

AVIS DE CONSULTATION

Instruction générale 46-201

Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne et Annexe 46-201A Convention d'entiercement

La Commission, de concert avec les autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), met en œuvre aujourd'hui, à titre provisoire, l'Instruction générale 46-201, *Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne* et l'Annexe 46-201A, *Convention d'entiercement* à utiliser aux fins d'application de l'instruction générale.

Nous demandons aux intéressés de nous faire part de leurs observations sur l'instruction générale et sur l'annexe pour déterminer si d'autres modifications s'imposent.

Contexte

En mai 1998, les ACVM ont publié aux fins de consultation un Projet de régime canadien concernant les exigences en matière de blocage lors d'un premier appel public à l'épargne fait au moyen d'un prospectus (Bulletin de la Commission du 8 mai 1998, vol. XXIX, n° 17), après quoi tout émetteur effectuant un premier appel public à l'épargne pouvait opter soit pour le projet de régime, soit pour les instructions en matière d'entiercement en vigueur dans son territoire.

Le 17 mars 2000, les ACVM ont publié l'Avis 46-301, *Projet de modalités uniformes d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne*, qui présentait un projet révisé de régime d'entiercement, d'utilisation facultative pour les émetteurs. La Commission a publié en même temps une convention d'entiercement type conforme à ce projet.

Après la publication des projets, en 1998 et en 2000, nous avons reçu des demandes d'approbation de modifications à des conventions d'entiercement existantes, afin de permettre la libération de titres entiercés selon les modalités de ces projets. Le 15 juin 2001, nous avons publié l'Avis 46-302, *Consentement à la modification des conventions d'entiercement existantes*, qui permettait, à certaines conditions, d'apporter aux conventions d'entiercement existantes des modifications conformes au projet publié en 2000.

L'instruction générale et l'annexe remplacent l'Avis des ACVM 46-301, la convention d'entiercement qui l'accompagnait et l'Avis des ACVM 46-302.

Instructions locales en matière d'entiercement

Après la publication de l'Avis des ACVM 46-301, les Bourses canadiennes ont commencé à exiger des émetteurs qu'ils signent des conventions d'entiercement fondées sur le projet publié en 2000 comme condition d'inscription à la cote.

Toutefois, comme certains territoires du Canada ont conservé leurs propres instructions en matière d'entiercement, les agents responsables de ces territoires peuvent autoriser les émetteurs effectuant un premier appel public à l'épargne à se conformer soit à l'instruction générale, soit aux instructions locales en matière d'entiercement, jusqu'à ce que nous adoptions l'instruction générale définitivement. Prière de se reporter aux avis locaux de publication de l'instruction générale pour déterminer si ces instructions sont toujours en vigueur. Au Québec, les Instructions générales n° Q-4 et Q-8 demeureront en vigueur jusqu'à l'adoption de l'Instruction générale 46-201 dans sa version définitive, mais la Commission offre ce choix aux émetteurs.

Si un émetteur souhaite suivre les instructions locales en matière d'entiercement et se propose d'offrir des titres dans plusieurs territoires, les membres des ACVM appliqueront les principes de la concertation.

Instruction générale

Depuis la publication de l'Avis des ACVM 46-301, nous avons étudié le projet publié en 2000 de concert avec les participants du marché, et nous sommes arrivés à la conclusion qu'il est conforme aux objectifs réglementaires des ACVM.

Par conséquent, l'instruction générale reprend pour l'essentiel les dispositions du projet publié en 2000, auquel nous avons cependant apporté un certain nombre de modifications mineures pour clarifier et simplifier ses modalités d'application et offrir davantage de souplesse aux principaux intéressés des sociétés concernées.

Les parties à une convention d'entiercement existante peuvent la modifier en concluant une convention conforme à l'Annexe 46-201A.

Résumé des observations

Un résumé des observations reçues à propos du projet de 1998, les réponses des ACVM et une analyse des modifications apportées à l'instruction générale sont joints en annexe B aux présentes. La liste des observateurs figure à l'annexe A.

Consultation

Vous êtes invités à formuler des observations écrites sur l'Instruction générale 46-201 et sur l'Annexe 46-201A avant le 23 novembre 2001.

Prière d'envoyer vos observations en double exemplaire de la façon suivante :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Bureau de l'Administrateur, Nouveau-Brunswick
Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Department of Government Services and Lands, Terre-Neuve et Labrador
Registrar of Securities, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
Registrar of Securities, Gouvernement du Yukon
Registrar of Securities, Nunavut

a/s Brenda Benham
Director, Policy and Legislation
British Columbia Securities Commission
PO Box 10142, Pacific Centre
701 West Georgia Street
Vancouver, BC V7Y 1L2
Télécopieur : (604) 899-6506
Courriel : bbenham@bcsc.bc.ca

Veillez également envoyer vos observations à la Commission des valeurs mobilières du Québec, à l'adresse suivante :

Denise Brosseau, Secrétaire
Commission des valeurs mobilières du Québec
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22^e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Si vous n'envoyez pas vos observations par courriel, veuillez les soumettre sur disquette (en format DOS ou Windows, de préférence Word).

Étant donné que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication des observations reçues pendant la période de consultation, il n'est pas possible d'en préserver la confidentialité.

Questions

Pour toute question, les personnes-ressources sont les suivantes :

Wayne Redwick
Director, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
Téléphone : (604) 899-6699
Télécopieur : (604) 899-6506
Courriel : wredwick@bcsc.bc.ca

Adrienne Marskell
Senior Legal Counsel, Policy and Legislation
British Columbia Securities Commission
Téléphone : (604) 899-6645
Télécopieur : (604) 899-6506
Courriel : amarskell@bcsc.bc.ca

Wendy Woloshyn
Legal Counsel, Policy and Legislation
British Columbia Securities Commission
Téléphone : (604) 899-6642
Télécopieur : (604) 899-6506
Courriel : wwoloshyn@bcsc.bc.ca

Agnes Lau
Deputy Director, Capital Markets
Alberta Securities Commission
Téléphone : (780) 422-2191
Télécopieur : (780) 422-0777
Courriel : Agnes.Lau@seccom.ab.ca

Denise Hendrickson
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
Téléphone : (403) 297-2648
Télécopieur : (403) 297-6156
Courriel : Denise.Hendrickson@seccom.ab.ca

Stephen Murison
Legal Counsel
Alberta Securities Commission
Téléphone : (403) 297-4233
Télécopieur : (403) 297-6156
Courriel : Stephen.Murison@seccom.ab.ca

Ian McIntosh
Deputy Director, Corporate Finance
Saskatchewan Securities Commission
Téléphone : (306) 787-5867
Télécopieur : (306) 787-5899
Courriel : imcintosh@ssc.gov.sk.ca

Bob Bouchard
Director, Capital Markets
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Téléphone : (204) 945-2555
Télécopieur : (204) 945-0330
Courriel : bbouchard@gov.mb.ca

Rick Whiler
Senior Accountant, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : (416) 593-8127
Télécopieur : (416) 593-8244
Courriel : rwhiler@osc.gov.on.ca

Pierre Martin
Avocat
Commission des valeurs mobilières du Québec
Téléphone : (514) 940-2199, poste 4557
Télécopieur : (514) 864-6381
Courriel : pierre.martin@cvmq.com

Le 21 septembre 2001

ANNEXE A

LISTE DES PERSONNES AYANT PRÉSENTÉ DES OBSERVATIONS

Observations générales

Swinton & Company, avocats
Vancouver Stock Exchange
Scott & Ayles, avocats
Canadian Dealing Network Inc. (CDN)
Catalyst Corporate Finance Lawyers
Ogilvy Renault, avocats
Union Securities Ltd.
Osler, Hoskin & Harcourt, avocats
Montpellier & McKeen, avocats
Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs
Davies, Ward & Beck, avocats
Armstrong Perkins Hudson, avocats
Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM)

Agents des transferts

Security Transfer Association of
Canada (trois lettres d'observations)
Equity Transfer Services Inc.
Pacific Corporate Trust Company
Société de fiducie Banque de Montréal
Société de fiducie TD

Sociétés de capital de risque

Association canadienne du capital de risque (ACCR) (deux lettres d'observations)
Davis & Company (pour le compte de Ventures West Management Inc., de la Société de financement de la Banque Royale, de la Banque de développement du Canada et du Working Opportunity Fund)
Réseau Capital (deux lettres d'observations)
Société Innovatech Québec et Chaudière-Appalaches
GrowthWorks Capital Ltd.
Corporation d'investissement en capital de la Banque de Montréal
Mercator Investments Limited
Elnos Corporation
Société de financement de la Banque Royale
BCE Capital
Clairvest Group Inc.
Investissements Novacap Inc.
Saskatchewan Government Growth Fund
Les placements Telsoft Inc.
Hydro-Québec CapiTech
Whitecastle Investments Limited

ANNEXE B

RÉSUMÉ DES OBSERVATIONS REÇUES ET RÉPONSES DES ACVM À PROPOS DU PROJET DE MODALITÉS UNIFORMES D'ENTIERCEMENT APPLICABLES AUX PREMIERS APPELS PUBLICS À L'ÉPARGNE

Les ACVM ont reçu à propos du *Projet de modalités uniformes d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne* (le « projet initial ») les observations de 33 personnes dont la liste figure à l'annexe A.

Les ACVM ont étudié les observations dans le cadre de la révision du projet initial et de la rédaction de l'instruction générale. Nous remercions les observateurs de leur participation.

On trouvera ci-après un résumé des observations reçues à propos du projet initial, ainsi que les réponses des ACVM, organisées par sujet. Le résumé comporte trois parties :

- A. Observations générales (observations sur tous les aspects du projet initial, exception faite des dispositions relatives aux « investisseurs passifs » et de celles visant directement les agents d'entiercement);
- B. Observations sur les dispositions relatives aux investisseurs passifs (y compris les observations émanant de sociétés de capital de risque);
- C. Observations présentées par des agents d'entiercement.

A. Observations générales

1. Concurrence des marchés des capitaux américains

La principale préoccupation exprimée par les observateurs était que le projet de modalités uniformes d'entiercement laisse les Bourses canadiennes dans une position nettement défavorable par rapport aux Bourses et aux systèmes de négociation électroniques des États-Unis. De nombreux observateurs ont soulevé cette question dans leur analyse de points spécifiques du projet initial, notamment à l'appui de la proposition visant à abolir les modalités uniformes d'entiercement ou à les remplacer par des modalités qui ne seraient pas plus restrictives que les restrictions américaines en matière de revente. (Voir *Abolition ou remplacement des modalités uniformes d'entiercement*, ci-dessous.)

Les ACVM prennent cette question très au sérieux. Nous avons consulté des avocats américains spécialisés en valeurs mobilières, les autorités en valeurs mobilières de certains États américains, la North American Securities Administrators Association (NASAA) et la Pacific Exchange pour nous faire une idée plus précise des restrictions en matière de revente et de blocage (entiercement) imposées aux porteurs de titres des émetteurs qui font un premier appel public à l'épargne aux États-Unis.

Comparaison de l'instruction générale et du régime américain

Taille du placement

Les participants du marché et les autorités de réglementation des États-Unis nous ont informés que les coûts liés à l'application de la réglementation et à la mise en œuvre de l'obligation de diligence raisonnable dans le cadre de premiers appels publics à l'épargne aux États-Unis sont très élevés. Par conséquent, les premiers appels publics à l'épargne portant sur moins de 20 millions de dollars américains sont rares, très peu de placeurs américains étant disposés à réunir des capitaux en dessous de ce seuil. La plupart des émetteurs qui demande l'inscription à la cote de la Canadian Venture

Exchange Inc. (CDNX), et nombre de ceux qui demandent l'inscription à la cote de la Bourse de Toronto Inc., réunissent moins de capitaux que cela. Par conséquent, d'un point de vue réaliste, ils ne peuvent pas effectuer un premier appel public à l'épargne aux États-Unis. Les sociétés américaines à petite et à très petite capitalisation se financent souvent au moyen de placements privés et d'appels publics à l'épargne restreints, et elles attendent d'avoir atteint une étape ultérieure de leur cycle de développement pour mener un premier appel public à l'épargne. Un « appel public à l'épargne restreint » s'entend d'un appel public à l'épargne effectué en vertu de la législation en valeurs mobilières d'un État américain. Il est essentiellement équivalent à un placement privé effectué en vertu de la législation fédérale américaine en valeurs mobilières.

Émetteurs à grande capitalisation

Il est difficile de comparer les conditions d'inscription à la cote, mais nous avons pu déterminer que le seuil de la Bourse de Toronto est plus bas que celui du Nasdaq National Market ou de la Bourse de New York, et qu'il est sensiblement égal à ceux de l'American Stock Exchange (AMEX) et du Nasdaq Smallcap Market. Même les seuils d'inscription les plus hauts de la Bourse de Toronto, soit ceux qui s'appliquent à la catégorie des émetteurs « dispensés », sont, à une exception près, plus bas que ceux du Nasdaq National Market ou de la Bourse de New York, tout en étant légèrement supérieurs à ceux de l'AMEX.

Étant donné que la dispense d'entiercement prévue par l'instruction générale est liée au statut d'émetteur dispensé de la Bourse de Toronto, la plupart des émetteurs qui seraient dispensés d'entiercement aux États-Unis parce qu'ils sont admissibles à la cote de la Bourse de New York ou du Nasdaq National Market en seraient aussi dispensés au Canada en vertu de l'instruction générale. De fait, certains émetteurs canadiens qui pourraient être tenus de conclure des arrangements de blocage ou d'entiercement s'ils faisaient leur premier appel public à l'épargne aux États-Unis pourraient être dispensés d'entiercement aux termes de l'instruction générale.

L'exception mentionnée ci-dessus est qu'un émetteur peut s'inscrire à la cote du Nasdaq National Market s'il a une capitalisation boursière d'au moins 75 millions de dollars américains après son premier appel public à l'épargne, ce qui ne lui permettrait pas nécessairement de s'inscrire à la Bourse de Toronto comme émetteur dispensé. Toutefois, étant donné le taux de change actuel, les émetteurs ayant une telle capitalisation boursière seraient également dispensés d'entiercement en vertu de l'instruction générale, parce que nous avons modifié la catégorie de « émetteur dispensé » qui y est prévue, de façon à englober les émetteurs dont la capitalisation boursière est d'au moins 100 millions de dollars après leur premier appel public à l'épargne.

Émetteurs à petite capitalisation

Il semblerait que les émetteurs canadiens fassent leur premier appel public à l'épargne à un stade de leur cycle de développement plus précoce que les émetteurs américains. Les observations que nous avons reçues laissent entendre que le type d'émetteurs inscrits à la cote de la CDNX et certains émetteurs à petite capitalisation inscrits à la Bourse de Toronto ne seraient en mesure de faire aucun premier appel public à l'épargne aux États-Unis en raison de la lourdeur des coûts. Sur les marchés américains, les émetteurs de ce type ne pourraient se financer que par placement privé jusqu'à ce qu'ils aient atteint une taille suffisante pour s'inscrire à la cote d'une Bourse de valeurs nationale. S'ils effectuaient aux États-Unis un appel public à l'épargne restreint, la majorité des commissions de valeurs mobilières des différents États leur imposeraient une obligation d'entiercement, soit en vertu des instructions de la NASAA, soit en vertu de leur propre législation. Aux termes de ces instructions, la catégorie de personnes assujetties à l'entiercement est plus étendue et les modalités de libération sont généralement plus lourdes que celles de l'instruction générale. Les émetteurs qui font un placement de titres enregistrés auprès de la Securities and Exchange Commission et se prévalent du régime de la Coordinated Review au palier des États sont assujettis à une obligation d'entiercement aux termes de l'instruction de la NASAA relative aux actions émises en faveur des principaux intéressés.

Autres

Outre les obligations d'entiercement imposées par les autorités en valeurs mobilières, les placeurs et les teneurs de marché américains imposent généralement des arrangements en la matière. Des périodes de conservation sont également imposées en vertu des lois fédérales sur les valeurs mobilières (*Rule 144* prise en vertu de la Loi de 1933).

Conclusions

Nombre d'émetteurs canadiens choisissent de s'inscrire à la cote d'une Bourse américaine. Certains négocient leurs titres de gré à gré aux États-Unis sans avoir jamais fait de premier appel public à l'épargne dans ce pays ni au Canada. Nous reconnaissons que cette émigration des activités du marché secondaire vers les États-Unis peut avoir une incidence importante sur les marchés des capitaux du Canada, mais nos recherches et nos analyses indiquent que l'instruction générale ne devrait pas être un facteur déterminant dans le choix des émetteurs de voir leurs titres négociés dans l'un ou l'autre pays.

Modifications apportées au projet initial en réponse aux préoccupations en matière de concurrence

Nous avons apporté des modifications importantes au projet initial pour faire en sorte que les émetteurs qui choisissent d'inscrire leurs titres à la cote d'une Bourse canadienne ne soient pas astreints à des restrictions plus importantes que ce qui est nécessaire pour réaliser l'objectif de l'entiercement. Nous avons limité la portée de l'instruction générale, laquelle ne s'applique plus qu'aux émetteurs qui ne tombent pas dans la catégorie des émetteurs dispensés de la Bourse de Toronto ou dont la capitalisation boursière est inférieure à 100 millions de dollars après leur premier appel public à l'épargne, nous avons réduit de moitié les périodes d'entiercement et nous avons offert des conditions plus souples aux principaux intéressés pour qu'ils puissent négocier leurs titres lors du premier appel public à l'épargne.

Les modifications suivantes ont été apportées au projet initial en réponse aux préoccupations en matière de concurrence exprimées par certains observateurs :

- La catégorie des émetteurs dispensés a été élargie.
- La période d'entiercement a été ramenée :
 - ◊ pour les émetteurs établis, de 3 ans à 18 mois, avec 4 libérations en tranches égales à intervalles de 6 mois à compter de la date d'inscription;
 - ◊ pour les nouveaux émetteurs, de 6 à 3 ans, avec 7 libérations, 10 % à la date d'inscription puis 15 % tous les 6 mois à compter de cette date.
- L'extension du terme « principal intéressé » a été réduite :
 - ◊ la participation qui, en soi, assujettit le porteur de titres à l'obligation d'entiercement a été portée de 10 % à plus de 20 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur;
 - ◊ le porteur de titres qui détient plus de 10 %, mais au plus 20 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur sera assujetti à l'obligation d'entiercement s'il choisit ou a le droit de choisir un ou plusieurs administrateurs ou dirigeants de l'émetteur ou d'une filiale en exploitation importante de celui-ci;
 - ◊ la participation sera calculée après le premier appel public à l'épargne de l'émetteur, et non avant.
- Une dérogation *de minimis* a été ajoutée :
 - ◊ aucun principal intéressé n'est assujetti à l'obligation d'entiercement s'il détient moins de 1 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur après le premier appel public à l'épargne de celui-ci.

- Les principaux intéressés ont maintenant la possibilité de vendre leurs titres lors du premier appel public à l'épargne de l'émetteur, sans obligation d'entiercement, dans le cadre d'un reclassement annoncé dans le prospectus de l'émetteur.
 - ◊ Dans le cas d'un reclassement par prise ferme, tout principal intéressé peut vendre ses titres entiers.
 - ◊ Dans le cas d'un reclassement sous forme de placement pour compte, seuls les principaux intéressés qui ne sont pas promoteurs, administrateurs ou dirigeants de l'émetteur ou d'une de ses filiales en exploitation importantes peuvent vendre leurs titres entiers, à condition que le nombre minimum stipulé des titres offerts par l'émetteur dans le cadre de son premier appel public à l'épargne soit vendu avant le reclassement.

2. Abolition ou remplacement des modalités uniformes d'entiercement

Un observateur a proposé d'abolir purement et simplement les modalités d'entiercement, car, selon lui, elles ne sont pas nécessaires à la réalisation de l'objectif déclaré de l'entiercement (lier les membres de la direction et les autres principaux intéressés à l'émetteur), les règles actuelles et les forces du marché permettant déjà de l'accomplir.

Les ACVM sont convaincues que l'entiercement remplit encore une fonction importante sur le marché canadien. Elles ne souscrivent pas à l'idée selon laquelle les règles actuelles et les forces du marché suffiront, à elles seules et en l'absence d'entiercement, à inciter les membres de la direction et les autres principaux intéressés à se consacrer pleinement à l'exécution du plan d'affaires formulé par l'émetteur dans le cadre de son premier appel public à l'épargne.

Quelques observateurs ont proposé de remplacer les modalités uniformes d'entiercement par des restrictions en matière de revente sensiblement analogues à celles de la *Rule 144* américaine, ou par d'autres règles qui ne seraient pas plus rigoureuses que les modalités d'entiercement en vigueur aux États-Unis. Pour les raisons exposées ci-dessus, nos recherches et nos analyses indiquent que l'instruction générale ne devrait pas être un facteur déterminant dans le choix des émetteurs de voir leurs titres négociés dans l'un ou l'autre pays.

Un autre observateur a proposé une solution de rechange : les principaux intéressés seraient empêchés de vendre leurs titres sur le marché ouvert pendant 18 mois, après quoi ils seraient tenus de donner un préavis de sept jours avant d'y effectuer une vente. Nous estimons que les modalités prévues par l'instruction générale sont préférables parce que les actions sont libérées par tranches à intervalles de six mois à compter de l'inscription à la cote, et que la durée de l'entiercement est fonction de la classification de l'émetteur. Cette méthode procure une plus grande prévisibilité aux participants du marché tout en offrant aux principaux intéressés la possibilité de commencer à vendre leurs titres rapidement, puis par tranches, en nombre croissant.

Un observateur a souligné qu'il fallait que les exigences d'entiercement canadiennes soient claires et flexibles pour que les émetteurs canadiens ne choisissent pas de faire appel public à l'épargne aux États-Unis afin de contourner des modalités onéreuses et complexes.

Lors de la révision du projet initial, les ACVM se sont notamment fixé pour objectif de faire en sorte que le texte soit facile à comprendre et à mettre en œuvre afin que l'on puisse s'y conformer aisément et l'appliquer de façon optimale. Nous avons apporté plusieurs modifications au projet initial, notamment :

- en adoptant les classifications des Bourses pour l'application de l'instruction générale;
- en révisant la définition de « principal intéressé » pour englober les personnes et les sociétés qui sont des « principaux intéressés » en raison de leur participation, en faisant en sorte que le critère à utiliser pour déterminer leur statut repose sur des facteurs objectifs et faciles à déterminer, et en

supprimant la définition d'« investisseur passif », ainsi que la nécessité de déterminer si un porteur de titre donné répond à cette définition;

- en fondant les obligations d'entiercement liées à une offre publique d'achat ou à un autre type de regroupement d'entreprises sur des facteurs objectifs et faciles à déterminer;
- en rédigeant l'instruction générale en langage clair, et en répondant clairement et logiquement aux questions les plus susceptibles de se poser.

3. Objectif des modalités d'entiercement

Si les observateurs ont, dans l'ensemble, souscrit à l'objectif déclaré de l'entiercement, d'aucuns ont fait remarquer que le projet initial omettait de mentionner certaines raisons fondamentales de l'entiercement, qui vise notamment à empêcher l'émission d'actions à bas prix, pour ne pas que les principaux intéressés vendent des titres qu'ils ont acquis à un prix sensiblement inférieur au prix d'offre initial peu après le premier appel public à l'épargne de l'émetteur, car cette pratique fait baisser le cours des titres. L'entiercement se justifie aussi par l'opportunité de garantir aux créateurs de l'entreprise émettrice un certain degré de contrôle lorsque celle-ci en est encore au stade embryonnaire.

Les ACVM ont examiné et confirmé l'objectif déclaré de l'entiercement, qui est d'encourager les principaux intéressés de l'émetteur à maintenir leur engagement à l'égard de celui-ci et à se consacrer pleinement à ses activités pendant une période suffisante après son premier appel public à l'épargne, de façon à lui permettre d'exécuter le plan d'affaires exposé dans le prospectus. Selon nous, le rôle du placeur de l'émetteur consiste notamment à régler les questions d'évaluation qui se posent lors de la fixation du prix d'offre initial.

4. Méconnaissance de la plus-value

Plusieurs observateurs se sont déclarés préoccupés par le fait que le projet initial ne tient aucun compte de la plus-value apportée à l'émetteur par les principaux intéressés. Ils ont laissé entendre que ceux-ci seraient dissuadés d'apporter de la plus-value à leurs titres car le projet initial ne faisait aucune distinction entre les titres émis à un certain prix et les titres émis moyennant une contrepartie symbolique ou minime. Un observateur a émis l'opinion selon laquelle les principaux intéressés sont plus motivés s'ils ont apporté une certaine plus-value. Un autre a fait valoir que les investisseurs qui ont apporté les capitaux de lancement seraient peu enclins à devenir principaux intéressés car ils ne voudraient pas que leurs actions soient entières. Certains observateurs ont soulevé la question de la concurrence américaine en déclarant que les principaux intéressés qui ont payé leurs titres à leur juste valeur préféreront s'inscrire là où leur contribution est reconnue.

Plusieurs observateurs ont proposé des solutions de rechange, notamment des formules tenant compte du prix payé, voire de la dilution de l'actif de l'émetteur. La plupart de ces observateurs, à l'exception d'un seul, étaient d'accord pour que l'on supprime les évaluations de terrains miniers à l'appui de l'émission d'actions négociables en faveur des créateurs de l'entreprise émettrice.

Les ACVM considèrent qu'il vaut mieux laisser aux placeurs le soin de régler les questions de plus-value lorsqu'ils fixent le prix d'offre initial, plutôt que de prescrire des modalités d'entiercement uniformes à cet égard. Les ACVM souscrivent à l'avis de certains observateurs, selon lesquels il ne faut pas dissuader les principaux intéressés d'apporter de la plus-value à l'émetteur, mais elles n'estiment pas que l'instruction générale entraînera ce résultat. En revanche, elles rejettent l'idée selon laquelle la décision des investisseurs qui ont apporté les capitaux de lancement de participer à la gestion de l'émetteur, ainsi que les modalités de leur participation, dépendra de la question de savoir s'ils seront assujettis à des obligations d'entiercement, étant donné, notamment, le raccourcissement des périodes d'entiercement et la possibilité offerte aux principaux intéressés de prendre part à un reclassement autorisé au moment du premier appel public à l'épargne de l'émetteur.

5. Libération échelonnée dans le temps et libération en fonction du rendement

Un observateur a proposé de conserver un élément de rendement dans la formule de libération des titres entiercés car cela aurait pour effet de rapprocher les intérêts des actionnaires publics de ceux des principaux intéressés de l'émetteur. Selon lui, avec une formule de libération reposant uniquement sur l'échelonnement dans le temps, les principaux intéressés sont incités à pousser l'émetteur à faire appel public à l'épargne de façon prématurée, parce que plus cela est fait rapidement, plus tôt leurs actions entiercées sont libérées.

Les ACVM n'estiment pas que l'absence d'élément de rendement dans la formule de libération poussera les émetteurs à faire appel public à l'épargne prématurément. Le moment du premier appel public à l'épargne d'un émetteur déterminé dépend de nombreux facteurs, notamment de ses besoins en capitaux et des coûts comparés, pour lui, des capitaux disponibles. Ajoutons que, plus le développement de l'émetteur est avancé, plus la période d'entiercement est courte, et que l'entiercement n'est pas exigé pour les titres d'émetteurs suffisamment développés pour tomber dans la catégorie des émetteurs dispensés, d'après les critères de la Bourse de Toronto ou parce que leur capitalisation boursière est substantielle.

Nous estimons qu'il existe d'autres mécanismes pour rapprocher les intérêts des principaux intéressés et ceux des actionnaires, notamment les obligations fiduciaires et réglementaires des principaux intéressés, les perspectives de croissance d'un portefeuille de titres de l'émetteur, les options d'achat d'actions et les arrangements d'emploi conventionnels.

Nous sommes d'accord avec l'opinion exprimée par cet observateur selon laquelle, dans la plupart des cas, les titres des principaux intéressés devraient être libérés si ces derniers ont attiré une offre publique d'achat de l'émetteur, mais pas pour la raison invoquée. (Voir *Libération des titres entiercés en cas d'offre publique d'achat*, ci-dessous.)

6. Personnes assujetties aux obligations d'entiercement (définition de « principal intéressé »)

Quelques observateurs ont fait valoir que la définition de « principal intéressé » était trop large et qu'il fallait la restreindre aux personnes essentielles à la réussite de l'émetteur. L'un d'eux a indiqué que, pour l'application de la définition, il vaudrait mieux calculer la participation après plutôt qu'avant le premier appel public à l'épargne de l'émetteur. Certains observateurs ont proposé de dispenser des obligations d'entiercement les administrateurs et les dirigeants ne détenant qu'une participation symbolique.

Les ACVM souscrivent à ces observations de manière générale et ont restreint la portée de la définition de « principal intéressé ». Nous estimons que l'imposition d'obligations d'entiercement aux porteurs de titres doit dépendre de la question de savoir si ces personnes exercent le contrôle effectif sur l'émetteur ou une influence significative sur sa direction. Les personnes dans cette situation devraient être assujetties à des obligations d'entiercement.

Par conséquent, nous avons apporté les modifications suivantes à la définition de « principal intéressé » qui figurait dans le projet initial :

- La participation qui, en soi, assujettit le porteur de titres à l'obligation d'entiercement a été portée de 10 % à plus de 20 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur, le pourcentage étant calculé après plutôt qu'avant le premier appel public à l'épargne de l'émetteur.
- Le porteur de titres qui détient plus de 10 %, mais au plus 20 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur sera assujetti à l'obligation d'entiercement s'il choisit ou a le droit de choisir un ou plusieurs administrateurs ou dirigeants de l'émetteur ou d'une filiale en exploitation importante de celui-ci, le pourcentage étant calculé après plutôt qu'avant le premier appel public à l'épargne de l'émetteur.

Nous convenons également qu'une dérogation *de minimis* est appropriée. Par conséquent, nous avons ajouté à l'instruction générale une disposition dispensant de l'obligation d'entiercement les principaux intéressés qui détiennent moins de 1 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur. Leur participation est calculée après le premier appel public à l'épargne de l'émetteur.

Un observateur a proposé d'exclure les « personnes liées » de la définition de « principal intéressé ». Nous convenons que l'inclusion de toutes les personnes qui ont un lien avec un principal intéressé est trop large; par conséquent, nous avons limité la portée de la définition au conjoint du principal intéressé et à leurs parents qui résident à la même adresse.

Un observateur a fait valoir qu'aucune personne ayant agi comme promoteur longtemps avant le premier appel public à l'épargne de l'émetteur ne devrait être assujettie aux obligations d'entiercement. Les ACVM en conviennent et ont limité la définition de « principal intéressé » aux personnes qui ont agi comme promoteur de l'émetteur au cours des deux années précédant le premier appel public à l'épargne de celui-ci.

7. Périodes d'entiercement

Plusieurs observateurs ont déclaré que la durée de la période d'entiercement prévue par le projet initial était inutilement longue. Certains d'entre eux ont fait cette observation à l'appui de leurs arguments relatifs à la question de la concurrence. Un observateur a fait remarquer que la période proposée était beaucoup plus longue que le délai dont l'émetteur a généralement besoin pour exécuter le plan d'affaires exposé dans le cadre de son premier appel public à l'épargne. Un autre observateur a signalé que les principaux intéressés qui poussent leur émetteur à faire un premier appel public à l'épargne pour augmenter la liquidité de leur investissement ne le feront pas si les obligations d'entiercement sont trop lourdes. Un observateur a noté que des obligations d'entiercement abusives pourraient inciter les dirigeants à nommer des conseils d'administration composés de prête-noms pour tenter de se soustraire à leurs obligations d'entiercement.

Nous convenons que les périodes d'entiercement prévues par le projet initial étaient inutilement longues. Nous avons apporté les modifications suivantes :

- La période d'entiercement applicable aux nouveaux émetteurs a été ramenée de six à trois ans, 10 % des titres des principaux intéressés étant libérés à la date d'inscription et le reste en six tranches égales à six mois d'intervalle à compter de cette date.
- La période d'entiercement applicable aux émetteurs établis a été ramenée de trois ans à 18 mois, 25 % des titres des principaux intéressés étant libérés à la date d'inscription et le reste en trois tranches égales à six mois d'intervalle à compter de cette date.
- La catégorie des émetteurs dispensés a été élargie. Un émetteur dispensé est désormais un émetteur qui est inscrit à la cote de la Bourse de Toronto et classé comme émetteur dispensé par cette Bourse ou dont la capitalisation boursière est d'au moins 100 millions de dollars, après son premier appel public à l'épargne. Résultat de cette modification : environ 20 % des émetteurs qui étaient assujettis à l'entiercement en 1997 et 1998 seraient des émetteurs dispensés aux termes de l'instruction générale.

Le mécanisme permettant à un nouvel émetteur de passer dans la catégorie d'émetteur établi a été conservé. Lorsqu'un nouvel émetteur devient émetteur établi, il y a libération automatique des titres qui auraient dû être libérés à ce moment s'il avait été émetteur établi lors de son premier appel public à l'épargne, le reste des titres entiers étant libéré conformément au calendrier de libération applicable aux émetteurs établis.

8. Seuils de classification des émetteurs

Les ACVM ont reçu plusieurs observations à propos des seuils de classification. Quelques observateurs ont déclaré que le seuil de la catégorie d'émetteur dispensé était trop haut. Comme nous l'avons signalé ci-dessus, nous en convenons, et c'est pourquoi nous avons abaissé ce seuil en adoptant la catégorie de la Bourse de Toronto.

Quelques observateurs ont fait valoir que les catégories entraînaient un traitement inapproprié des émetteurs du secteur de la technologie, lesquels affichent souvent des rentrées de fonds et des bénéfices limités. D'autres observateurs ont souligné des incohérences dans le traitement des émetteurs du secteur de la recherche une fois qu'ils ont commencé à commercialiser leur produit.

Selon un observateur, la définition de « nouvel émetteur » prêtait à confusion et devrait être rédigée en termes positifs. Un autre observateur a fait des suggestions détaillées concernant certains éléments de la catégorie des ressources naturelles, suggestions conformes aux critères et pratiques du secteur.

Les ACVM conviennent que les catégories prévues par le projet initial n'étaient ni parfaitement appropriées, ni faciles à appliquer. Après consultation des Bourses canadiennes, nous avons adopté leurs catégories pour l'application de l'instruction générale.

En particulier :

- les émetteurs dispensés inscrits à la cote de la Bourse de Toronto sont classés comme « émetteurs dispensés ».
- les autres émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de Toronto et les émetteurs de catégorie 1 de la CDNX sont classés comme « émetteurs établis ».
- Les émetteurs de catégorie 2 de la CDNX sont classés comme « nouveaux émetteurs ».
- les émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de Montréal Inc. sont classés selon les mêmes critères. S'ils remplissent les critères minimaux d'inscription dans la catégorie 1 de la CDNX, ils sont classés comme « émetteurs établis ». Sinon, ce sont de « nouveaux émetteurs ».

En outre, afin de répondre aux préoccupations en matière de concurrence, les émetteurs dont la capitalisation boursière est d'au moins 100 millions de dollars après leur premier appel public à l'épargne sont aussi dispensés d'entiercement.

Quelques observateurs ont proposé que d'autres catégories soient créées pour qu'il soit possible de traiter différemment les émetteurs qui ne sont pas dispensés. Nous estimons que le raccourcissement notable des périodes d'entiercement répond à ces préoccupations.

9. Traitement des options

Un observateur nous a suggéré d'élargir la définition d'« option » pour exclure de l'entiercement les options dont la levée entraîne le versement d'espèces, l'émission d'actions ou une combinaison des deux, afin que les émetteurs disposent d'une certaine marge de manœuvre pour concevoir leur programme de rémunération. Nous estimons que l'élargissement de l'exclusion pourrait entraîner des abus.

Un observateur a soutenu que toutes les options devraient être exclues de l'application des modalités d'entiercement. Nous ne sommes pas d'accord parce que les options ne sont pas différentes des autres valeurs mobilières, à l'exception toutefois des options d'achat d'actions non transférables à caractère incitatif attribuées aux administrateurs, aux dirigeants et aux employés, lesquelles sont régies par d'autres instructions.

Un autre observateur a affirmé que les émetteurs éviteraient d'attribuer des options aux initiés tant que le prospectus relatif à leur premier appel public à l'épargne n'aurait pas été visé, de façon à éviter l'application des modalités d'entiercement. Nous ne jugeons pas que cela soit un problème parce que le prix d'exercice des options doit être au moins égal au cours des titres le jour de leur attribution.

10. *Changement de statut de l'émetteur après son premier appel public à l'épargne*

Quelques observateurs ont fait remarquer que les émetteurs établis devraient être autorisés à devenir émetteurs dispensés après leur premier appel public à l'épargne, ce qui entraînerait la libération immédiate de tous les titres entiercés. Aucune nécessité impérieuse ne justifie cette modification puisque nous avons raccourci la période d'entiercement applicable aux émetteurs établis. La période d'entiercement de 18 mois est trop courte pour justifier une révision. Nous n'avons donc pas ajouté de disposition prévoyant le changement de statut d'émetteur établi à celui d'émetteur dispensé.

11. *Libération des titres entiercés au départ des principaux intéressés*

Un observateur a fait valoir que les titres d'un dirigeant licencié sans motif devraient être libérés automatiquement, car l'entiercement n'a alors plus raison d'être. L'observateur était toutefois d'avis qu'une démission volontaire ne devrait pas entraîner la libération.

Selon un autre observateur, il devrait y avoir libération automatique des titres de tout administrateur ou dirigeant qui quitte son poste, que ce soit volontairement ou non.

Nous ne souhaitons pas que les actions des principaux intéressés soient libérées automatiquement au moment de leur départ, parce que cette pratique pourrait encourager les principaux intéressés à quitter leur poste prématurément. Nous convenons toutefois qu'il serait bénéfique de permettre à ces personnes de céder leurs actions à un nouveau principal intéressé et de permettre aux principaux intéressés de céder leurs actions à leurs homologues pour tenir compte des réaménagements de responsabilités. Par conséquent, l'instruction générale autorise la cession entre principaux intéressés.

12. *Libération des titres entiercés en cas d'offre publique d'achat*

Plusieurs observateurs ont remis en cause la raison pour laquelle les titres échangés doivent remplacer les titres entiercés après la réalisation d'une offre publique d'achat. Les motifs invoqués étaient notamment les suivants :

- Les actionnaires minoritaires de l'acquéreur n'ont pas besoin de la protection de l'entiercement, et ils ne comptent pas en bénéficier.
- Dans une offre publique d'échange, la participation des principaux intéressés initiaux est diluée.
- Dans la plupart des cas, le contrôle de l'émetteur échappe aux principaux intéressés initiaux.
- La poursuite de l'entiercement peut influencer artificiellement sur la contrepartie payée dans le cadre de l'opération et diminuer la valeur obtenue par les actionnaires de la société visée.

Certains observateurs ont proposé que :

- les titres soient libérés si le principal intéressé ne doit pas devenir principal intéressé de l'émetteur remplaçant après la réalisation de l'offre publique d'achat;
- les titres soient libérés si l'émetteur remplaçant est émetteur dispensé après la réalisation de l'offre publique d'achat.

- la possibilité de changer de statut soit offerte à l'émetteur remplaçant après la réalisation de l'offre publique d'achat.
- les titres soient libérés si la participation du principal intéressé dans le capital de l'émetteur remplaçant est minimale après la réalisation de l'offre publique d'achat.

Nous sommes d'accord et ces modifications ont été apportées.

13. Libération des titres entiercés en cas de décès

Quelques observateurs ont remis en cause l'obligation de publier un communiqué de presse en cas de décès d'un principal intéressé, notamment lorsque le décès ne constitue pas un changement important. Les ACVM sont d'accord. L'instruction générale n'exige pas de communiqué. Si le décès constitue un changement important dans les affaires de l'émetteur, les obligations d'information générales s'appliquent.

14. Libération des titres entiercés d'un nouvel émetteur qui devient émetteur établi

Un observateur a remis en cause le bien fondé de la disposition qui exige que les titres libérés soient entiercés à nouveau si l'émetteur ne remplit pas les conditions pour devenir émetteur établi. Nous convenons que cela aurait pu poser problème, mais grâce à l'adoption des catégories des Bourses, on saura indubitablement si la classification d'un émetteur a changé. Par conséquent, cette situation ne devrait pas se produire.

15. Cession de titres entiercés à des administrateurs et à des dirigeants

Quelques observateurs se sont demandé s'il fallait vraiment exiger que le conseil d'administration de l'émetteur approuve les cessions entre administrateurs et dirigeants. Ils ont fait remarquer que, si les administrateurs sont tenus d'agir au mieux des intérêts de l'émetteur, il se peut que ces intérêts ne correspondent pas à ceux des actionnaires ou qu'ils soient incompatibles avec les objectifs de l'entiercement.

Nous ne sommes pas d'accord. Au moment de la cession, toute décision prise au mieux des intérêts de l'émetteur sert l'objectif de l'entiercement. La cession à un administrateur ou dirigeant en poste ou entrant en fonction permettra de mener à bien la réalisation du plan d'affaires de l'émetteur.

Un observateur fait remarquer qu'il est incohérent d'exiger de tous les principaux intéressés qu'ils entiercent leurs titres tout en imposant des restrictions à la cession à des administrateurs et à des dirigeants. Nous sommes d'accord. L'instruction générale permet la cession de titres entiercés à tout porteur de 20 % et à toute personne ou société qui sera porteur de 10 % et aura le droit de nommer un administrateur ou dirigeant après la cession.

16. Cession de titres entiercés en cas de faillite ou à certains régimes

Selon un observateur, la disposition qui autorise la cession à un REER ou à un FERR doit être élargie pour autoriser la cession au REER du conjoint, de façon à donner aux porteurs de titres entiercés une plus grande marge de manœuvre en matière de planification fiscale, à condition que les titres restent entiercés aux mêmes conditions.

Nous souscrivons à cette proposition. L'instruction générale autorise la cession de titres entiercés à tout régime enregistré en fiducie, à condition que les bénéficiaires soient limités au principal intéressé initial et à son conjoint ou sa conjointe, à leurs enfants et à leurs père et mère.

Un observateur a fait valoir que les fiduciaires de REER pourraient refuser de signer la convention d'entiercement. À notre connaissance, ce problème ne s'est jamais posé.

Un observateur a fait remarquer que, si le principal intéressé fait faillite, le fiduciaire devra vendre les titres entiercés. Nous n'avons apporté aucune modification sur ce point. Une fois la cession réalisée, le fiduciaire sera assujéti aux mêmes restrictions que le principal intéressé, ce qui est tout à fait conforme à l'objectif visé par l'entiercement et tient parfaitement compte de la valeur des titres entiercés.

17. Opérations sur titres entiercés – Interdiction du nantissement

Plusieurs observateurs ont fait valoir que l'interdiction pure et simple du nantissement des titres entiercés était indûment restrictive et que les principaux intéressés devraient être autorisés à donner leurs titres en gage en garantie d'un prêt. Un observateur a fait remarquer que l'interdiction est particulièrement problématique pour les sociétés en exploitation qui sont souvent appelées à mettre des éléments d'actif en gage dans les conventions bancaires courantes.

Les ACVM ont également pris note du fait que, dans certains territoires du Canada, le nantissement de titres entiercés est une pratique d'affaires courante. Nous avons mis en balance ces observations et l'objectif d'anti-évitement de l'interdiction, ainsi que la crainte que le principal intéressé ait les affaires de l'émetteur moins à cœur si les titres sont entiercés et qu'il s'en désintéresse probablement encore davantage si les titres sont réalisés par le créancier gagiste.

L'instruction générale autorise le principal intéressé à donner en gage, à hypothéquer ou à grever d'une charge les titres entiercés, en garantie d'un prêt consenti par une institution financière. Les titres réalisés par cette dernière restent assujéti aux mêmes conditions d'entiercement que lorsqu'ils étaient détenus par le principal intéressé. En outre, des dispositions anti-évitement ont été ajoutées à l'instruction générale et à la convention d'entiercement uniforme.

18. Reclassements

Quelques observateurs ont prié les ACVM d'envisager la mise en place d'un mécanisme de libération automatique pour les reclassements effectués au moyen d'un prospectus. À l'appui de leur demande, ils ont relevé les points suivants :

- de l'information doit être donnée dans le prospectus;
- la vente prouve que le marché est favorable au reclassement;
- si les autorités en valeurs mobilières jugent une situation abusive, elles peuvent refuser de viser le prospectus;
- les autorités en valeurs mobilières ont déjà autorisé la libération dans des cas analogues;
- l'avantage concurrentiel des États-Unis s'en trouverait réduit, car le mécanisme en question serait semblable à la politique américaine qui permet aux membres du même groupe de vendre leurs actions, sans égard aux restrictions imposées par la *Rule 144*, en préparant une déclaration d'enregistrement.

Les ACVM conviennent qu'il serait bénéfique d'autoriser les principaux intéressés à vendre leurs actions entiercées au moment du premier appel public à l'épargne de l'émetteur dans le cadre d'un reclassement annoncé dans le prospectus relatif à ce placement. Aux termes de l'instruction générale, les principaux intéressés peuvent vendre leurs titres entiercés si ceux-ci sont pris fermes dans le cadre du reclassement. Si les titres sont placés pour compte, seuls les principaux intéressés qui ne sont ni promoteurs, ni administrateurs, ni dirigeants peuvent le faire, à condition que l'ensemble ou le nombre minimum stipulé des titres placés par l'émetteur dans le cadre de son premier appel public à l'épargne ait été vendu.

En vertu de l'instruction générale, les reclassements par les principaux intéressés ne peuvent se faire qu'au moment du premier appel public à l'épargne de l'émetteur. Les investisseurs qui se portent acquéreurs de titres dans le cadre de ce placement seront avisés du fait que les principaux intéressés mettent des titres en vente, ce qui leur donnera toute l'information dont ils ont besoin pour prendre leur décision d'achat

19. Arrangements non conformes

Deux observateurs ont déclaré que le fait de ne pas attribuer à une seule autorité en valeurs mobilières la responsabilité d'accepter les arrangements non conformes entraînerait des coûts exagérés. Les autorités en valeurs mobilières de chaque territoire dans lequel l'émetteur dépose le prospectus relatif à son premier appel public à l'épargne sont compétentes à l'égard de la convention d'entiercement et des titres entiercés. Elles appliqueront les principes de la confiance mutuelle à la mise en œuvre de l'instruction générale.

20. Dispositions transitoires

Un observateur a proposé que l'on modifie le projet initial pour qu'il prévoit un mécanisme de soumission volontaire aux nouvelles modalités. Un autre a demandé une clarification des obligations d'entiercement qui s'appliqueront une fois l'instruction générale adoptée.

L'article 8.1 de l'instruction générale permet, aux conditions qu'il prescrit, de modifier les ententes conclues avant la date d'entrée en vigueur de l'instruction générale pour tenir compte des modalités de libérations que celle-ci prévoit.

21. Application aux prises de contrôle inversées, aux sociétés d'investissement à petite capitalisation et aux opérations analogues

Un observateur a demandé des explications à propos des conditions d'entiercement qui s'appliqueront aux prises de contrôle inversées, aux sociétés d'investissement à petite capitalisation et aux opérations analogues.

Un autre observateur a proposé que les ACVM n'imposent pas d'obligations d'entiercement fondées sur le projet initial aux prises de contrôle inversées, aux sociétés d'investissement à petite capitalisation et aux opérations analogues, car, selon lui, les conditions du projet initial n'étaient pas adaptées à ces opérations et seraient préjudiciables aux objectifs visés par ces opérations.

Nous avons consulté les Bourses canadiennes lors de la révision du projet initial, et nous nous en sommes remis à elles pour ce qui est, d'une part, des politiques d'entiercement applicables aux prises de contrôle inversées, aux réorganisations, aux réactivations, aux sociétés d'investissement à petite capitalisation, aux acquisitions importantes et aux opérations de cet ordre, et, d'autre part, de la direction des inscriptions à la cote. Les politiques des Bourses canadiennes sont compatibles avec l'instruction générale.

22. Obligations supplémentaires en l'absence de placeur ou d'inscription à la cote

Deux observateurs ont remis en cause la justification des obligations d'entiercement supplémentaires qui sont imposées si aucun placeur ne participe au premier appel public à l'épargne ou si les titres de l'émetteur n'ont été inscrits à la cote d'aucune Bourse canadienne à la fin de son premier appel public à l'épargne. Ils ont fait remarquer que, de manière générale, les placeurs n'exigent pas l'entiercement pendant plus de 180 jours et que les titres détenus par les actionnaires avant le premier appel public à l'épargne sont généralement assujettis à une période de conservation d'un an à compter de l'inscription en vertu de la législation applicable.

L'instruction générale indique clairement que les autorités en valeurs mobilières peuvent imposer des conditions d'entiercement supplémentaires ou différentes dans ces cas. La raison en est que la fonction remplie par les placeurs lorsqu'ils fixent le prix d'un premier appel public à l'épargne (qui revient à attribuer une valeur à l'émetteur) et la fonction de réglementation des émetteurs remplie par les Bourses canadiennes ne s'y appliquent pas.

23. Application pancanadienne

La plupart des observateurs se sont déclarés en faveur de modalités uniformes, bien que l'un d'eux ait affirmé que différentes conventions d'entiercement seraient utiles pour permettre l'innovation et la segmentation du marché : les Bourses canadiennes ayant chacune développé un segment différent du marché, elles ont besoin d'un cadre pour poursuivre leur spécialisation.

Les ACVM estiment que les préoccupations de cet observateur trouvent leur réponse dans la restructuration des Bourses canadiennes et dans les modifications apportées au projet initial en consultation avec celles-ci.

24. Opérations de regroupement et fusions

Un observateur a proposé qu'une dispense du projet initial soit offerte pour le premier appel public à l'épargne des sociétés issues d'une fusion. Les ACVM ont apporté cette modification.

Les ACVM ont aussi déterminé que le projet initial ne réglait pas adéquatement la question de l'entiercement des titres d'émetteurs issus d'opérations de regroupement (émetteurs remplaçants). L'article 5.3 de l'instruction générale porte sur ce point.

B. Observations sur les dispositions relatives aux investisseurs passifs et sur le traitement des sociétés de capital de risque

Aux termes du projet initial :

- tout investisseur détenant plus de 10 % des titres comportant droit de vote en circulation de l'émetteur (autre qu'un émetteur dispensé) avant le premier appel public à l'épargne de celui-ci était assujéti à des obligations d'entiercement, sauf s'il était « investisseur passif »;
- tout « investisseur institutionnel » était réputé « investisseur passif », sauf s'il avait choisi un administrateur ou un dirigeant ou s'il contrôlait effectivement l'émetteur;
- les sociétés de capital de risque ne figuraient pas sur la liste des investisseurs considérés comme des « investisseurs institutionnels »;
- tout investisseur pouvait demander à l'autorité en valeurs mobilières d'être considéré comme un investisseur passif. Le projet initial comportait une liste des facteurs à prendre en considération.

Les ACVM ont reçu de nombreuses observations de la part de sociétés de capital de risque et d'autres observateurs à propos de cet aspect du projet initial.

Les sociétés de capital de risque ont soutenu que leurs titres devraient être dispensés d'entiercement pour les motifs suivants :

- Il n'existe aucune justification à l'imposition de l'entiercement aux sociétés de capital de risque parce que les investisseurs qui achètent des titres lors d'un premier appel public à l'épargne ne les considèrent pas comme des principaux intéressés chargés d'exécuter le plan d'affaires indiqué dans le prospectus.

- Les placements de capital de risque s'inscrivent généralement dans le moyen terme. Les sociétés de capital de risque conservent généralement leur participation pendant une période allant de trois à huit ans avant que l'émetteur ne fasse son premier appel public à l'épargne; c'est pourquoi il ne faut pas les empêcher de se retirer au moment du premier appel public à l'épargne.
- Si les sociétés de capital de risque sont forcées de conserver leur participation dans le capital d'un émetteur pendant le délai supplémentaire prescrit par le projet initial, elles investiront moins dans les entreprises en démarrage.
- Les émetteurs canadiens feront moins souvent leur premier appel public à l'épargne au Canada. Ils se financeront aux États-Unis ou vendront des actions à des acheteurs stratégiques.
- Le retard dans la vente des titres entiers détenus par les sociétés de capital de risque retardera le recyclage des capitaux de risque au profit d'émetteurs n'ayant pas encore fait appel public à l'épargne.
- Les sources de capitaux des sociétés de capital de risque se tariront parce que les personnes qui y font des placements ne voudront pas recevoir de titres entiers et ne souffriront aucun retard dans le versement du produit de leur placement.

Les sociétés de capital de risque ont déclaré que le projet initial contrastait fortement avec les instructions locales régissant leurs activités.

Comme certains autres observateurs, elles ont également fait les déclarations suivantes à propos du projet initial :

- Il faut inclure les sociétés de capital de risque dans la catégorie des investisseurs institutionnels. Un observateur s'est demandé quel était le bien-fondé de la distinction opérée entre la Banque de développement du Canada et les institutions financières qui investissent directement (et qui figuraient sur la liste des investisseurs institutionnels), d'une part, et les institutions financières qui font des placements par l'entremise de filiales spécialisées en capital de risque (et qui n'étaient pas considérées comme des investisseurs institutionnels), d'autres part.
- Il ne faut pas empêcher les sociétés de capital de risque d'être considérées comme des investisseurs institutionnels simplement parce qu'elles ont choisi un administrateur ou un dirigeant de l'émetteur. Ces sociétés nomment souvent un prête-nom au conseil d'administration de l'émetteur pour obtenir de l'information sur celui-ci, ce qui profite à l'émetteur en lui faisant bénéficier de leur expérience. La représentation au conseil d'administration n'étant pas synonyme de contrôle de l'émetteur, il serait plus approprié d'utiliser le critère du contrôle effectif.
- L'existence d'un contrôle effectif devrait être déterminée à la fin du premier appel public à l'épargne de l'émetteur, et non avant.
- Il faudrait prévoir une dispense discrétionnaire permettant aux sociétés de capital de risque qui ne sont pas par ailleurs dispensées à titre de d'investisseurs institutionnels de demander la désignation d'investisseur institutionnel, pour ne pas être obligées de réitérer la demande à l'occasion de chaque placement.
- Il faudrait clarifier davantage les facteurs pris en compte pour attribuer le statut d'investisseur passif, par exemple ceux selon lesquels l'investisseur ne doit pas « prendre part à la gestion de l'émetteur » et ne doit pas avoir ni avoir eu de « relation importante » avec un principal intéressé de l'émetteur.
- Si les titres détenus par une société de capital de risque sont entiers, il faudrait ajouter une disposition permettant de les distribuer aux propriétaires véritables de la société.

En réponse à ces observations, l'instruction générale :

- simplifie le traitement des sociétés de capital de risque et d'autres investisseurs importants et supprime les notions problématiques d'« investisseur passif » et d'« investisseur institutionnel »;
- garantit que l'imposition de l'entiercement aux titres d'investisseurs importants respecte l'objectif de l'entiercement;
- garantit que les modalités d'entiercement sont raisonnables et ne feront pas indûment obstacle à l'investissement de capital de risque;
- rend objectif et explicite le critère utilisé pour déterminer si les titres d'un investisseur doivent être entiers;
- supprime les demandes coûteuses et chronophages qui peuvent entraîner un traitement incohérent des investisseurs.

Nous avons remanié la définition de « principal intéressé » en ce qui concerne les investisseurs importants, de sorte que :

- tout investisseur est considéré comme un principal intéressé s'il détient plus de 20 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur à la fin du premier appel public à l'épargne de celui-ci;
- tout investisseur qui détient plus de 10 % mais au plus 20 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur après le premier appel public à l'épargne de celui-ci est considéré comme un principal intéressé s'il a choisi ou a le droit de choisir un administrateur ou un dirigeant de l'émetteur ou d'une filiale en exploitation importante de celui-ci.

Selon les ACVM, tout investisseur détenant plus de 20 % des titres avec droit de vote d'une société ouverte exerce sûrement le contrôle effectif ou a une grande influence sur celle-ci.

Les ACVM estiment également que tout investisseur qui détient plus de 10 %, mais au plus 20 % des droits de vote afférents aux titres en circulation de l'émetteur et qui a choisi ou a le droit de choisir un administrateur ou un dirigeant de celui-ci ou d'une de ses filiales en exploitation importante à la fin de son premier appel public à l'épargne participe sûrement, de ce fait, à la gestion de l'émetteur. C'est pourquoi ses titres devraient être entiers.

Cette façon d'envisager la question est conforme à l'objectif de l'entiercement. Les critères employés sont objectifs, explicites et s'appliquent de façon identique à tous les investisseurs. Nous estimons qu'il est juste et bon d'exiger l'entiercement des titres d'une société de capital de risque qui participe à la gestion de l'émetteur.

Les ACVM considèrent que les modifications apportées à d'autres aspects du projet initial répondent aux préoccupations exprimées par les sociétés de capital de risque en ce qui a trait à la liquidité. Entre autres choses :

- nous avons élargi la catégorie des émetteurs dispensés;
- nous avons sensiblement écourté la période d'entiercement, qui a été ramenée de trois ans à 18 mois pour les émetteurs établis, et de six à trois ans pour les nouveaux émetteurs;
- 75 % des titres d'un émetteur établi et 40 % des titres d'un nouvel émetteur détenus par une société de capital de risque seront libérés dans un délai d'un an suivant l'inscription à la cote;

- tout nouvel émetteur peut devenir émetteur établi, ce qui entraîne la libération automatique des titres dont l'entiercement n'est plus requis en vertu du calendrier de libération applicable aux émetteurs établis, ainsi que la libération anticipée du solde des titres;
- tous les titres d'un émetteur qui sont détenus par une société de capital de risque peuvent être vendus dans le cadre d'un reclassement au moment du premier appel public à l'épargne de l'émetteur s'ils sont pris ferme ou, à certaines conditions, placés pour compte, du moment que le reclassement est annoncé dans prospectus relatif au premier appel public à l'épargne.

C. OBSERVATIONS PRÉSENTÉES PAR DES AGENTS D'ENTIERCEMENT

1. Sociétés de fiducie agissant comme agents d'entiercement

Plusieurs observateurs ont exprimé leur désaccord à l'égard du projet initial, selon lequel seules les sociétés de fiducies seraient autorisées à agir comme agents d'entiercement, et soutenu que les agents des transferts devraient être autorisés à agir en cette qualité, en avançant les motifs suivants à l'appui de leurs prétentions :

- Les agents des transferts contrôlent l'enregistrement des titres et les droits de propriétés y afférents.
- Sous le régime du projet initial, les sociétés qui offrent des services d'agent d'entiercement ne seront pas traitées de manière égale d'une province à l'autre en raison de différences entre les lois provinciales applicables aux sociétés de fiducie.
- Le projet initial est anticoncurrentiel et fera grimper les coûts pour les émetteurs.
- L'obligation n'ajoute rien à la protection des investisseurs car la relation entre l'agent d'entiercement et les porteurs de titres est d'ordre contractuel, l'agent d'entiercement n'exerce pas de pouvoirs fiduciaires discrétionnaires, les titres entiercés sont enregistrés et non facilement fongibles, et ils ne sont pas couverts par l'assurance de la SADC.

Nous reconnaissons que la catégorie de personnes qui pouvait agir comme agent d'entiercement aux termes du projet initial était trop limitée. L'instruction générale autorise les personnes ou sociétés approuvées par une Bourse canadienne pour exercer la fonction d'agent des transferts à être agents d'entiercement.

Un autre observateur a proposé que le placeur du premier appel public à l'épargne de l'émetteur et les avocats aient aussi le droit d'agir comme agents d'entiercement. Les ACVM estiment que les sociétés de fiducie ainsi que les autres personnes et sociétés qui agissent comme agents des transferts entretiennent la relation appropriée avec l'émetteur et disposent de l'infrastructure adéquate pour s'acquitter des fonctions d'agent d'entiercement.

2. Indemnisation de l'agent d'entiercement

Quelques observateurs ont déclaré que l'émetteur et les porteurs de titres devraient être solidairement responsables de l'indemnisation de l'agent d'entiercement. Cette modification a été apportée.

Quelques observateurs ont demandé qu'une disposition soit ajoutée pour prévoir que l'obligation d'indemnisation demeure en vigueur après la libération des titres entiercés et la résiliation de la convention d'entiercement. Cette modification a été apportée.

3. Observations d'ordre rédactionnel

Nous avons reçu plusieurs observations sur des points techniques de rédaction de la convention d'entiercement que nous les avons adoptées.

4. Dispositions supplémentaires

Un observateur a proposé que l'on ajoute à la convention d'entiercement une disposition relative à la nomination de l'agent d'entiercement. Cette modification a été apportée.

Un observateur a proposé que l'on ajoute à la convention d'entiercement une disposition ordonnant à l'agent d'entiercement de libérer les titres entiercés sur production d'une preuve de décision des autorités en valeurs mobilières appropriées. Pour répondre à cette observation, entre autres, nous avons ajouté à la convention d'entiercement des dispositions indiquant les autorités compétentes et exigeant leur consentement à toute modification.

Certains observateurs ont demandé que les dispositions suivantes soient ajoutées à la convention d'entiercement :

- L'agent d'entiercement n'est pas tenu de s'assurer du caractère suffisant, de l'exactitude, de l'authenticité ni de la validité des titres déposés auprès de lui.
- L'agent d'entiercement est protégé lorsqu'il donne suite à tout document écrit qu'il reçoit, pour ce qui est de la signature, de la validité, de la prise d'effet du document et de la véracité de son contenu.
- L'agent d'entiercement peut employer un procureur indépendant et d'autres conseillers, aux frais de l'émetteur, pour s'acquitter des obligations qui lui incombent en vertu de la convention d'entiercement.
- L'agent d'entiercement n'a pas d'autres obligations ni responsabilités que celles qui sont expressément énoncées dans la convention d'entiercement.
- L'agent d'entiercement n'est lié par aucun avis de demande en justice, par aucune réclamation à cet égard, par aucune renonciation à la convention d'entiercement, ni par la modification, la résiliation ou l'annulation de celle-ci, à moins qu'il n'en ait été avisé par écrit, qu'elle n'ait été signée par les autres parties et, si les obligations ou l'indemnisation de l'agent d'entiercement prévues aux présentes sont touchées, qu'il n'ait donné son consentement écrit préalable.
- La présente convention constitue la totalité de l'entente intervenue entre les parties à propos de l'objet des présentes et remplace toute entente précédente.

Nous acceptons ces observations et avons ajouté des dispositions analogues à la convention d'entiercement.

En revanche, nous rejetons la proposition d'ajouter une disposition portant que l'agent d'entiercement n'est pas responsable de ses actes et de ses omissions, ni d'aucun acte ou omission qu'il a pu tolérer, sauf en cas de faute lourde ou intentionnelle de sa part. Nous n'estimons pas que cela soit une norme de conduite appropriée.