

Leçons à tirer des premières expériences avec la dispense pour financement de l'émetteur coté

28 JUIN 2023 19 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Marchés financiers](#)
- [Mines et ressources naturelles](#)
- [Prêts aux grandes entreprises](#)

Auteurs(trice): [Alan Hutchison](#), [Minji Park](#), Peter Horemans

Le 21 novembre 2022, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont introduit la dispense pour financement de l'émetteur coté (la dispense pour émetteur coté) au moyen de modifications au *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* (le Règlement 45-106) et de certaines autres modifications corrélatives. La dispense pour émetteur coté est une dispense de prospectus qui permet aux émetteurs assujettis dont les titres de capitaux propres sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne de réunir des capitaux au moyen du dépôt du document prévu à l'Annexe 45-106A19 – *Document de financement de l'émetteur coté* (document d'offre) et de placer des titres de capitaux propres librement négociables sur la base de leur dossier d'information continue, sous réserve de certaines conditions énoncées dans le Règlement 45-106.

Le 1 juin 2023, les ACVM ont publié l'Avis 45-330 du personnel des ACVM – *Questions fréquemment posées à propos de la dispense pour émetteur coté* (Avis 45-330 des ACVM) afin de répondre à certaines questions fréquemment posées à propos de la dispense pour émetteur coté. Dans l'Avis 45-330 des ACVM, les ACVM répondent à certaines questions clés concernant la dispense pour émetteur coté, en se fondant sur leurs observations et les commentaires des participants au marché au cours de la période d'environ six mois pendant laquelle la dispense pour émetteur coté a été en vigueur.

Le présent bulletin passe en revue l'Avis 45-330 des ACVM et fournit des commentaires sur notre expérience avec les financements sous le régime de la dispense pour émetteur coté.

Mise au point des ACVM

Dans l'Avis 45-330 des ACVM, les ACVM apportent un certain nombre d'éclaircissements sur l'utilisation de la dispense pour émetteur coté, notamment les suivants :

- L'émetteur en situation de contravention à la législation en valeurs mobilières ne peut pas invoquer la dispense pour émetteur coté.
- L'émetteur doit avoir des titres de capitaux propres inscrits à la cote d'une bourse canadienne *avant* d'avoir recours à la dispense pour émetteur coté.
- Dans le calcul du seuil de dilution de 50 % du nombre de titres de capitaux propres inscrits à la cote qu'il a en circulation pour l'application de la dispense pour émetteur coté, l'émetteur doit prendre en compte tous les titres de capitaux propres inscrits à la cote (c'est-à-dire les actions ordinaires) pouvant être émis à l'exercice des bons de souscription.
- Le montant total du placement qu'il est permis de réunir pendant 12 mois sous le régime

de la dispense pour émetteur coté n'inclut pas la valeur des actions ordinaires pouvant être émises à l'exercice des bons de souscription.

- La dispense pour émetteur coté ne requiert pas la signature par l'acquéreur d'une convention de souscription d'actions ou d'une reconnaissance de risque, mais les émetteurs pourraient choisir d'en conclure une pour se protéger.
- L'émetteur peut clore un placement sous le régime de la dispense pour émetteur coté en plusieurs tranches, sous réserve du respect des conditions suivantes :
 1. s'il doit réunir un montant minimum afin de disposer des fonds suffisants pour atteindre ses objectifs commerciaux et répondre à ses besoins de trésorerie pour 12 mois, l'émetteur devra l'obtenir à la clôture de la première tranche;
 2. l'émetteur doit clore la dernière tranche du placement au plus tard le 45^e jour suivant la date à laquelle il publie et dépose le communiqué annonçant le placement.
- L'émetteur peut se prévaloir de la dispense pour émetteur coté pour placer des actions accréditives, y compris des actions accréditives pour les besoins de dons de bienfaisance.
- L'émetteur peut se prévaloir de la dispense pour émetteur coté dans le cadre d'un placement par prise ferme, sous réserve du respect des conditions suivantes :
 1. l'acquéreur réel bénéficie de tous les droits prévus par la dispense pour émetteur coté, y compris les droits d'action prévus par la loi dans les cas où le document d'offre ou les documents d'information continue de l'émetteur contiendraient de l'information fausse ou trompeuse, et sera nommé dans la déclaration de placement avec dispense;
 2. les modalités du placement par prise ferme ne contraignent pas le preneur ferme de souscrire les titres de capitaux propres dont les acquéreurs n'ont pas pris livraison;
 3. l'émetteur et le preneur ferme font en sorte qu'aucune sollicitation d'achat n'a lieu avant la publication et le dépôt du communiqué et le dépôt du document d'offre dûment rempli.
- L'émetteur peut invoquer simultanément la dispense pour émetteur coté et d'autres dispenses de prospectus.
- L'émetteur ne peut pas se prévaloir de la dispense pour émetteur coté pour placer des bons de souscription du courtier, étant donné qu'il ne peut s'en prévaloir que pour placer des titres de capitaux propres ou des unités composées de titres de capitaux propres et de bons de souscription.
- L'émetteur ne peut pas se prévaloir de la dispense pour émetteur coté pour émettre de titres en règlement d'une dette.
- L'émetteur ne peut pas se prévaloir de la dispense pour émetteur coté au Québec tout en utilisant un prospectus dans les autres provinces, car les ACVM considèrent que cela serait fait dans le seul but de contourner l'obligation de traduire le prospectus, ce qui aurait également pour conséquence que les souscripteurs québécois auraient moins de droits que ceux acquérant des titres placés au moyen du prospectus. À moins que l'émetteur ne soit déjà un émetteur assujéti au Québec, pour se prévaloir de la dispense pour émetteur coté au Québec, l'émetteur doit simplement traduire le document d'offre et le communiqué exigés par le Règlement 45-106.

Les ACVM ont également précisé la manière dont un émetteur peut satisfaire à l'obligation

selon laquelle il doit disposer de fonds suffisants pour réaliser ses objectifs commerciaux et répondre à ses besoins de trésorerie pour les 12 mois qui suivent le placement sous le régime de la dispense pour émetteur coté. Pour déterminer si un émetteur dispose de fonds suffisants, les ACVM notent qu'il doit prendre en considération les objectifs commerciaux, les jalons et les coûts connexes qu'il est tenu d'indiquer dans le document d'offre, ainsi que ses flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation pour l'exercice en cours et toute modification future probable de ces flux de trésorerie. L'émetteur doit également tenir compte des frais liés au placement (y compris les commissions de placement et autres frais), de son fonds de roulement ou de l'insuffisance de celui-ci et du fait que tout financement supplémentaire (y compris les fonds provenant d'un placement par prise ferme concomitant ou d'une facilité de crédit disponible) doit être garanti pour être pris en compte dans les fonds disponibles. Si les fonds à réunir ne lui permettent pas de réaliser ses objectifs commerciaux et de répondre à ses besoins de trésorerie pour 12 mois, l'émetteur doit augmenter le montant minimum à réunir.

Autres facteurs à considérer

Le marché des petits émetteurs a rapidement adopté la dispense pour émetteur coté pour réaliser de petits placements de titres librement négociables. Il l'a fait pour différents types de placements, notamment les placements privés sans intermédiaire, les placements pour compte et même les placements par prise ferme. Il est intéressant de noter que, si l'une des motivations de l'instauration de la dispense pour émetteur coté était d'aider les émetteurs à éviter d'importantes décotes par rapport au prix du marché en raison de la période de détention de quatre mois imposée par la réglementation, les pressions sur les prix ne semblent pas avoir beaucoup changé. En revanche, les émetteurs ont été davantage en mesure de repousser l'inclusion de bons de souscription dans les financements, afin d'inciter les investisseurs à contrer cette période de détention de quatre mois. Il convient de noter que, pour l'essentiel, les conditions du marché ont été terribles pour les petits émetteurs depuis l'adoption de la dispense pour émetteur coté, de sorte que l'effet à long terme sur les émetteurs qui lèvent des capitaux nécessitera plus de temps et d'analyse.

Utile et publié en temps opportun, l'Avis 45-330 des ACVM a aidé les émetteurs et les courtiers à répondre à certaines des questions soulevées par les placements effectués sous le régime de la dispense pour émetteur coté. Nous présentons ci-dessous d'autres facteurs à considérer fondés sur les orientations des ACVM et sur l'expérience que nous avons acquise jusqu'à présent.

Seuil de dilution de 50 %

Une question fréquemment posée dans le cadre des placements sous le régime de la dispense pour émetteur coté était de savoir comment calculer le seuil de dilution et, en particulier, si les bons de souscription d'actions placés dans le cadre d'un placement d'unités devaient être pris en compte dans la dilution maximale autorisée pour l'application de la dispense pour émetteur coté. Le Règlement 45-106 fait référence à une augmentation maximale des « titres de capitaux propres inscrits à la cote », c'est-à-dire des titres d'une catégorie de titres de capitaux propres inscrits à la cote d'une bourse reconnue. Il n'y a aucune référence aux titres pouvant être exercés contre des titres de capitaux propres inscrits à la cote, ce qui donne à penser que seules les actions ordinaires (en supposant qu'il s'agisse de la seule catégorie de titres inscrits à la cote) doivent être prises en compte aux fins du calcul de la dilution. Toutefois, l'Avis 45-330 des ACVM prévoit que les bons de souscription ou autres titres convertibles doivent être pris en compte dans le calcul de la dilution.

Il convient de noter que les bons de souscription ou les titres convertibles ne sont pas pris en

compte dans le calcul du montant maximal des fonds pouvant être levés dans un délai de 12 mois dans le cadre d'un placement sous le régime de la dispense pour émetteur coté.

Aucun préplacement

Le préplacement est un sujet délicat pour les petits émetteurs souhaitant réaliser un financement. Il est courant que les émetteurs aient des discussions avec des investisseurs potentiels avant d'annoncer un financement afin d'avoir la certitude qu'il sera couronné de succès. La dispense pour émetteur coté interdit strictement toute sollicitation d'achat avant la publication et le dépôt du communiqué et le dépôt du document d'offre dûment rempli. Cela signifie que les conditions et la structure du placement doivent être entièrement établies avant toute annonce publique et le début des efforts de commercialisation.

Dans le cas d'un placement par l'intermédiaire d'un courtier, le courtier et l'émetteur doivent avoir pleinement envisagé la participation des investisseurs avant de lancer le placement. Ils doivent également avoir signé la lettre d'engagement définissant les conditions du placement avant toute sollicitation d'achat.

L'Avis 45-330 des ACVM indique que les autorités de réglementation ne considèrent pas que la dispense pour émetteur coté puisse s'appliquer à un placement d'« actions en règlement d'une dette » parce qu'elle exigerait de l'émetteur qu'il s'engage avec le créancier avant l'annonce du placement et qu'il indique les limites de la dispense pour émetteur coté pour les placements par prise ferme, ce qui suggère une interprétation stricte de la restriction relative au préplacement.

Cette question mérite un examen approfondi, car la dispense pour émetteur coté semble être en contradiction avec les pratiques habituelles du marché.

Document d'offre

Le document d'offre est justifié par le fait que la dispense pour émetteur coté fait appel, en grande partie, au dossier d'information continue de l'émetteur dans le cadre du placement de titres librement négociables. La dispense pour émetteur coté repose sur un document d'offre simplifié et condensé, et non sur un prospectus requérant la présentation de renseignements détaillés et étendus. Cependant, le document d'offre n'est pas aussi simple qu'il n'y paraît. Les émetteurs ne peuvent pas y intégrer par renvoi des documents d'information (contrairement à un prospectus simplifié), et doivent donc veiller à respecter strictement les exigences de forme du document d'offre. Par exemple, la dispense pour émetteur coté exige la communication des faits récents, tout comme dans le cas d'un prospectus simplifié. Cependant, comme il n'est pas possible d'intégrer des documents par renvoi, les émetteurs doivent considérer le document d'offre comme un document d'information autonome, ce qui peut nécessiter l'ajout de renseignements supplémentaires.

En outre, dans le document d'offre, l'émetteur doit fournir des renseignements détaillés et complets sur l'affectation des fonds disponibles, y compris une ventilation détaillée de leur affectation et une description de chacune des principales fins, assorties de montants approximatifs. Ce niveau de détail est similaire à celui qui est requis pour décrire l'emploi du produit tiré d'un placement dans un prospectus, et exige plus de renseignements que ce qui serait normalement le cas pour la plupart des placements dispensés de prospectus.

Il est également rappelé aux émetteurs que, si le document d'offre contient de l'information fautive ou trompeuse, l'acquéreur dispose d'un droit d'annulation et d'un droit d'action en dommages-intérêts contre l'émetteur, qu'il se soit ou non fié à l'information fautive ou trompeuse.

Besoins en fonds de roulement

Pour pouvoir se prévaloir de la dispense pour émetteur coté, l'émetteur doit, notamment, s'attendre raisonnablement à disposer de fonds suffisants pour réaliser ses objectifs commerciaux et répondre à ses besoins de trésorerie pendant les 12 mois qui suivent la fin du placement sous le régime de la dispense pour émetteur coté. Les autorités en valeurs mobilières examinent les documents d'offre et les dossiers d'information pour confirmer le respect de cette exigence. Cela signifie que, pour s'assurer de pouvoir se prévaloir de la dispense pour émetteur coté, les émetteurs doivent s'assurer que leurs fonds disponibles seront suffisants pendant au moins 12 mois.

Convention de souscription d'actions

Les ACVM notent que, bien qu'il ne soit pas nécessaire que l'acquéreur signe une convention de souscription d'actions ou une reconnaissance de risque, les émetteurs pourraient avoir intérêt à utiliser une convention de souscription d'actions comprenant des déclarations, des garanties, des reconnaissances et des engagements de l'acquéreur concernant son statut et son habilité à agir, son respect des lois locales sur les valeurs mobilières, sa reconnaissance du risque lié au placement, son recours aux dispenses de prospectus et sa collecte indirecte de renseignements à caractère personnel, entre autres. Cette forme de convention de souscription d'actions serait similaire à la forme de celle que les émetteurs utilisent généralement dans le cadre de tout autre placement dispensé de prospectus.

Une autre approche consiste à inclure les déclarations, garanties, reconnaissances et engagements directement dans le document d'offre sous forme d'appendice ou d'annexe, en tant que déclarations, garanties, reconnaissances et engagements réputés de l'acquéreur. Cette approche serait analogue aux déclarations, garanties, reconnaissances et engagements réputés de l'acquéreur inclus dans une notice d'offre. Les émetteurs pourraient également envisager de faire signer à l'acquéreur une convention de souscription toute simple d'une page, qui servirait à documenter la souscription et à assurer le lien contractuel avec l'acquéreur.

L'approche adoptée par l'émetteur dépendra largement des conditions du placement et des types de déclarations, de garanties, de reconnaissances et d'engagements de l'acquéreur que l'émetteur veut ou souhaite obtenir dans le cadre du placement. Par exemple, si le placement comporte la vente de titres dans des territoires étrangers ou d'actions accréditives, l'émetteur pourrait demander des déclarations, garanties, reconnaissances et engagements supplémentaires de l'acquéreur, auquel cas il pourrait être préférable de recourir à une convention de souscription d'actions.

Période de détention exigée par la Bourse de croissance TSX

Il convient de noter que les titres émis par des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX (TSX de croissance) sous le régime de la dispense pour émetteur coté pourraient ne pas être réellement librement négociables s'ils sont soumis à une période de détention de la part de la TSX de croissance.

La TSX de croissance impose une période de détention de quatre mois pour certaines actions inscrites à la cote (ou titres échangeables contre des actions inscrites à la cote) émises, y compris celles qui sont émises en faveur des personnes suivantes :

1. les administrateurs, les dirigeants et les promoteurs;

2. les consultants;
3. toute personne détenant plus de 10 % des droits de vote rattachés aux titres de l'émetteur.

La même restriction s'applique aux options d'achat d'actions attribuées à un prix d'exercice inférieur au prix du marché et aux titres émis à un prix inférieur à 0,05 \$ s'ils ne sont pas visés par un prospectus ou émis dans le cadre d'un placement de droits. Les titres soumis à une période de détention par la TSX de croissance doivent porter une légende indiquant qu'ils sont soumis à une période de détention, conformément aux politiques de la Bourse de Toronto.

Ventes aux États-Unis et ailleurs dans le monde

La dispense pour émetteur coté étant une dispense de prospectus relativement nouvelle, la manière dont les territoires étrangers la considéreront au regard de leur législation locale en matière de valeurs mobilières reste quelque peu incertaine.

Par exemple, aux États-Unis, si le document d'offre est assimilé à un prospectus, l'émetteur devra y déposer une notice d'offre relative à un placement privé (*private placement memorandum*, communément appelé un « *U.S. wrapper* ») pour pouvoir offrir ses titres à des acquéreurs américains. Dans d'autres pays, les émetteurs peuvent être confrontés à des demandes supplémentaires et fastidieuses de la part des acquéreurs et des courtiers, par exemple un avis juridique sur le respect des lois locales en ce qui concerne le document d'offre.

Nous pensons que, avec le temps, le marché sera de plus en plus à l'aise avec la dispense pour émetteur coté, ce qui se traduira par une plus grande certitude. Toutefois, les émetteurs ne doivent pas présumer que les territoires étrangers traiteront les placements sous le régime de la dispense pour émetteur coté comme des placements privés en vertu de leurs règles locales. Les émetteurs doivent tenir compte de ces éventuels écueils et consulter leurs conseillers juridiques pour déterminer les territoires dans lesquels ils prévoient réaliser leur placement sous le régime de la dispense pour émetteur coté.

Combinaison avec d'autres placements et choix de territoires

L'Avis 45-330 des ACVM précise que les émetteurs ne peuvent pas se prévaloir de la dispense pour émetteur coté au Québec tout en utilisant un prospectus dans d'autres territoires dans le seul but de contourner l'obligation de traduire le prospectus. Toutefois, s'il n'est pas un émetteur assujéti dans un territoire local, un émetteur peut effectuer dans ce territoire un placement sous le régime de la dispense pour émetteur coté en même temps qu'un placement effectué par voie de prospectus dans les territoires où il est un émetteur assujéti. Cette possibilité est utile pour l'émetteur qui a déposé un prospectus préalable dans certains territoires et qui souhaite éviter le délai requis pour l'ajout d'autres territoires à son prospectus préalable. Toutefois, il est important de déterminer à l'avance les territoires dans lesquels le placement sera effectué afin de pouvoir se conformer aux obligations inhérentes à la dispense pour émetteur coté, notamment la restriction relative au préplacement. Compte tenu de la position de l'Autorité des marchés financiers énoncée dans l'Avis 45-330 des ACVM, on peut présumer que la réalisation d'un placement sous le régime de la dispense pour émetteur coté au Québec et d'un placement par voie de prospectus à l'extérieur du Québec fera l'objet d'un examen approfondi, même si l'émetteur ne croit pas que la seule raison pour laquelle il a structuré le placement de cette façon était de contourner l'obligation de traduire le prospectus.

Courtiers

Comme pour la plupart des autres dispenses de prospectus, les courtiers qui participent à des placements sous le régime de la dispense pour émetteur coté n'engagent pas leur responsabilité face à la loi, et ne signent pas le document d'offre. Les ACVM précisent qu'elles s'attendent à ce que les courtiers inscrits continuent à faire preuve de diligence raisonnable à l'égard de l'émetteur et des renseignements qu'il fournit, afin de respecter les obligations de convenance au client qui leur incombent en vertu des lois sur les valeurs mobilières applicables, notamment les exigences relatives à la connaissance du client et à la connaissance du produit. Les courtiers inscrits peuvent également être soumis à une responsabilité en common law et à un risque de réputation du fait de participer au placement. En conséquence, les courtiers qui participent à un placement sous le régime de la dispense pour émetteur coté doivent soumettre l'émetteur à une vérification diligente appropriée, y compris ses documents d'information continue et ses registres d'entreprise, et tenir des séances de vérification diligente avec la direction, entre autres.

La principale question qui se pose pour les financements par l'intermédiaire d'un courtier faisant appel à la dispense pour émetteur coté est que le calendrier est quelque peu différent de celui des placements privés par l'intermédiaire d'un courtier habituels. Le courtier devra commencer sa vérification diligente plus tôt qu'il ne l'aurait fait autrement, afin de contribuer de manière significative au document d'offre et d'évaluer la justesse de l'information. En raison des renseignements supplémentaires concernant le placement qui figurent dans le document d'offre (qui sont généralement plus nombreux que ceux qui figureraient dans un communiqué annonçant un financement), le courtier doit aussi confirmer la logistique du placement plus tôt qu'il ne l'aurait fait autrement. La restriction relative au préplacement constitue également une préoccupation majeure pour les courtiers, dans la mesure où ceux-ci ne pourront s'en remettre à aucune vérification du marché.