre cette dispense à l'ensemble des émetteurs émergents?

a) Dans l'affirmative, veuillez expliquer pourquoi.

b) Dans la négative, veuillez expliquer pourquoi.

Obligations en matière de gouvernance et d'information sur la rémunération de la haute direction

10. Le projet de règlement prévoit que le comité d'audit soit formé d'au moins trois administrateurs qui ne sont pas en majorité membres de la haute direction ou salariés de l'émetteur émergent ou d'un membre du même groupe que celui-ci. Y a-t-il lieu d'ajouter à cette liste les personnes participant au contrôle, comme dans le paragraphe *b* de l'article 21 de la Politique 3.1 du Guide de financement des sociétés de la Bourse de croissance TSX?

- a)* Dans l'affirmative, veuillez expliquer pourquoi.
- b)* Dans la négative, veuillez expliquer pourquoi.

11. Le projet de règlement exige la présentation de la rémunération des administrateurs et des membres de la haute direction et de l'information sur la gouvernance dans le rapport annuel de l'émetteur émergent plutôt que dans sa circulaire de sollicitation de procurations. La circulaire renvoie l'investisseur qui recherche ces renseignements au rapport annuel de l'émetteur. Nous cherchons à réduire les chevauchements d'information exigée des émetteurs émergents, mais aussi à équilibrer cette préoccupation avec celle de garantir aux investisseurs une information adéquate pour prendre des décisions, en l'occurrence pour élire les administrateurs.

a) Faudrait-il obliger les émetteurs émergents à reproduire l'information sur la rémunération des administrateurs et des membres de la haute direction dans le document mis à la disposition des actionnaires en vue d'élire les administrateurs, c'est-à-dire la circulaire de sollicitation de procurations?

i) Si vous estimez que l'information sur la gouvernance et la rémunération de la haute direction devrait figurer à la fois dans le rapport annuel et dans la circulaire de sollicitation de procurations, veuillez expliquer pourquoi.

ii) Si, au contraire, il ne vous paraît pas nécessaire de fournir cette information dans les deux documents, veuillez expliquer pourquoi.

12. Dans le projet de règlement, nous avons remplacé l'obligation d'indiquer, dans la déclaration de la rémunération de la haute direction, la juste valeur des options d'achat d'actions ou des autres éléments de la rémunération à base de titres à leur date d'attribution par l'obligation de présenter d'autres détails sur les options d'achat d'actions, y compris les montants gagnés lors de leur exercice. Nous avons effectué cette modification en réponse aux commentaires reçus à propos de la pertinence et de la fiabilité, dans le cas des émetteurs émergents, de la juste valeur des options d'achat d'actions à la date d'attribution. Dans le cas de ces émetteurs, la déclaration de la juste valeur des options d'achat d'actions ou d'autres éléments de la rémunération à base de titres à leur date d'attribution et de leur juste valeur comptable est-elle utile? Dans l'affirmative, veuillez expliquer pourquoi.

Obligations d'information générales

13. Le projet de règlement permettrait aux sociétés de capital de démarrage de remplir certaines obligations d'information à fournir dans le rapport annuel en renvoyant à l'information présentée dans le prospectus relatif à leur premier appel public à l'épargne. Faudrait-il exempter les sociétés de capital de démarrage d'un plus grand nombre d'obligations d'information annuelle ou semestrielle? Dans l'affirmative, de quelles obligations?

Autres commentaires

14. Nous accueillons tout autre commentaire. Veuillez nous faire part de toute autre suggestion de mesure que nous pourrions prendre pour concevoir un régime qui soit adapté au marché du capital de risque.

11. Analyse coûts-avantages

Outre la consultation faisant l'objet du présent avis, nous réaliserons une analyse coûts-avantages. À cette fin, nous demanderons à des participants au marché, notamment des émetteurs émergents et des investisseurs, de participer à un sondage. Les intéressés peuvent s'adresser à :

Suzanne Lo
Economist
British Columbia Securities Commission
701 West Georgia Street
P.O. Box 10142, Pacific Centre
Vancouver (Colombie-Britannique) V7Y 1L2
604-899-6538 ou 1-800-373-6393
slo@bcsc.bc.ca

12. Transmission des commentaires

Les réponses aux questions formulées dans le présent avis doivent être transmises par écrit au plus tard le 27 octobre 2011. Si vous les transmettez par courriel, veuillez également les fournir dans un fichier électronique en format Word de Microsoft.

Veuillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM énumérés 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
Nova Scotia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Securities Office, Île-du-Prince-Édouard
Office of the Superintendent of Securities, Government of Newfoundland and Labrador
Ministère des Services aux collectivités, Gouvernement du Yukon
Bureau du Surintendant des valeurs mobilières, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, Gouvernement du Nunavut

Veuillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

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

Ashlyn D'Aoust
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
Suite 600, 250-5th Street SW
Calgary (Alberta) T2P 0R4
Télécopieur : 403-297-2082
Courriel : ashlyn.daoust@asc.ca

Veillez noter que les commentaires reçus seront rendus publics aux adresses www.albertasecurities.com et <http://www.bcsc.bc.ca/> ainsi que sur les sites Web de certaines autres autorités en valeurs mobilières. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

13. Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser aux personnes suivantes :

Autorité des marchés financiers

Sylvie Lalonde
Chef du Service de la réglementation
514-395-0337, poste 4461
1-877-525-0337
sylvie.lalonde@lautorite.qc.ca

Alexandra Lee
Conseillère en réglementation
Service de la réglementation
514-395-0337, poste 4465
1-877-525-0337
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Chantal Leclerc
Conseillère en réglementation
Service de la réglementation
514-395-0337, poste 4463
1-877-525-0337
chantal.leclerc@lautorite.qc.ca

Alberta Securities Commission

Tom Graham
Director, Corporate Finance
403-297-5355 1-877-355-0585
tom.graham@asc.ca

Ashlyn D'Aoust
Legal Counsel, Corporate Finance
403-355-4347 1-877-355-0585
ashlyn.daoust@asc.ca

British Columbia Securities Commission

Martin Eady
Director, Corporate Finance
604-899-6530 1-800-373-6393
meady@bcsc.bc.ca

Andrew Richardson
Deputy Director, Corporate Finance
604-899-6730 1-800-373-6393
arichardson@bcsc.bc.ca

Jody-Ann Edman
Senior Securities Analyst, Corporate Finance
604-899-6698 1-800-373-6393
jedman@bcsc.bc.ca

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
604-899-6654 1-800-373-6393
lrose@bcsc.bc.ca

*Saskatchewan Financial Services
Commission*

Ian McIntosh
Deputy Director, Corporate Finance
306-787-5867
ian.mcintosh@gov.sk.ca

*Commission des valeurs mobilières du
Manitoba*

Bob Bouchard
Director, Corporate Finance and Chief
Administrative Officer
204-945-2555 1-800-655-5244
Bob.Bouchard@gov.mb.ca

*Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario*

Lisa Enright
Manager, Corporate Finance
416-593-3686 1-877-785-1555
lenright@osc.gov.on.ca

Michael Tang
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
416-593-2330 1-877-785-1555
mtang@osc.gov.on.ca

Marie-France Bourret
Accountant, Corporate Finance
416-593-8083 1-877-785-1555
mbourret@osc.gov.on.ca

*Commission des valeurs mobilières du
Nouveau-Brunswick*

Susan Powell
Directrice des affaires réglementaires par
intérim
506-643-7697 1-866-933-2222
susan.powell@nbsc-cvmnb.ca

Nova Scotia Securities Commission

Abel Lazarus
Securities Analyst
902-424-6859
lazaruah@gov.ns.ca

Annexe A

Caractéristiques du marché du capital de risque²

- **Caractéristiques communes aux investisseurs du marché du capital de risque**
 - Ils sont proportionnellement plus susceptibles d'être de petits investisseurs individuels détenant peu de titres.
 - La participation institutionnelle reste limitée (mais elle progresse).
 - Les investisseurs institutionnels étant moins nombreux, l'influence exercée par l'actionariat sur la direction peut ne pas être la même que dans le marché des grandes capitalisations.
 - Les fondateurs et les dirigeants sont souvent les actionnaires les plus importants ayant le contrôle de l'émetteur émergent.
 - Ils sont plus susceptibles d'avoir acquis de l'expérience dans le secteur d'activité de l'émetteur émergent ou au sein de sa direction.
 - Les analyses et les rapports de recherche étant rares (quoiqu'en hausse), il revient davantage aux investisseurs et aux courtiers eux-mêmes de faire leurs recherches et de suivre l'actualité.
- **Intérêts et attentes des investisseurs des émetteurs émergents**
 - Ils sont plus susceptibles de rechercher une stratégie de croissance rapide.
 - Ils sont moins susceptibles de rechercher des dividendes ou une appréciation constante du capital à long terme.
 - Ils sont conscients que les petits émetteurs en croissance enregistrent un taux d'échec élevé, mais il est entendu pour eux que plus le risque est grand, plus le rendement peut l'être aussi.
 - Ils sont plus susceptibles d'être influencés par les communiqués importants que par les états financiers historiques.
 - Ils s'intéressent aux jalons à atteindre et à la performance par rapport à ces jalons.
 - Ils accordent davantage d'importance aux capitaux investis, autrement dit, à la part de risque prise, par les administrateurs et les dirigeants dans l'émetteur émergent.
 - Ils portent un intérêt particulier au rapport entre la rémunération des cadres et les capitaux affectés à la croissance de l'entreprise.
 - Ils se soucient particulièrement des dépenses discrétionnaires et du taux d'érosion du capital de l'émetteur.
 - Ils portent un intérêt particulier aux détails des transactions entre parties liées.
 - Ils s'intéressent aux opérations effectuées par les administrateurs et les dirigeants sur les titres de l'émetteur émergent.

² Ces observations sont tirées de l'information empirique recueillie à l'occasion de la consultation tenue auprès des émetteurs émergents et des autres participants au marché.

○ **Caractéristiques communes aux émetteurs émergents**

○ Ils tendent à avoir un personnel restreint et des activités proportionnellement plus modestes.

▪ La séparation des fonctions est limitée, même entre celles d'administrateur et de dirigeant.

○ Ils sont plus enclins à investir selon la direction en place, les idées que celle-ci met en avant et les perspectives d'avenir.

○ Ils ont moins de ressources financières.

○ Ils comptent des sociétés d'exploration et de recherche et développement technologiques.

○ Ils ne généreront peut-être aucun profit significatif dans un avenir prévisible.

▪ Ils peuvent avoir à compter longtemps sur le financement pour subvenir à leur croissance et à leurs activités d'exploitation.

▪ Les fenêtres de financement sont plus courtes et plus modestes et elles suscitent moins la concurrence.

▪ La taille réduite des opérations de financement, le nombre proportionnellement plus restreint de grands actionnaires et l'intérêt moindre des analystes tendent à diminuer la liquidité des titres.

▪ La rareté des ressources financières peut :

• compliquer l'embauche de personnes affectées aux questions de conformité à la réglementation des valeurs mobilières;

• rendre le coût des services de conseillers professionnels et techniques proportionnellement plus élevé;

• favoriser le recours à la rémunération à base de titres;

• favoriser le recours aux actions comme monnaie d'échange dans les acquisitions.

○ La rareté des ressources financières combinée au risque d'échec statistiquement plus élevé peuvent avoir comme effet qu'il soit d'autant plus difficile d'attirer et de rémunérer des cadres et des administrateurs indépendants d'expérience.