

Appel public à l'épargne : tâter le terrain avant de se lancer

9 MAI 2019 22 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Marchés financiers](#)
- [Sociétés émergentes et à forte croissance](#)

Auteurs(trice): [Rob Lando](#), [Jason Comerford](#)

** Note de la rédaction : Le présent article a d'abord été publié le 9 mai 2019. Il décrivait la proposition de la Securities Exchange Commission (SEC) d'adopter une nouvelle règle pour offrir la possibilité de prendre le pouls du marché aux États-Unis en évaluant si les investisseurs potentiels seraient intéressés à prendre part à une opération envisagée sur des titres inscrits. Le règlement proposé, le nouveau règlement 163B pris en application de la Loi de 1933 sur l'émission de valeurs mobilières, dans sa version modifiée, a maintenant été adopté essentiellement dans sa forme proposée, et entrera en vigueur le 3 décembre 2019. Cet article a été mis à jour pour intégrer l'entrée en vigueur à venir du nouveau règlement dans sa forme adoptée, ainsi que certaines autres nouveautés subséquentes.*

I test my bath before I sit And am always moved to wonderment That what chills the finger not a bit Is so cold upon the fundament

– Ogden Nash (en anglais seulement)

Avant d'emprunter un nouveau sentier, il est tout à fait naturel d'en examiner le tracé pour éviter de se trouver en terrain glissant. De même, il est tout à fait normal qu'une société souhaite tâter le terrain avant de consacrer du temps et de l'argent à un appel public à l'épargne et de se soumettre à un contrôle réglementaire, surtout lorsqu'il s'agit d'une société qui n'est pas déjà assujettie aux obligations d'information continue.

Par le passé, les lois sur les valeurs mobilières des États-Unis et du Canada compliquaient la tâche des sociétés qui voulaient tâter le terrain avant de procéder à un appel public à l'épargne. Par exemple, rencontrer d'éventuels investisseurs afin d'évaluer leur intérêt pouvait être considéré comme une offre illégale de titres ou comme un geste visant à donner suite à une opération sur un titre en particulier, deux actes historiquement interdits sous prétexte qu'ils constituaient des « communications anticipées » survenant avant le dépôt devant les organismes de valeurs mobilières pertinents d'une déclaration d'enregistrement ou d'un prospectus provisoire relativement à un placement.

Depuis 2012, les règles changent. La possibilité de prendre le pouls du marché avant de procéder à un premier appel public à l'épargne (PAPE) fait maintenant partie du paysage juridique aux États-Unis et au Canada, même si les règles applicables et les procédures à suivre sont très différentes entre les deux pays. Aux États-Unis, en vertu de la loi intitulée *Jumpstart Our Business Startups Act* (la « loi JOBS »), il est possible de tâter le terrain auprès d'investisseurs institutionnels en vue de la réalisation d'un PAPE ou de tout appel public à l'épargne subséquent par une entreprise émergente à forte croissance (*emerging growth company* ou EEC), au sens attribué à ce terme dans la loi JOBS. Toutefois, en septembre 2019, la SEC a adopté un nouveau règlement pour fournir un deuxième moyen de sonder l'intérêt d'éventuels investisseurs institutionnels, que toutes les sociétés peuvent utiliser (règlement 163B) et qui entrera en vigueur le 3 décembre 2019. Au Canada, en revanche, tous les émetteurs ont déjà le droit, depuis 2003, de tâter le terrain auprès d'investisseurs

qualifiés, institutionnels ou non, mais uniquement en vue de la réalisation d'un PAPE.

Tout particulièrement dans le cadre d'un PAPE, l'utilité de sonder l'intérêt des investisseurs dépend beaucoup du moment auquel l'émetteur a l'obligation de déposer publiquement une déclaration d'enregistrement ou un prospectus provisoire pendant le processus d'appel à l'épargne. Elle dépend aussi de la possibilité ou non de déposer une ébauche confidentielle aux fins d'examen préalable par les organismes de réglementation des valeurs mobilières. Si un dépôt public a été effectué, la capacité de tâter le terrain en vue d'un PAPE devient nettement moins intéressante, puisque tous les investisseurs savent qu'une opération de PAPE était envisagée et si le PAPE n'était finalement pas réalisé, que l'intérêt a été sondé et qu'il était insuffisant.

Grâce à la loi JOBS, encore une fois, la SEC a instauré en 2012 une procédure qui permet maintenant aux EEC de déposer une déclaration d'enregistrement de manière confidentielle aux fins d'examen par les autorités compétentes; auparavant, seuls les émetteurs fermés étrangers avaient cette possibilité dans certaines circonstances. En 2017, la SEC a décidé d'élargir le processus d'examen confidentiel des déclarations d'enregistrement à l'ensemble des sociétés, qu'il s'agisse d'EEC ou non, pourvu qu'elles soient des sociétés ouvertes satisfaisant aux obligations d'information continue des États-Unis depuis moins d'un an. Au Canada, bien qu'il n'y ait aucune règle officielle régissant le dépôt de manière confidentielle d'un projet de prospectus provisoire aux fins d'examen confidentiel par les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières, ces derniers ont habituellement accepté de réaliser un examen confidentiel dans le cadre de PAPE transfrontaliers pour lesquels un tel traitement était disponible aux États-Unis, soit en accordant une dispense officielle qui autorisait le dépôt confidentiel du projet de prospectus provisoire, soit selon un processus de collaboration plus informel réalisé avant la date du dépôt public officiel au Canada. Certaines commissions des valeurs mobilières du Canada ont indiqué qu'elles souhaitaient proposer un arrangement semblable pour les PAPE faits uniquement au Canada.

Le moment où les sociétés peuvent tâter le terrain au Canada et aux États-Unis constitue une différence fondamentale entre les deux pays. Au Canada, un émetteur a le droit de sonder le marché, mais uniquement avant la réalisation de son PAPE et uniquement si la toute dernière rencontre visant à sonder le marché a lieu au plus tard 15 jours avant le dépôt public d'un prospectus provisoire. Ce délai de 15 jours est censé mettre une certaine distance entre le moment auquel l'intérêt des investisseurs est sondé et le moment auquel le marketing commence une fois le prospectus provisoire déposé publiquement. On cherche ainsi à réduire le risque que les rencontres visant à tâter le terrain puissent être utilisées indûment aux fins de commercialisation prématurée d'un titre plutôt que comme un moyen d'évaluer l'intérêt envers un placement donné avant d'aller de l'avant avec les activités de commercialisation autorisées. Le fait que les règles américaines prévoient également une période de 15 jours prête un peu à confusion, mais le délai aux États-Unis n'a pas le même objet : si une EEC a déposé de manière confidentielle un projet de déclaration d'enregistrement, celle-ci est tenue d'effectuer son premier dépôt public auprès de la SEC au moins 15 jours avant de commencer sa « tournée de présentation » visant à faire la promotion du placement. Cette période de 15 jours viserait à laisser au marché le temps de se faire à l'idée que l'émetteur envisage d'effectuer un placement pour lequel une déclaration d'enregistrement a été déposée de manière confidentielle aux fins d'examen, et laisser le temps aux investisseurs de prendre connaissance de toutes les informations qui concernent le placement et qui figurent dans la déclaration d'enregistrement de l'émetteur.^[1]

Les sections suivantes donnent des précisions sur les règles permettant aux sociétés de tester le marché aux États-Unis après le 3 décembre 2019, date à laquelle le nouveau règlement 163B entre en vigueur, et sur les critères applicables aux sociétés qui souhaitent sonder l'intérêt des investisseurs aux termes des règles canadiennes.

Régime aux États-Unis

Entreprises émergentes à fort potentiel de croissance voulant prendre le pouls du marché – solution de rechange à l’alinéa 5d)

En 2012, l’alinéa 5d) a été ajouté à la loi des États-Unis intitulée U.S. Securities Act of 1933, dans sa version modifiée (la « loi de 1933 ») par la loi JOBS, dans le but de permettre aux EEC ou à toute personne autorisée à agir au nom de cette entreprise de faire ce qui suit :

[traduction] [...] communiquer, à l’oral ou par écrit, avec des investisseurs éventuels qui sont des investisseurs institutionnels ou des institutions admissibles et qui sont des investisseurs qualifiés [...] dans le but de déterminer si ces investisseurs pourraient être intéressés à prendre part à une opération envisagée sur son titre, avant ou après le dépôt d’une déclaration d’enregistrement relatif au titre en question [...].

Une EEC peut organiser des rencontres avec des investisseurs éventuels à tout moment, que ce soit avant ou après le dépôt public ou confidentiel d’un projet de déclaration d’enregistrement relativement à un placement. Cependant, la tournée de présentation du placement ne peut pas commencer avant que la fin de la période de 15 jours qui suit le premier dépôt public d’une déclaration d’enregistrement ayant au préalable été déposée de manière confidentielle, ce dépôt étant accompagné de toutes les versions de la déclaration d’enregistrement déposées antérieurement.

Si les rencontres visant à sonder l’intérêt des investisseurs comprennent une offre de titres, les renseignements fournis durant ces rencontres pourraient engager la responsabilité de l’émetteur en cas d’omission ou inexactitude importante.

Tout émetteur voulant prendre le pouls du marché — solution de rechange au règlement 163B

En vertu du règlement 163B, toute société ou toute personne autorisée à agir en son nom aura le droit de tenir des rencontres visant à tester le marché. Même si l’alinéa 5d) continue de s’appliquer aux EEC, toutes les sociétés, y compris les EEC, peuvent utiliser le règlement 163B. Une plus grande variété d’émetteurs pourra ainsi consulter plus efficacement d’éventuels investisseurs institutionnels et pourra mieux cerner les renseignements que les investisseurs veulent connaître avant d’effectuer un placement, ce qui augmentera ainsi la probabilité d’une opération fructueuse.

Aux termes du règlement 163B, il est permis de tâter le terrain auprès d’éventuels investisseurs dont on peut raisonnablement supposer qu’ils sont : (i) des investisseurs institutionnels admissibles (« IIA ») (*qualified institutional buyers*), au sens attribué à ce terme dans la *Rule 144A* prise en application de la loi de 1933, qui achèteraient le titre pour leur propre compte ou pour le compte d’un autre IIA; et (ii) des institutions qui sont des investisseurs qualifiés (« IQ ») (*accredited investors*), au sens de la *Rule 501a*(1), (2), (3), (7) ou (8) de la *Regulation D* prise en application de la loi de 1933. Le règlement 163B établit une norme qui est fondée sur des « motifs raisonnables de croire » pour déterminer le statut de IIA ou de IQ. Il pourrait donc être préférable pour certaines EEC de prendre le pouls du marché en vertu des dispositions du nouveau règlement plutôt qu’aux termes de l’alinéa 5d).

D’un autre côté, il peut y avoir des avantages à utiliser l’alinéa 5d), le cas échéant. Les déclarations faites en vertu du règlement 163B seront réputées constituer des offres, et les émetteurs pourraient donc s’exposer à des dommages-intérêts en cas d’inexactitudes ou

d'omissions importantes. Pour cette raison, certaines EEC pourraient tout de même choisir de s'en remettre à l'alinéa 5d) et soutenir qu'aucune offre de titres n'a été faite au cours des rencontres visant à sonder l'intérêt des investisseurs, et ainsi éviter toute allégation éventuelle selon lesquelles les documents utilisés dans le cadre de ces rencontres contenaient des inexactitudes ou des omissions importantes. Il peut, toutefois, être difficile d'éviter de conclure qu'une offre est faite dans une rencontre visant à sonder le marché aux termes de l'alinéa 5d), malgré l'absence de disposition expresse les présument être des offres, conformément au règlement 163B.

Modification de la Rule 405 – définition d'un supplément de prospectus

Relativement à l'adoption du règlement 163B, la SEC a modifié la *Rule 405* afin de préciser qu'une communication écrite utilisée en s'appuyant sur l'alinéa 5d) ou le règlement 163B ne constitue pas un supplément de prospectus et, par conséquent, il n'est pas requis qu'elle soit déposée comme un supplément de prospectus.

Règles canadiennes

Les lois sur les valeurs mobilières canadiennes autorisent tous les émetteurs à tâter le terrain en communiquant avec des investisseurs qualifiés, au sens attribué à ce terme dans ces lois, avant le dépôt d'un prospectus auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens dans le cadre d'un PAPE, pourvu que les exigences énoncées au paragraphe 13.4 du *Règlement 41-101 – Obligations générales relatives au prospectus* des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les règles canadiennes) soient satisfaites.

Les règles générales sont généralement plus restrictives que celles des É.-U. prévues à l'alinéa 5d) ou au règlement 163B en vertu de la Loi de 1933. La procédure établie au Canada pour sonder l'intérêt du marché ne s'applique pas aux sociétés qui sont déjà des sociétés ouvertes au Canada ou aux États-Unis; dont les titres sont négociés sur les marchés de gré à gré aux États-Unis ou encore dont les titres sont inscrits, cotés ou négociés sur un marché à l'extérieur du Canada; ou qui sont contrôlées par une société ouverte si le PAPE entraîne un changement important dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de la société contrôlante. De plus, au Canada, les sociétés n'ont pas le droit d'organiser des rencontres visant à prendre le pouls du marché sans intermédiaire; seul un courtier en valeurs inscrit autorisé par écrit à agir au nom de la société peut le faire. Aussi, tous les documents écrits utilisés dans le cadre de telles rencontres doivent avoir été approuvés par écrit par la société, porter une mention indiquant qu'ils sont confidentiels et comprendre une mise en garde qui précise que les documents utilisés ne fournissent pas un exposé de tous les faits importants qui concernent l'émetteur ou le placement et qu'ils ne peuvent pas engager la responsabilité de l'émetteur pour cause de présentation inexacte. Les investisseurs éventuels consultés doivent confirmer aux courtiers, par écrit, qu'ils s'engagent à protéger la confidentialité des renseignements fournis dans le cadre des rencontres et à ne pas utiliser ces renseignements à d'autres fins que celle d'évaluer leur intérêt à prendre part au placement. Conformément aux règles canadiennes, la période visée par l'interdiction de divulguer les renseignements fournis se termine à la première des éventualités suivantes : le dépôt public d'un prospectus provisoire ou le moment auquel la société confirme par écrit qu'elle n'entend pas aller de l'avant avec le PAPE. Les émetteurs et les courtiers en valeurs mobilières sont tenus de conserver des dossiers étoffés pour les activités visant à sonder l'intérêt des investisseurs. Ces dossiers doivent notamment contenir les autorisations données par la société relativement à la tenue de telles rencontres, les documents écrits approuvés par la société et les ententes de confidentialité obtenues des investisseurs qualifiés qui ont participé aux rencontres.

Sommaires des règles permettant aux émetteurs de sonder l'intérêt des investisseurs.

	Alinéa 5d)	Règlement 163B	Règles canadiennes
Qui peut prendre le pouls du marché?	Les EEC uniquement et les personnes (y compris les courtiers) agissant en leur nom.	Tous les émetteurs et toutes les personnes (y compris les courtiers) agissant en leur nom.	Un courtier en valeurs mobilières canadien autorisé à le faire par une société qui n'est pas encore une société ouverte, qui n'est pas contrôlée par une société ouverte et qui entend, de manière raisonnable, déposer un prospectus provisoire au Canada. Les membres de la direction peuvent par ailleurs participer aux rencontres.
Quand peut-on sonder l'intérêt des investisseurs? Combien de temps doit-on garder confidentielle la réalisation éventuelle d'un PAPE pour lequel des rencontres visant à prendre le pouls du marché ont été tenues?	À tout moment avant ou après le dépôt d'une déclaration d'enregistrement. La déclaration d'enregistrement et toute version confidentielle antérieure doivent être déposées publiquement au moins 15 jours avant le début de la tournée de présentation du placement.	À tout moment avant ou après le dépôt d'une déclaration d'enregistrement. La déclaration d'enregistrement et toute version confidentielle antérieure doivent être déposées publiquement au moins 15 jours avant le début de la tournée de présentation du placement.	Au plus tard 15 jours avant le premier dépôt public d'un prospectus provisoire au Canada. Indéfiniment, jusqu'au premier dépôt public d'un prospectus provisoire au Canada.
Qui peut-on consulter pour sonder l'intérêt des investisseurs?	Des investisseurs institutionnels admissibles et des investisseurs institutionnels qualifiés.	Les personnes dont on peut raisonnablement croire qu'elles sont des investisseurs institutionnels admissibles ou des investisseurs institutionnels qualifiés, au sens de la <i>Rule 501a</i> (1), (2), (3), (7) ou (8) de la <i>Regulation D</i> .	Tout investisseur qualifié, y compris les investisseurs qualifiés qui sont des particuliers.

	Alinéa 5d)	Règlement 163B	Règles canadiennes
Quelles sont les exigences en matière de confidentialité?	Il n'y a aucune exigence expresse en matière de confidentialité, mais dans la pratique, les parties consultées sont priées de protéger la confidentialité des renseignements fournis durant les rencontres. Les sociétés qui sont déjà des sociétés ouvertes doivent examiner les différents enjeux liés au fait de divulguer des renseignements confidentiels importants au sujet d'un placement envisagé, et respecter la <i>Regulation FD</i> .	Il n'y a aucune exigence expresse en matière de confidentialité, mais dans la pratique, les parties consultées sont priées de protéger la confidentialité des renseignements fournis durant les rencontres. Les sociétés qui sont déjà des sociétés ouvertes doivent examiner les différents enjeux liés au fait de divulguer des renseignements confidentiels importants au sujet d'un placement envisagé, et respecter la <i>Regulation FD</i> .	Les parties consultées doivent s'engager par écrit et de façon expresse à protéger la confidentialité des renseignements fournis durant les rencontres et dans les documents écrits remis jusqu'à la première des éventualités suivantes : (i) le dépôt public d'un prospectus provisoire au Canada; et (ii) la réception d'un avis de la part de la société annonçant sa décision de ne pas aller de l'avant avec la réalisation d'un PAPE. Doit être approuvé par écrit par la société. Doit porter la mention « Confidentiel » et contenir une mise en garde affirmant que les renseignements fournis ne constituent pas un exposé de tous les faits importants et qu'ils ne peuvent pas engager la responsabilité de l'émetteur pour cause de présentation inexacte. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens pourraient également demander d'examiner les documents dans le cadre de l'examen du prospectus.
Contenu des documents écrits	Aucune restriction, hormis les enjeux en matière de responsabilité à prendre en considération. Par ailleurs, la SEC pourrait demander d'examiner les documents dans le cadre de l'examen de la déclaration d'enregistrement.	Aucune restriction, hormis les enjeux en matière de responsabilité à prendre en considération. Par ailleurs, la SEC pourrait demander d'examiner les documents dans le cadre de l'examen de la déclaration d'enregistrement.	En vertu de la législation, aucune responsabilité n'est engagée relativement aux déclarations orales ou aux renseignements écrits fournis dans les documents utilisés pour sonder l'intérêt des investisseurs.
Enjeux à prendre en considération en matière de responsabilité relativement aux déclarations orales et écrites	Les émetteurs dont les déclarations sont réputées constituer des offres s'exposent à des dommages-intérêts en cas d'omissions ou d'inexactitudes.	Les déclarations faites suivant cette règle sont réputées constituer des offres, de sorte que les émetteurs s'exposent à des dommages-intérêts en cas d'omissions ou d'inexactitudes.	

Points de pratique associés aux PAPE transfrontaliers

Bien que les règles permettant à certains émetteurs de prendre le pouls du marché aux États-Unis puissent être utilisées avant ou après la réalisation d'un PAPE, les règles en vigueur au Canada s'appliquent uniquement aux émetteurs qui ne sont pas encore des sociétés ouvertes tant au Canada qu'aux États-Unis. Pour cette raison, ce sont les propositions de PAPE transfrontaliers qui mettent le plus en évidence les différences entre les règles américaines et les règles canadiennes.

Voici un certain nombre de points de pratique qu'il est utile de garder à l'esprit lorsque l'on sonde l'intérêt d'investisseurs en vue d'un éventuel PAPE transfrontalier Canada-États-Unis, notamment lorsque la société prévoit déposer une déclaration d'enregistrement aux États-Unis et un prospectus au Canada.

- Toutes les sociétés qui envisageront de réaliser un PAPE transfrontalier auront la possibilité de sonder l'intérêt des investisseurs dans les deux pays, mais les règles régissant le calendrier et la réalisation de ce premier appel au Canada sont assez différentes des procédures prévues à l'alinéa 5d) et au règlement 163B des États-Unis.
- Les sociétés et les courtiers qui enclencheront un tel processus dans les deux pays voudront, en pratique, utiliser les mêmes documents écrits d'un bord et de l'autre de la frontière, afin que les investisseurs éventuels aux États-Unis et au Canada aient accès aux mêmes renseignements. Le contenu de tous les documents écrits ne devrait pas inclure de renseignements qui ne feront pas partie de la déclaration d'enregistrement déposée aux États-Unis et du prospectus déposé au Canada, ou de renseignements susceptibles d'être dérivés des renseignements qui y sont inclus pour aider à veiller à ce que la responsabilité de l'émetteur ne risque pas d'être engagée à l'égard d'une déclaration n'ayant pas fait l'objet d'un processus rigoureux de contrôle diligent, contrairement au contenu d'une déclaration d'enregistrement déposée aux États-Unis ou d'un prospectus déposé au Canada.
- La toute dernière rencontre visant à sonder l'intérêt des investisseurs au Canada doit avoir lieu au plus tard 15 jours avant le premier dépôt public d'un prospectus provisoire au Canada. Le premier jour de toute tournée de présentation lancée aux États-Unis doit tomber au moins 15 jours après le dépôt public de la déclaration d'enregistrement aux États-Unis. Les deux règles comportent bien une période de 15 jours, mais, en réalité, ces périodes n'ont rien en commun.
- Lorsque l'émetteur a son siège social au Canada, l'avocat de la société et les courtiers concernés devraient déterminer s'il est nécessaire de se conformer, et dans quelle mesure, aux règles canadiennes permettant de tâter le terrain, et ce, avant d'entreprendre de telles activités ailleurs qu'au Canada, ou si une dispense expresse de l'application des règles canadiennes peut être obtenue.

Les documents écrits utilisés durant le processus visant à sonder l'intérêt des investisseurs ne devraient pas être laissés entre les mains des investisseurs après les rencontres, ni au Canada ni aux États-Unis, même si les renseignements qu'ils contiennent ne constituent qu'une partie des renseignements qui seront inclus dans la déclaration d'enregistrement aux États-Unis et dans le prospectus provisoire au Canada.

[1] Il est important de noter que, sauf dans le cadre d'un PAPE, les sociétés peuvent avoir une déclaration d'enregistrement ou un prospectus préalable qui leur permet d'offrir et de vendre des titres à l'occasion. Ces documents préalables éliminent le besoin de tester le marché et de procéder à un dépôt confidentiel, et en annulent les avantages, puisque les sociétés ayant déposé un document préalable ont le droit d'effectuer des placements de

temps à autre. Elles peuvent ainsi prendre le pouls du marché à tout moment sans se soucier de déposer de manière confidentielle une déclaration d'enregistrement ou un prospectus relativement à un placement donné, car elles ont déjà effectué publiquement un dépôt couvrant d'éventuels placements dans l'avenir. Cela dit, ce ne sont pas toutes les sociétés qui sont admissibles au dépôt d'un document préalable et ce ne sont pas toutes les sociétés admissibles qui le font nécessairement.