



Compliance

interpretation bulletin

Conformité

bulletin d'interprétation

Le 29 septembre 1993

C-61

AUX : DIRECTEURS DU SERVICE DE FINANCEMENT DES SOCIÉTÉS DES FIRMES
MEMBRES DE L'ACCOVAM
DIRECTEURS DE LA CONFORMITÉ DES FIRMES MEMBRES DE L'ACCOVAM

**DIRECTIVES POUR L'OBSERVATION DES DISPOSITIONS
DE L'ARTICLE 13 DU TITRE XXIX DES STATUTS DE L'ACCOVAM
ET DU BY-LAW 16.42 DE LA BOURSE DE TORONTO**

PRÉCOMMERCIALISATION DE PLACEMENTS

Ces directives visent à aider les Membres dans l'interprétation et l'observation des dispositions de l'article 13 du titre XXIX des Statuts de l'ACCOVAM et du By-Law 16.42 de la Bourse de Toronto (les «Statuts»). Prière de se reporter également à l'Avis des autorités canadiennes en valeurs mobilières intitulé «Les activités de précommercialisation dans les acquisitions fermes», ci-joint.

1. Titres convertibles

La définition d'un titre de participation qui est donné dans les Statuts englobe également les titres convertibles en titres de participation. Un titre est réputé être convertible en un titre de participation s'il comporte un droit ou une option d'acheter, de convertir ou d'échanger ou d'acquérir autrement un titre de participation. En ce qui concerne certaines actions privilégiées rachetables au gré de l'émetteur ou du porteur, l'émetteur a le droit de payer le prix de remboursement (lorsqu'il exerce son droit de racheter des actions privilégiées) ou le prix de rachat (lorsque le porteur exerce son droit de faire racheter les actions) en émettant des titres de participation avec un escompte d'émission par rapport au cours du marché plutôt que de payer le prix de remboursement ou le prix de rachat en espèces. Ces caractéristiques sont connues sous le nom de remboursements et rachats à des conditions de faveur.

Les actions privilégiées qui comportent un remboursement ou un rachat à des conditions de faveur ne devraient pas être considérées comme des titres de participation aux fins d'application des Statuts. Bien que l'émetteur ait l'option d'émettre des titres de participation avec un escompte

d'émission par rapport au cours du marché afin de respecter les conditions relatives aux actions privilégiées rachetables au gré du porteur ou au gré de l'émetteur, sauf circonstances atténuantes, l'émetteur choisira de payer le prix de remboursement ou le prix de rachat en espèces afin d'éviter d'avoir à payer un coût en capital plus élevé que celui qui serait dicté par le marché. Par conséquent, les actions privilégiées comportant un droit de rachat au gré du porteur ou de l'émetteur ressemblent à des titres d'emprunt et devraient être considérées en tant que tels en ce qui concerne l'application des Statuts.

2. Commencement du placement

(a) **DÉFINITION** – Le commencement du placement est défini dans les Statuts comme étant le moment où un Membre a eu des discussions de placement avec un émetteur ou un porteur qui vend ses titres ou encore avec un autre preneur ferme qui a lui-même eu des discussions avec un émetteur ou un porteur qui vend ses titres, discussions qui ont été «suffisamment précises» pour qu'il soit raisonnable de penser que le Membre (seul ou avec un autre preneur ferme) proposera une prise ferme des titres à l'émetteur ou au porteur qui vend ses titres. Cette disposition vise à assurer que l'information confidentielle concernant les intentions de l'émetteur relatives à un projet de financement ne soit pas communiquée à des acheteurs éventuels. Par conséquent, bien que des discussions privées entre Membres et émetteurs entreraient probablement dans le cadre de la définition, une annonce publique par un émetteur relativement à ses intentions de financement, par exemple à l'occasion d'une réunion publique, lors de laquelle un Membre est présent, ne serait généralement pas considérée comme des discussions de placement. De plus, étant donné que dans le cours normal des affaires les discussions d'un Membre avec un émetteur seraient rapidement suivies d'une offre par le Membre, un délai important entre les discussions et l'offre indiquerait généralement que les discussions n'ont pas été «suffisamment précises», ou que le Membre a déterminé qu'il ne procéderait pas au placement, et, par conséquent, ces discussions ne constitueraient probablement pas un commencement de placement. S'il n'y a pas de discussions de placement et que l'émetteur accepte simplement une offre de prise ferme d'un placement par un Membre, le commencement d'un placement survient alors simultanément à l'acceptation de l'offre et peut évidemment cesser presque immédiatement avec l'émission d'un communiqué de presse.

(b) Le commencement d'un placement peut survenir à divers moments au cours d'une prise ferme pour différents Membres et dépend de la façon dont chaque Membre fait des affaires. Ce commencement débute au plus tard au moment où l'offre de prise ferme est faite à l'émetteur.

Bien que la décision finale de faire l'offre puisse éventuellement être prise par un comité de prise ferme composé de dirigeants du Membre, il se peut très bien que les circonstances soient telles que le placement ait commencé avant que la décision du comité soit prise. Par exemple, si le personnel du service de financement des sociétés chargé de soumettre des projets d'opération à l'approbation est d'avis qu'un projet d'opération sera probablement approuvé par le comité de prise ferme, sa décision de recommander cette opération pourrait constituer un commencement de placement. Lorsque cela se produit, des personnes ayant connaissance des discussions de placement ou des personnes ayant reçu des instructions de personnes au courant de ces discussions ne peuvent avoir d'autres discussions avec des acheteurs potentiels.

(c) **FIN DES RESTRICTIONS** – Les Statuts prévoient trois événements qui donnent à un Membre la possibilité d’avoir des communications avec des acheteurs éventuels. L’un d’entre eux se produit lorsque l’émetteur ou le porteur qui vend ses titres émet un communiqué de presse conformément à une décision générale ou à une ordonnance annonçant la signature d’un contrat de prise ferme sous réserve que toutes les conditions prévues dans la décision générale ou l’ordonnance soient respectées. Étant donné que certaines des conditions de la décision générale ou de l’ordonnance se rapportent à des événements qui doivent survenir après l’émission du communiqué de presse, ceci crée pour un Membre un certain degré d’incertitude quant à savoir si une commercialisation légitime peut devenir une précommercialisation illégitime si une condition n’est pas respectée. Le fait qu’une condition soit indépendante de la volonté du Membre complique le problème. Par conséquent, cette disposition ne sera pas interprétée de façon défavorable pour le Membre si le fait de ne pas pouvoir respecter des conditions était indépendant de la volonté de ce dernier.

(d) **FIN DES RESTRICTIONS** – Bien qu’en vertu des Statuts trois événements peuvent entraîner la fin des restrictions relatives aux communications, il convient de noter que la publication d’un communiqué de presse annonçant le placement est nécessaire afin d’assurer un accès équitable à des renseignements importants pour tous les participants du marché, et afin de répondre aux préoccupations concernant les «tuyaux» et les opérations fondées sur des renseignements importants non-rendus publics. L’une des conditions de la décision générale de la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario relative à la sollicitation quant à la manifestation anticipée d’un intérêt avant le dépôt d’un prospectus provisoire est qu’un communiqué de presse doit être émis et déposé immédiatement lors de la conclusion d’un contrat de prise ferme exécutoire. Par conséquent, un communiqué de presse doit être émis et distribué avant d’entreprendre des communications avec des acheteurs éventuels de l’émission.

(e) **STABILISATION DU MARCHÉ ET OPÉRATIONS DE CONTREPARTIE** – En vertu des Statuts, le commencement d’un placement surviendra généralement avant que des restrictions ne soient imposées aux opérations de contrepartie et que la négociation d’ordres sollicités par des preneurs fermes ne commence conformément au By-Law 11.11 de la Bourse de Toronto. La négociation d’ordres sollicités débute lorsqu’un Membre passe un contrat ou une entente relative à un placement. Normalement, ceci surviendra après que des discussions avec un émetteur ou un porteur qui vend ses titres ont été suffisamment précises pour qu’il soit raisonnable de penser que le Membre proposera une prise ferme.

Il convient de noter que les Statuts interdisent également les opérations de contrepartie sur des titres qui font l’objet de discussions de placement si ces opérations sont entreprises ou dirigées par une personne au courant de ces discussions. Cette interdiction s’applique pendant la même période au cours de laquelle les restrictions relatives aux communications s’appliquent, et reflète l’interdiction légale concernant les «opérations d’initiés» effectuées par des personnes en possession d’une information importante non rendue publique. Aux fins de stabilisation du marché conformément au By-Law 11.11 de la Bourse de Toronto, les opérations de contrepartie ne sont permises uniquement que si elles sont par ailleurs légales – c’est-à-dire que si le placement et l’information importante qui s’y rapporte ont été rendus publics et communiqués aux investisseurs. Les restrictions relatives à la négociation prévues dans l’article 11.11 restent en vigueur jusqu’à la fin du placement par le Membre ou la fin du placement en vertu de la législation des valeurs mobilières, selon le premier de ces deux événements qui survient.

(f) **DIFFUSION D'UN COMMUNIQUÉ DE PRESSE** – Les Statuts stipulent qu'un communiqué de presse est réputé avoir été émis lorsqu'il est diffusé conformément aux directives des bourses compétentes. Dans le cas de titres inscrits à la cote d'une bourse, le communiqué doit être diffusé conformément aux règlements de la Bourse de Toronto relatifs à l'information occasionnelle, ou aux règlements correspondant des bourses de Montréal, de Vancouver ou de l'Alberta. Les directives de la Bourse de Toronto prescrivent la diffusion du texte intégral d'un communiqué de nouvelles par l'intermédiaire d'un service de presse effectuant une diffusion à l'échelle nationale dans les milieux financiers.

3. Placements dispensés et bons spéciaux de souscription

Les discussions entre un Membre et un émetteur ou un porteur qui vend ses titres relativement à un projet de placement qui sera dispensé des exigences de la loi des valeurs mobilières relatives au prospectus, ne sont pas réglementées par les Statuts. Ceci comprend les cas où un émetteur et un Membre ont une intention réelle, dont ils peuvent faire la preuve, d'effectuer un placement dispensé qui est abandonné pour un placement au moyen d'un prospectus. Toutefois, dans un tel cas, s'il est raisonnable pour le Membre de s'attendre à ce qu'un placement dispensés soit abandonné, toutes les activités ultérieures de précommercialisation devront observer les dispositions des Statuts.

L'interprétation ci-dessus s'applique à des placements privés conventionnels de titres lorsque ces titres doivent être émis et détenus dans le cadre du «régime fermé», y compris les émissions de bons spéciaux de souscription par des émetteurs qui ne sont pas admissibles au régime du prospectus simplifié (POP System). Toutefois, les restrictions relatives à la précommercialisation prévues dans l'article 13 du titre XXIX des Statuts de l'Association visent les placements de bons spéciaux de souscription par des émetteurs dans le cadre du Régime du prospectus simplifié.

4. Attestation

Bien que l'attestation soit faite «au nom» du Membre et, de façon générale, la personne qui signe ne le fasse pas en son nom personnel, des cas peuvent survenir où la conduite du signataire peut être considérée par un organisme d'autoréglementation comme inconvenante ou contraire à l'intérêt du public ou comme une question relevant du maintien de l'aptitude à des fins d'enregistrement en vertu de la législation des valeurs mobilières.

L'attestation permet effectivement la délégation des pouvoirs d'enquête («ou fait effectuer»); toutefois, ces pouvoirs devraient être délégués à un haut dirigeant qui est la personne appropriée pour effectuer l'enquête.

Pour plus de renseignements, prière de s'adresser à Ian C.W. Russell, vice-président, Marché des capitaux, au (416) 865-3036.

**PRIÈRE DE TRANSMETTRE LE PRÉSENT BULLETIN
À TOUS LES INTÉRESSÉS DANS VOTRE FIRME**

1.6 Avis des autorités canadiennes en valeurs mobilières – Les activités de précommercialisation dans les acquisitions fermes

LES ACTIVITÉS DE PRÉCOMMERCIALISATION DANS LES ACQUISITIONS FERMES

Historique

Un débat a lieu, depuis un certain temps sur la question de savoir si certaines activités qui peuvent être menées pour faciliter le placement d'une émission et limiter le risque de prise ferme sont contraires au régime, ou incompatibles avec le régime, mis en place par la législation en valeurs mobilières des provinces et territoires. La publication en 1992 des propositions de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) sur les acquisitions fermes (bought deal) a contribué à préciser les termes de ce débat.

Résumé

Le présent avis expose les conclusions du personnel des autorités canadiennes en valeurs mobilières¹ sur la légalité de ces activités de précommercialisation dans les acquisitions fermes. On trouvera ces conclusions sous le titre **La position du personnel**.

Qu'est-ce que la précommercialisation?

Le terme «précommercialisation» ne comporte pas de définition légale. Dans le domaine des acquisitions fermes, le terme s'entend généralement des communications d'un courtier, directes ou par l'entremise d'un de ses dirigeants, employés ou mandataires, avec une autre personne (à l'exception d'un autre courtier) en vue de se renseigner sur l'intérêt que manifeste cette personne, ou la personne qu'elle représente, pour la souscription de titres du type que l'on compte placer, avant le dépôt d'un prospectus provisoire portant sur ces titres auprès des autorités en valeurs mobilières. Dans le présent avis, le terme sera entendu dans le sens de cette gamme d'activités.

¹ Dans le présent communiqué, le personnel de chaque autorité en valeurs mobilières ne se prononce qu'en fonction de la législation applicable dans son ressort.

Cadre législatif

Les activités de précommercialisation sont circonscrites par deux groupes de dispositions de la législation en valeurs mobilières :

- les dispositions concernant le placement de titres, qui définissent généralement la façon dont l'information peut être communiquée dans le cadre d'un placement de titres;
- les dispositions concernant les obligations d'information continue des émetteurs et concernant l'information privilégiée, qui interdisent la diffusion d'une information importante non publique et les opérations par des personnes en possession d'une telle information.

Le présent avis se concentre sur la question de déterminer dans quelle mesure la précommercialisation peut être entreprise selon le régime du prospectus mis en place par la législation en valeurs mobilières. Il n'aborde pas la question de l'application des dispositions sur l'information privilégiée, laquelle dépend étroitement de la situation envisagée, puisqu'il s'agit de déterminer si l'information sur un fait important ou un changement important non public a été utilisée ou communiquée autrement que dans le cours de l'activité normale. Comme le régime prévu par la législation en ce qui concerne l'information privilégiée continuera à s'appliquer, le fait de se conformer au présent avis sera sans effet lorsqu'il s'agira de déterminer s'il y a eu utilisation ou communication d'information privilégiée ou lorsqu'il s'agira pour une autorité en valeurs mobilières de prendre des mesures à l'égard d'activités de cette nature.

La précommercialisation sous le régime du prospectus

La législation en valeurs mobilières prévoit que, sous réserve de certaines exceptions limitées, nul ne peut faire une «opération» (trade) sur une valeur lorsque cette opération constituerait un «placement», à moins qu'un prospectus provisoire et un prospectus définitif n'aient été déposés et visés. Cette interdiction ne couvre pas les placements qui sont expressément dispensés de ces exigences en vertu de la législation en valeurs mobilières.

Pour déterminer si la précommercialisation est permise dans ce régime, il faut répondre aux questions suivantes :

- les activités de précommercialisation constituent-elles une opération?

- dans l'affirmative, ces opérations constituent-elles un placement qui n'est pas dispensé du régime du prospectus?

Au Québec, puisque la législation en valeurs mobilières a été conçue sans la notion d'«opération», la seule question qui se pose est de savoir si la précommercialisation entre dans la définition du placement.

La précommercialisation constitue-t-elle une «opération»?

Selon la législation en valeurs mobilières (sauf au Québec), le terme «opération» est défini, de façon non restrictive, comme englobant les activités suivantes :

- toute vente ou disposition à titre onéreux d'un titre;
- la réception, par une personne inscrite, d'une ordre d'achat ou de vente d'un titre;
- un acte, une publicité, une sollicitation, une conduite ou une négociation qui est orienté, directement ou indirectement, vers l'une des activités précédentes.

Les activités de précommercialisation sont, à tout le moins, «une conduite orientée, directement ou indirectement» vers la vente des titres en question et entrent donc dans la définition d'«opération».

La précommercialisation constitue-t-elle un placement non dispensé?

Dans les provinces autres que le Québec, même si la précommercialisation constitue une «opération» pour l'application de la législation en valeurs mobilières, elle ne serait interdite par le régime du prospectus que si elle constituait un «placement» au sens de cette législation; le placement est défini comme comprenant notamment les «opérations» sur des titres nouveaux ou sur des titres provenant d'un bloc de contrôle.

Au Québec, la définition du «placement» comprend notamment le fait, par un intermédiaire, de rechercher ou de trouver des souscripteurs ou des acquéreurs de titres faisant l'objet d'un placement.

La portée de la définition du terme «opération» et, au Québec, du terme «placement» est si étendue que l'interdiction faite par la législation en valeurs mobilières de faire une opération sur un titre ou de placer un titre à moins qu'on ait déposé un prospectus provisoire ou un prospectus, pourrait

s'appliquer à toute activité, si éloignée soit-elle de la vente effective d'un titre. Le personnel estime que cette interprétation n'est pas fondée. Pour que des communications forment partie d'un placement, elles doivent être entreprises dans le contexte du placement.

La position que la précommercialisation effectuée pendant la période qui va de la signature du contrat de prise ferme au dépôt du prospectus provisoire fait partie du placement est implicite dans des décisions générales prononcées par les commissions de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Ontario, du Québec et de la Saskatchewan. Toutefois, on ne peut en conclure que la précommercialisation effectuée avant la signature de la convention de prise ferme ne fait pas partie du placement. Le personnel estime que cette interprétation est trop restrictive.

La position du personnel

Selon la position du personnel, le placement commence au moment où sont réunies les deux conditions suivantes :

- un courtier a eu des discussions avec un émetteur ou un porteur qui vend ses titres, ou encore avec un autre courtier qui a lui-même eu des discussions avec un émetteur ou un porteur qui vend ses titres concernant un placement de titres;
- ces discussions (les «discussions de placement») ont été suffisamment précises pour qu'il soit raisonnable de penser que le courtier (seul ou avec d'autres) proposera une prise ferme des titres à l'émetteur ou au porteur qui vend ses titres.

Selon ce qui a été rapporté au personnel, de nombreux courtiers communiquent régulièrement avec des clients et des clients éventuels concernant leur intérêt pour divers titres. Le personnel ne croit pas que de telles discussions dans le cours habituel des choses sont généralement orientées vers le placement. Toutefois, à compter du commencement du placement, sont orientées vers le placement et, donc, contraires à la législation en valeurs mobilières les communications du courtier visant à déterminer l'intérêt d'une personne, agissant pour son propre compte ou pour le compte de personnes qu'elle représente, pour la souscription ou l'acquisition de titres du type de ceux qui font l'objet de discussions de placement menées par un dirigeant, un employé ou un mandataire du courtier qui remplit l'une ou l'autre des deux conditions suivantes :

- a) il a participé aux discussions de placement ou en a effectivement eu connaissance;
- b) ses communications ont été dirigées, suggérées ou provoquées par une personne visée en a) ou par une autre personne dont les communications ont été dirigées, suggérées ou provoquées par une personne visée en b).

En conséquence, de telles communications sont interdites du commencement du placement jusqu'au moment où se réalise l'un des trois faits suivants :

- l'octroi d'un visa pour le prospectus provisoire en vue du placement;
- l'émetteur émet et dépose un communiqué de presse annonçant la signature d'un contrat de prise ferme à l'égard d'une acquisition ferme conformément à toute décision générale qui sera prononcée par les autorités en valeurs mobilières ou à tout avis publié en vertu d'une décision générale déjà prononcée, à la condition que toutes les conditions prévues dans cette décision générale ou cet avis soient respectées;
- l'émetteur décide de ne pas donner suite au placement.

Les activités de mainteneur de marché et les autres activités de contrepartie sur les titres du type de ceux qui font l'objet des discussions de placement seraient également interdites aux personnes visées en a) ci-dessus ou aux personnes dont les communications ont été dirigées, suggérées ou provoquées par une personne visée en a) ou b), à compter du commencement du placement.

Peut-on invoquer des dispenses de prospectus?

Certains ont fait valoir que, même si elle est clairement orientée vers le placement, la précommercialisation pouvait être entreprise dans certaines circonstances. Plus précisément, on a prétendu que, s'il existait une dispense de prospectus pour un placement déterminé, la précommercialisation pouvait aussi bénéficier de la dispense de prospectus.

Cette analyse repose sur l'argument que la précommercialisation constitue un placement qui est couvert par la dispense de prospectus, alors que la vente effective du titre constituerait un second placement distinct fait au moyen du prospectus. Le personnel estime que cette analyse est contraire à la législation en valeurs mobilières.

Selon la position du personnel, dans ces circonstances, le placement à l'égard duquel la précommercialisation a été entreprise est le placement au moyen du prospectus qu'on prévoit d'établir. L'activité de précommercialisation doit être considérée dans le contexte du placement au moyen d'un prospectus et comme une activité orientée vers ce placement. Autrement, les préoccupations explicites et implicites dans la législation en valeurs mobilières (accès égal à l'information, conditionnement du marché et usage ou communication d'information privilégiée), ainsi que les dispositions de la législation mises en place pour permettre cet accès à l'information et prévenir ces abus pourraient être contournées aisément.

Le personnel reconnaît toutefois qu'un émetteur et un courtier peuvent avoir une intention réelle, dont il peuvent faire la preuve, d'effectuer un placement dispensé et que, par la suite, ce placement dispensé peut être abandonné pour un placement au moyen d'un prospectus. Dans ces circonstances restreintes, les deux placements ne s'intègrent pas l'un dans l'autre, selon le personnel, pour former, au point de vue du fond, un placement unique au moyen d'un prospectus.

S'il est raisonnable pour le courtier de s'attendre à ce qu'un placement dispensé soit abandonné en faveur d'un placement au moyen d'un prospectus, les règles exposées plus haut concernant la précommercialisation s'appliqueraient à compter de ce moment.

Observation des règles

Le personnel estime que les courtiers devraient élaborer, mettre en application et faire respecter des procédures visant à prévenir leurs dirigeants, leurs employés et leurs agents de s'engager dans des activités de précommercialisation qui sont contraires à la législation en valeurs mobilières. Il incombe à chaque courtier de choisir les règles et de les appliquer.

Pour de plus amples informations, prière de contacter :

Mme Rosetta Gagliardi 514 873-5326 ou
1 800 361-5828

ou M. Robert Garneau 514 873-5326 ou
1 800 361-5828