

Avis de publication

Projet de modifications à la Norme canadienne 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs

Le 25 juin 2015

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») mettent en œuvre les modifications (les « modifications à la Norme canadienne ») apportées à la Norme canadienne 33-105 sur les *conflits d'intérêts chez les placeurs* (la « Norme canadienne »). Les modifications à la Norme canadienne sont mises en œuvre par tous les membres des ACVM. Dans certains territoires, elles nécessitent l'approbation ministérielle. Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications à la Norme canadienne entreront en vigueur le 8 septembre 2015.

Objet des modifications à la Norme canadienne

Les modifications à la Norme canadienne prévoient une dispense des obligations d'information relatives aux conflits d'intérêts entre l'émetteur et le courtier dans le cadre d'un placement privé effectué par un émetteur étranger auprès d'investisseurs avertis au Canada.

Les modifications à la Norme canadienne élimineront l'obligation de fournir de l'information sur les émetteurs associés et reliés dans le cadre de placements de titres qui répondent à la définition de « titre étranger admissible ». Les modifications à la Norme canadienne définissent les titres étrangers admissibles comme un titre offert principalement dans un territoire étranger et qui est :

- émis par un émetteur qui réunit les conditions suivantes :
 - il est constitué ou établi en vertu des lois d'un territoire étranger;
 - il n'est émetteur assujéti dans aucun territoire du Canada;
 - son siège est situé à l'étranger;
 - la majorité des membres de sa haute direction et de ses administrateurs résident ordinairement à l'étranger;
- émis ou garanti par le gouvernement d'un territoire étranger.

Les modifications à la Norme canadienne prévoient que le souscripteur des titres doit être un client autorisé (au sens de la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*).

Elles visent à éliminer l'une des obligations d'information qui nécessite l'utilisation d'une « chemise » (mieux connue sous la désignation anglaise « wrapper ») lorsque des titres étrangers sont offerts sous le régime d'une dispense de prospectus au Canada dans le cadre d'un placement

international. Ces dispenses pourraient faciliter la participation des investisseurs canadiens avertis qui sont des clients autorisés aux placements de titres étrangers.

Les modifications à la Norme canadienne s'appliqueront aux placements effectués par les fonds autres que des fonds d'investissement et les fonds d'investissement à capital fixe qui respectent les critères susmentionnés. Selon l'alinéa *b* de son article 1.3, la Norme canadienne ne s'applique pas aux titres d'un organisme de placement collectif. Les émetteurs non canadiens qui sont des fonds d'investissement doivent se rappeler que d'autres obligations réglementaires canadiennes particulières aux fonds d'investissement, comme l'inscription à titre de gestionnaire de fonds d'investissement, s'appliquent peut-être encore. Les clients autorisés qui sont des fonds d'investissement doivent se rappeler que d'autres obligations réglementaires canadiennes, notamment les restrictions sur les fonds de fonds, sont susceptibles de limiter la capacité d'un fonds d'investissement canadien de souscrire des titres d'un émetteur non canadien qui est un fonds d'investissement.

Contexte

Les modifications à la Norme canadienne tiennent compte des commentaires formulés sur les propositions que nous avons publiées pour consultation le 28 novembre 2013 (les « textes de novembre 2013 »).

Pour rédiger les textes de novembre 2013, nous avons :

- mené une recherche sur les obligations d'information relatives aux conflits d'intérêts entre les émetteurs et les courtiers aux États-Unis;
- étudié les commentaires reçus au sujet de la mise en œuvre d'une dispense (la « dispense relative à la chemise ») accordée antérieurement à certains courtiers participant à des placements privés de titres étrangers au Canada;
- examiné les données compilées à partir de rapports mensuels qui nous ont été transmis par les courtiers ayant obtenu la dispense relative à la chemise.

Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

La période de consultation sur les textes de novembre 2013 a pris fin le 26 février 2014 et les ACVM ont reçu les mémoires de sept intervenants. Il est possible de consulter les mémoires sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la CVMO au www.osc.gov.on.ca.

Nous avons étudié les mémoires et remerciés les intervenants de leurs commentaires. La liste des intervenants figure à l'Annexe C et un résumé de leurs commentaires, accompagné de nos réponses, figure à l'Annexe D.

Résumé des changements apportés aux textes de novembre 2013

Après examen des commentaires reçus, nous avons apporté certains changements aux textes de novembre 2013 qui sont reflétés dans les modifications à la Norme canadienne publiées avec le présent avis. Comme ils ne sont pas importants, nous ne publions pas les modifications à la Norme canadienne de nouveau pour consultation.

Le résumé des principaux changements apportés aux textes de novembre 2013 figure à l'Annexe B.

Modifications connexes

Les textes suivants sont également publiés aujourd'hui :

- la Norme canadienne 45-107 sur les *dispenses relatives à la déclaration d'inscription à la cote et à la communication des droits d'action prévus par la loi*;
- en Ontario, les modifications à la *Rule 45-501 Ontario Prospectus and Registration Exemptions* de la CVMO;
- une modification propre à l'Ontario à l'Annexe 45-106A1, *Déclaration de placement avec dispense*.

L'ensemble de ces modifications se rapporte à la communication des droits d'action prévus par la loi et aux restrictions sur les déclarations selon lesquelles les titres seront inscrits à la cote d'une bourse ou cotés sur un système de cotation. Cette information figure aussi généralement dans une chemise établie pour les placements de titres étrangers. De plus amples renseignements se trouvent dans les avis qui accompagnent ces publications.

Questions locales

Une annexe est publiée dans tout territoire intéressé où des changements sont apportés à la législation en valeurs mobilières locale, notamment à des avis ou à d'autres documents de politique locaux. Elle contient également toute autre information qui ne se rapporte qu'au territoire intéressé.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser aux personnes suivantes :

Georgia Koutrikas

Analyste, Financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4393
georgia.koutrikas@lautorite.qc.ca

Kristina Beauclair

Analyste experte, Financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4397
kristina.beauclair@lautorite.qc.ca

Jo-Anne Matear

Manager, Corporate Finance Branch
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 593-2323
jmatear@osc.gov.on.ca

Elizabeth Topp

Senior Legal Counsel, Corporate Finance Branch
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 593-2377
etopp@osc.gov.on.ca

Amy Tsai

Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 593-8074
atsai@osc.gov.on.ca

Tracy Clark

Legal Counsel
Alberta Securities Commission
403 355-4424
tracy.clark@asc.ca

Brian Murphy

Deputy Director, Capital Markets
Nova Scotia Securities Commission
902 424-7768
brian.murphy@novascotia.ca

Annexes de l'avis

Annexe A – Projet de modifications à la Norme canadienne 33-105 sur les *conflits d'intérêts chez les placeurs*

Annexe B - Résumé des changements apportés aux textes de novembre 2013

Annexe C – Liste des intervenants

Annexe D – Résumé des commentaires et réponses des ACVM

ANNEXE A

PROJET DE MODIFICATIONS À LA NORME CANADIENNE 33-105 SUR LES CONFLITS D'INTÉRÊTS CHEZ LES PLACEURS

1. La Norme canadienne 33-105 sur les *conflits d'intérêts chez les placeurs* est modifié par l'insertion, après l'article 3.2, de ce qui suit :

« PARTIE 3A DISPENSES NON DISCRÉTIONNAIRES – TITRES ÉTRANGERS ADMISSIBLES

« 3A.1. Définitions

Dans la présente partie, on entend par :

« client autorisé » : un client autorisé au sens de l'article 1.1 de la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* ;

« document relatif au placement dispensé » : l'un des documents suivants :

- a) au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, en Ontario et en Saskatchewan, une notice d'offre ou *offering memorandum* au sens de la législation en valeurs mobilières de ces territoires;
- b) dans les autres territoires, le document, et ses modifications, qui réunit les conditions suivantes :
 - i) il décrit les activités et les affaires de l'émetteur;
 - ii) il a été établi principalement pour transmission à un souscripteur éventuel et examen par celui-ci dans le but de l'aider à prendre une décision d'investissement dans des titres placés sous le régime d'une dispense de prospectus;

« FINRA » : l'organisme d'autoréglementation des États-Unis d'Amérique connu sous le nom de Financial Industry Regulatory Authority;

« membre de la haute direction » : à l'égard d'un émetteur, l'une des personnes physiques suivantes :

- a) le président du conseil d'administration, le vice-président du conseil d'administration ou le président de l'émetteur;
- b) le chef de la direction ou le chef des finances;
- c) un vice-président responsable de l'une des principales unités d'exploitation, divisions ou fonctions, notamment les ventes, les finances ou la production;
- d) une personne physique exerçant un pouvoir de décision à l'égard des grandes orientations de l'émetteur;

« titre étranger admissible » : un titre offert principalement dans un territoire étranger dans le cadre d'un placement de titres dans l'un des cas suivants :

- a) le titre est émis par un émetteur qui réunit les conditions suivantes :
 - i) il est constitué ou établi en vertu des lois d'un territoire étranger;
 - ii) il n'est émetteur assujéti dans aucun territoire du Canada;
 - iii) son siège est situé à l'étranger;

- iv) la majorité des membres de sa haute direction et de ses administrateurs résident ordinairement à l'étranger;
- b) le titre est émis ou garanti par le gouvernement d'un territoire étranger.

« 3A.2. Champ d'application »

La présente partie ne s'applique pas à un placement pour lequel un prospectus a été déposé auprès d'une autorité en valeurs mobilières du Canada.

« 3A.3. Dispense fondée sur de l'information fournie aux États-Unis »

Le paragraphe 1 de l'article 2.1 ne s'applique pas au placement d'un titre visé au paragraphe a de la définition de l'expression « titre étranger admissible » si les conditions suivantes sont remplies :

- a) le placement est effectué auprès d'un client autorisé par l'entremise d'un courtier inscrit ou d'un courtier international;
- b) le courtier inscrit ou le courtier international précise la dispense invoquée et renvoie au présent article dans un avis écrit au client autorisé transmis avant ou pendant le placement du titre étranger admissible;
- c) un document relatif au placement dispensé établi pour le placement est transmis au client autorisé;
- d) l'émetteur procède simultanément au placement de ce titre auprès d'investisseurs aux États-Unis;
- e) le document relatif au placement dispensé contient la même information que celle fournie aux investisseurs des États-Unis;
- f) le cas échéant, l'information fournie dans le document relatif au placement dispensé dans le cadre d'un placement visé au paragraphe d respecte la Rule 5121 de la FINRA, et ses modifications;
- g) le placement visé au paragraphe d est effectué conformément à la législation fédérale américaine en valeurs mobilières.

« 3A.4. Dispense pour les titres d'un gouvernement étranger »

Le paragraphe 1 de l'article 2.1 ne s'applique pas au placement d'un titre visé au paragraphe b de la définition de l'expression « titre étranger admissible » si les conditions suivantes sont remplies :

- a) le placement est effectué auprès d'un client autorisé par l'entremise d'un courtier inscrit ou un courtier international;
- b) le courtier inscrit ou le courtier international précise la dispense invoquée et renvoie au présent article dans un avis écrit au client autorisé transmis avant ou pendant le placement du titre étranger admissible.

« 3A.5. Forme de l'avis »

L'avis prévu au paragraphe b des articles 3A.3 et 3A.4 peut être intégré au document relatif au placement dispensé transmis au client autorisé.

« 3A.6. Autre mode de fourniture de l'avis »

L'avis est considéré comme transmis au client autorisé conformément au paragraphe *b* de l'article 3A.3 ou 3A.4 lorsque les conditions suivantes sont remplies :

- a) le courtier inscrit ou le courtier international a déjà transmis l'avis au client autorisé conformément au paragraphe *b* de l'un de ces articles;
- b) l'avis indiquait que le courtier inscrit ou le courtier international prévoit invoquer la dispense prévue au paragraphe *b* de l'article 3A.3 ou 3A.4, selon le cas, pour tout placement futur du titre étranger admissible auprès du client autorisé. ».

2. La présente règle entre en vigueur le 8 septembre 2015.

Annexe B

Résumé des changements apportés aux textes de novembre 2013

Voici un résumé des changements notables apportés aux textes de novembre 2013. En plus des changements indiqués ci-dessous, nous avons modifié le libellé des modifications à la Norme canadienne afin de clarifier les conditions de la dispense. Par exemple, plutôt que d'inclure une disposition distincte sur l'obligation de fournir un avis de recours à la dispense, nous avons fait de cette obligation une condition de la dispense.

Dispense fondée sur de l'information relative aux placements de titres enregistrés fournie aux États-Unis

Les textes de novembre 2013 prévoyaient l'octroi d'une dispense des obligations d'information relatives aux émetteurs associés et reliés prévues par la Norme canadienne 33-105, pourvu notamment que le document de placement respecte les obligations d'information américaines sur les conflits d'intérêts qui s'appliquent aux placements de titres enregistrés (que les titres soient effectivement enregistrés ou non aux États-Unis) et contienne la même information que celle fournie aux investisseurs américains.

De nombreux intervenants ont indiqué craindre que l'obligation ne soit trop restreinte et ne limite considérablement l'utilité de la dispense. Certains ont mentionné que, compte tenu de l'obligation de remplir les obligations d'information sur les conflits d'intérêts des placeurs qui s'appliquent aux placements de titres enregistrés aux États-Unis, les investisseurs canadiens ne pourraient toujours pas participer aux placements internationaux de titres non enregistrés aux États-Unis. Cette approche obligerait les émetteurs à leur fournir davantage d'information qu'aux investisseurs américains. Des intervenants ont recommandé que la dispense permette le placement au Canada de titres d'émetteurs non canadiens aux mêmes conditions que celles régissant le placement des titres aux États-Unis.

Après examen de ces commentaires, nous avons revu la disposition de manière à prévoir une dispense des obligations d'information relatives aux émetteurs associés et reliés pour tous les placements de titres (enregistrés et non enregistrés) effectués aux États-Unis auprès d'investisseurs américains, pourvu que toute l'information fournie à ces derniers soit également transmise aux investisseurs canadiens.

Placements de titres d'un gouvernement étranger

Les textes de novembre 2013 proposaient que les placements de titres d'un gouvernement étranger soient dispensés de la totalité des obligations d'information relatives aux émetteurs associés, mais non des obligations d'information relatives aux émetteurs reliés. Cependant, on y proposait d'accorder une dispense de l'obligation d'inclure l'information en page de titre dans le cas d'un émetteur relié.

Des intervenants sont d'avis que, dans la pratique, il sera difficile de maintenir la distinction entre les obligations d'information relatives aux émetteurs associés et celles relatives aux émetteurs reliés pour les titres d'un gouvernement étranger et qu'au final, ces titres ne seront pas placés au Canada.

Certains ont commenté le fonctionnement de la dispense relative à la chemise dans la pratique. Ils ont fait remarquer que les gouvernements et placeurs étrangers s'abstiennent souvent de placer leurs titres au Canada plutôt que de chercher à différencier un « émetteur relié » d'un « émetteur associé ». Parce que ces expressions ne se retrouvent que dans la réglementation canadienne et ne sont pas bien comprises des émetteurs non canadiens, ces derniers hésitent à se prévaloir de la dispense des obligations d'information relatives aux émetteurs associés applicable aux placements de titres d'un gouvernement étranger.

Par conséquent, nous avons modifié la dispense pour que, dans le cadre des placements de titres d'un gouvernement étranger, il soit possible d'être dispensé tant des obligations d'information relatives aux émetteurs associés que de celles relatives aux émetteurs reliés. De plus, nous avons inclus un renvoi à la définition de « titre étranger admissible », au lieu d'indiquer directement dans la disposition de dispense qu'il s'agit d'un titre « émis ou garanti par le gouvernement d'un territoire étranger ».

Obligation de fournir un avis aux clients autorisés

Les textes de novembre 2013 prévoyaient la transmission de l'avis au client autorisé par le courtier ayant l'intention de se prévaloir d'au moins une des deux dispenses. L'avis devait comporter une description des conditions de la dispense invoquée.

Un intervenant a souligné qu'il n'est pas nécessaire d'exiger que l'avis comporte une description des conditions de la dispense invoquée, puisque ces dernières seront prévues par la Norme canadienne 33-105. On devrait exiger tout au plus que l'avis indique la dispense invoquée et fasse renvoi à l'article pertinent de la Norme canadienne 33-105.

Après réflexion, nous avons supprimé l'obligation de fournir une description des conditions de la dispense invoquée dans l'avis transmis au client autorisé. On ne doit maintenant y inclure qu'un renvoi à l'article applicable. Nous avons aussi précisé que l'avis doit être fait par écrit.

Dispense ouverte aux courtiers inscrits et aux courtiers internationaux

Les textes de novembre 2013 utilisaient l'expression « société inscrite déterminée » dans les projets de dispositions de dispense. L'expression est définie dans la Norme canadienne 33-105 de façon à englober une personne inscrite ou tenue de s'inscrire en vertu de la législation en valeurs mobilières à titre de courtier inscrit, de conseiller inscrit ou de gestionnaire de fonds d'investissement inscrit.

Certains intervenants estiment qu'il serait plus approprié d'utiliser l'expression « courtier inscrit ou courtier international » plutôt que « société inscrite déterminée ». Les conditions de la dispense relative à la chemise renvoyaient expressément à ces catégories de courtier.

Certains intervenants ont aussi indiqué qu'il y avait de la confusion quant à savoir si le courtier international était visé par la définition de « société inscrite déterminée », et que l'utilisation des expressions propres aux courtiers clarifierait la situation.

Après examen de ces commentaires, et révision des catégories de courtier appliquées jusqu'à

présent dans l'octroi de la dispense relative à la chemise, nous avons modifié les dispenses prévues dans les textes de novembre 2013 de façon à utiliser les expressions « courtier inscrit » ou « courtier international » au lieu de « société inscrite déterminée ». En plus d'harmoniser la dispense avec les conditions des décisions de dispense des obligations applicables à la chemise déjà accordées, cette modification concorde avec la compréhension que nous avons des utilisateurs de la dispense relative à la chemise. Nous n'avons reçu aucune demande de courtiers inscrits ni de gestionnaires de fonds d'investissement inscrits. Par conséquent, il est possible que l'utilisation de l'expression « société inscrite déterminée » soit trop large dans un tel contexte.

**Annexe C
Liste des intervenants**

1. Alberta Investment Management Corporation
2. Caisse de dépôt et placement du Québec
3. Davies Ward Phillips & Vineberg, S.E.N.C.R.L., s.r.l.
4. Placements AGF Inc.
5. RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
6. Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
7. Securities Industry and Financial Markets Association

Annexe D
Norme canadienne 33-105 sur les *conflits d'intérêts* chez les placeurs
(Norme canadienne 33-105)
Résumé des commentaires et réponses des ACVM

N ^o	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
Commentaires généraux sur le projet de modification			
1.	Appui général en faveur des propositions	Cinq intervenants ¹ expriment leur appui général au projet de modification et aux efforts déployés par les ACVM pour améliorer l'accès des investisseurs canadiens avertis aux occasions d'investissement.	Nous prenons note de l'appui exprimé.
2.	Préoccupations d'ordre général concernant les propositions	<p>Six intervenants soulignent que le projet de modification devrait encore limiter la capacité des investisseurs canadiens avertis à acquérir des titres émis ou garantis par des gouvernements étrangers et des titres non enregistrés aux États Unis.</p> <p>Cinq intervenants craignent que le projet de modification empêche toujours les investisseurs canadiens de participer à de nouvelles émissions de titres, les obligeant à acquérir des titres à des prix plus élevés sur le marché secondaire.</p> <p>Deux intervenants affirment que le projet de modification ne va pas assez loin, car les investisseurs canadiens continueront de perdre des occasions du fait que les courtiers devront encore déterminer si une chemise doit ou non être produite pour effectuer un placement d'obligations étrangères au Canada et, le</p>	<p>Nous prenons acte des préoccupations d'ordre général exprimées à l'égard du projet de modification.</p> <p>Nous proposons des changements aux modifications publiées pour consultation, comme il est décrit en détail ci-dessous, afin de répondre à certaines préoccupations soulevées par les intervenants.</p>

¹ Nous avons reçu quatre mémoires, dont deux provenaient de plusieurs intervenants. En tout, sept intervenants ont donc participé à la consultation.

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>cas échéant, l'établir. Selon eux, cette situation est aggravée par le fait que la taille du bassin d'investisseurs canadiens est telle que les émetteurs ou les courtiers sont souvent dans l'incapacité de justifier le temps et les frais requis pour remplir les obligations canadiennes additionnelles.</p>	
3.	<p>Approche globale à l'égard de la dispense</p>	<p>Un intervenant est d'avis que le projet de modification devrait permettre le placement de titres d'émetteurs non canadiens au Canada aux mêmes conditions que celles s'appliquant aux États Unis et dans les autres pays, et ne pas créer d'obligations d'information plus lourdes pour les placements de titres effectués auprès des investisseurs canadiens.</p> <p>Deux intervenants signalent que, pour offrir aux investisseurs institutionnels du Canada le même accès aux placements de titres étrangers qu'aux investisseurs institutionnels des États-Unis et ailleurs dans le monde, il faudrait qu'il soit possible de remplir les obligations prévues par la loi canadienne de la même manière que dans les autres pays, à savoir par l'insertion de mentions courtes et normalisées dans le document d'offre, sans avoir à établir si cette information est suffisante dans le cas d'un placement en particulier ou doit être adaptée.</p> <p>Un intervenant indique que les obligations canadiennes relatives au placement privé de titres étrangers demeureraient les plus lourdes du monde si les propositions actuelles étaient mises</p>	<p>Nous comprenons que, dans certains cas, les obligations d'information canadiennes sur les conflits d'intérêts diffèrent de celles d'autres pays en ce qui a trait à l'information à fournir sur les conflits entre les émetteurs et les courtiers.</p> <p>Ces travaux ont pour objectif de permettre plus facilement aux investisseurs canadiens avertis qui sont des clients autorisés de participer à des placements de titres étrangers, notamment des placements effectués par des sociétés et des gouvernements étrangers.</p> <p>À la suite des commentaires reçus, nous proposons certains changements qui visent à répondre à la crainte que le projet de modification n'atteigne pas l'objectif déclaré, soit réduire les barrières qui se dressent devant les investisseurs canadiens avertis participant à des placements de titres étrangers. Une description plus détaillée de ces changements figure ci-dessous.</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		en œuvre.	
Commentaire sur la problématique			
4.	<p>Commentaire général sur le marché des placements de titres étrangers</p>	<p><u>Commentaires généraux sur les placements de titres étrangers</u> Un intervenant estime que la plus grande motivation à prolonger les placements de titres étrangers au Canada est le désir des courtiers de répondre à la demande des investisseurs institutionnels du Canada, plutôt que l'intérêt des émetteurs eux-mêmes à étendre leur offre au Canada.</p> <p>Cinq intervenants signalent que la demande à l'égard des titres étrangers (y compris ceux de gouvernements étrangers) est forte en général et que la totalité des titres est vendue rapidement. En raison de la forte demande, les émetteurs étrangers ne s'inquiètent habituellement pas du fait que les investisseurs canadiens ne sont pas en mesure d'acquérir les titres.</p> <p>Les émetteurs et les courtiers sont prêts à respecter les obligations d'information canadiennes seulement si la demande pour leurs titres est faible.</p> <p><u>Marchés obligataires internationaux</u> Deux intervenants signalent que les marchés obligataires canadiens représentent 2,48 % des titres de créance en circulation dans le monde et que les investisseurs canadiens se tournent vers les marchés étrangers comme solution de rechange pour améliorer leur rendement, se diversifier et réduire le risque.</p>	<p>Nous remercions des intervenants de nous avoir donné cette information sur le processus de placement de titres étrangers et les marchés obligataires mondiaux, notamment sur les problèmes auxquels sont confrontés les investisseurs institutionnels canadiens qui souhaitent participer à des placements internationaux.</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>La grande majorité des émetteurs, particulièrement les gouvernements et les sociétés par actions de l'extérieur des États Unis, connaissent peu la législation canadienne en valeurs mobilières, comme nombre de syndicats de placeurs. Les émetteurs et placeurs jugent le bassin d'investisseurs canadiens insuffisant pour justifier l'investissement de temps et de fonds pour s'y conformer.</p> <p>Les placements d'obligations ne sont annoncés que peu de temps à l'avance. Cette contrainte de temps accentue le problème du manque de connaissance de la législation canadienne en valeurs mobilières chez les syndicats de placeurs, et le fait que ces derniers préfèrent ne pas s'en préoccuper. Il s'agit d'un marché pour lequel des chemises canadiennes sont rarement établies.</p> <p><u>Accès limité aux occasions de placement à l'international</u></p> <p>Plutôt que d'adapter l'information à fournir ou même de déterminer s'il y a lieu ou non de fournir de l'information adaptée en fonction des obligations canadiennes (notamment faire la distinction entre émetteur associé et émetteur relié), les courtiers trouvent plus facile de vendre des titres aux investisseurs canadiens sur le marché secondaire immédiatement après un nouveau placement. Par conséquent, les investisseurs canadiens ne profitent pas du prix intéressant offert initialement. Ils acquièrent donc les mêmes titres que ceux offerts sur le marché primaire, auquel ils n'ont pu avoir accès, mais sans</p>	

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>disposer de l'information exigée par la législation canadienne.</p> <p>Lors de placements ultérieurs de titres déjà émis, les investisseurs canadiens qui en détiennent dans leurs portefeuilles se trouvent dans l'impossibilité d'en acquérir d'autres à un prix avantageux, puisque les investisseurs canadiens ne peuvent participer au placement.</p> <p>L'accès limité aux bonnes occasions d'investissement réduit la capacité des gestionnaires de fonds canadiens de concurrencer à l'international les gestionnaires de fonds non canadiens qui jouissent d'un avantage sur le plan du rendement, étant donné qu'il leur est plus facile de participer aux nouveaux placements à des prix avantageux. Les investisseurs tiennent compte du rendement lorsqu'ils décident de la répartition de leurs fonds et même un petit écart entre les rendements peut faire une différence considérable avec le temps.</p>	
5.	Incidence de la dispense relative à la chemise ²	Deux intervenants mentionnent que le recours à la dispense relative à la chemise a été décevant. Le marché ne	Nous prenons acte de ces commentaires et apprécions l'information sur le recours à la

² Des courtiers ont obtenu une dispense de certaines obligations d'information prévues par la législation canadienne en valeurs mobilières, notamment celles de la Norme canadienne 33-105, pour les placements de titres étrangers effectués auprès de clients autorisés au Canada sous le régime d'une dispense (la « dispense relative à la chemise »). La dispense relative à la chemise était essentiellement la même que celle prévue par le projet de modification, ainsi que la dispense prévue par les modifications proposées en Ontario à la Rule 45-501 *Ontario Prospectus and Registration Exemptions* de la CVMO (les « modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO ») et la Norme canadienne 45-106 sur les *dispenses de prospectus et d'inscription* publiées pour consultation le 25 avril 2013 et par le projet de modifications à la Norme multilatérale 45-107 sur les *dispenses relatives à la déclaration d'inscription à la cote et à la communication des droits d'action prévus par la loi* (le « projet de la Norme multilatérale 45-107 ») publié pour consultation le 28 novembre 2013.

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>comprend pas bien le fonctionnement de cette dispense et est réticent à prendre le temps d'établir si elle s'applique à un placement en particulier. Les courtiers ont peu d'incitatifs à se renseigner sur l'application de la dispense, voire aucun, compte tenu de la rapidité à laquelle les placements sont réalisés et de leur popularité. La sensibilisation des courtiers ferait partie d'un processus continu, étant donné la multitude de marchés différents dans lesquels ces derniers évoluent et du roulement de leur personnel.</p> <p>Deux intervenants signalent que les courtiers s'étant prévalus de la dispense relative à la chemise n'en ont pas tiré parti parce qu'ils ne la trouvaient pas assez claire et auraient dû faire une longue analyse au cas par cas.</p> <p>Les courtiers sont réticents à consacrer le temps et à assumer les coûts supplémentaires nécessaires pour établir une chemise ou vérifier s'ils peuvent recourir à une dispense.</p> <p>Les émetteurs dont les titres ont une notation de crédit plus basse et pour lesquels la demande, y compris au Canada, le cas échéant, est faible sont plus susceptibles de se prévaloir de la dispense relative à la chemise dans sa forme actuelle.</p>	<p>dispense relative à la chemise dans la pratique.</p> <p>Selon les données reçues des courtiers ayant obtenu la dispense relative à la chemise jusqu'à présent, nous remarquons qu'un certain nombre d'opérations ont bel et bien été réalisées. Il peut être difficile de savoir dans quelle mesure le problème est lié aux modalités de la dispense relative à la chemise ou au fait que le marché canadien ne représente qu'une petite proportion des marchés dans le monde. Cependant, nous avons pris ces commentaires en compte dans l'élaboration des changements au projet de modification, comme il est décrit plus en détail ci-dessous.</p>
Définitions			
6.	Définition de l'expression « titre	Émetteur non assujéti Six intervenants affirment que la	Nous ne croyons pas que la définition de l'expression « titre

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
	<p>étranger visé » – obligations de l'émetteur (projet d'article 3A.1 de la Norme canadienne 33-105)</p>	<p>condition voulant que l'émetteur ne soit « émetteur assujetti dans aucun territoire du Canada » devrait être supprimée. Ils partagent la crainte que cette obligation nécessite la vérification de la liste des émetteurs assujettis tenue par chacune des autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières.</p> <p>Trois intervenants estiment que la qualité d'émetteur assujetti dans un territoire du Canada ne rend pas la classe de titres de l'émetteur plus « canadienne » (ou moins étrangère) que celle d'un émetteur non canadien qui n'est pas émetteur assujetti.</p> <p>Quatre intervenants signalent qu'aucun principe réglementaire n'a été évoqué pour justifier l'obligation selon laquelle un émetteur étranger visé ne peut être émetteur assujetti. Ils estiment que l'exclusion des titres des émetteurs non canadiens des avantages découlant du projet de modification ne peut se justifier simplement par l'existence de la qualité d'émetteur assujetti canadien.</p> <p>Un intervenant mentionne que la problématique se répète avec le projet de la Norme multilatérale 45-107.</p> <p><u>Autres conditions</u> Selon six des intervenants, les autres restrictions figurant dans la définition de « titre étranger visé » sont acceptables.</p>	<p>étranger visé »³ devrait inclure les titres émis par des émetteurs assujettis. À notre avis, l'exclusion des émetteurs assujettis repose sur le principe selon lequel, en choisissant d'être assujettis, ils prennent activement des mesures pour participer au régime réglementaire canadien des valeurs mobilières et, par conséquent, devraient être tenus de se conformer à la Norme canadienne 33-105 (et aux autres dispositions de la législation canadienne en valeurs mobilières).</p> <p>Nous estimons que les émetteurs devraient savoir s'ils sont assujettis dans un territoire canadien, puisque cela aura une incidence sur les différentes obligations (en plus de celles prévues par la Norme canadienne 33-105) qui leur incombent conformément à la législation canadienne en valeurs mobilières.</p>
7.	Emploi de	Un intervenant soulève un problème	Nous proposons de remplacer

³ Note that the term “eligible foreign security” is now proposed to be used instead of “designated foreign security”.

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
	<p>l'expression « société inscrite déterminée »</p>	<p>concernant l'application de l'expression « société inscrite déterminée ». La définition actuelle de cette expression dans la Norme canadienne 33-105 englobe une personne ou société inscrite ou tenue de s'inscrire en vertu de la législation en valeurs mobilières à titre de courtier inscrit, de conseiller inscrit ou de gestionnaire de fonds d'investissement inscrit, mais exclut la personne ou société qui se prévaut de la dispense pour courtier international.</p> <p>Cette définition est incompatible avec la dispense relative à la chemise. Selon le projet de modification, il semblerait qu'un courtier international dispensé serait tenu de fournir de l'information dans une chemise canadienne à l'égard d'un autre placeur participant à l'opération qui ne place pas les titres visés au Canada, mais qui est une « société inscrite déterminée ». Or, si la société inscrite déterminée choisissait de les placer au Canada, elle n'aurait pas à fournir cette information, car elle pourrait se prévaloir de la dispense applicable.</p> <p>L'intervenant signale également que la définition de la Norme canadienne 33-105 n'est pas conforme aux modifications proposées à la Rule 45-501 <i>Ontario Prospectus and Registration Exemptions</i> de la CVMO (les « modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO »), qui prévoient les expressions « courtier inscrit » (<i>registered dealer</i>) et « courtier international » (<i>international dealer</i>), et non « société inscrite</p>	<p>l'expression « société inscrite déterminée » par les expressions « courtier inscrit » et « courtier international ». Cette approche est conforme à l'utilisation de ces expressions dans les modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO.</p> <p>Nous faisons également remarquer qu'elle est conforme à la dispense octroyée dans la dispense relative à la chemise à certains courtiers inscrits et courtiers internationaux.</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>déterminée ». Il recommande d’adopter la même approche que celle suivie dans les modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO.</p> <p>Un autre intervenant indique que la définition de l’expression « société inscrite déterminée » peut être interprétée comme si elle incluait les personnes ou sociétés qui se prévalent de la dispense pour courtier international prévue à l’article 8.18 de la Norme canadienne 31-103 sur les <i>obligations et dispenses d’inscription et les obligations continues des personnes inscrites</i>, mais qu’il est également possible de soutenir que ces personnes ne sont pas des sociétés inscrites déterminées au motif que la personne qui se prévaut d’une dispense de l’obligation d’inscription cesse d’être une personne tenue de s’inscrire. Ainsi, la définition devrait être modifiée pour préciser si elle vise les personnes qui se prévalent d’une dispense de l’obligation d’inscription.</p>	
Dispense fondée sur de l’information fournie aux États-Unis			
8.	Dispense fondée sur de l’information fournie aux États-Unis (projet d’article 3A.2 de la Norme canadienne 33-105) – Commentaires d’ordre général	<p>Les sept intervenants expriment des réserves à l’égard du projet de modification en ce qui concerne le respect des obligations d’information sur les conflits d’intérêts des placeurs applicables aux placements de titres enregistrés aux États-Unis, que ces placements soient effectivement enregistrés ou non aux États Unis.</p> <p>Quatre intervenants indiquent que l’obligation de remplir ces obligations</p>	<p>Nous remercions les intervenants qui nous ont fait part de l’obstacle que pose encore le projet d’obligation aux émetteurs qui souhaiteraient offrir aux investisseurs canadiens des titres non enregistrés aux États-Unis.</p> <p>Nous avons réexaminé cette condition à la lumière des commentaires reçus et avons modifié le projet de dispense de</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>demeure un obstacle important à l’extension au Canada des placements de titres non enregistrés aux États-Unis. L’utilité du projet de modification s’en trouvera grandement restreinte dans le cas où un placement de titres enregistrés n’est pas effectué aux États-Unis, et les investisseurs canadiens ne pourront toujours pas participer aux placements internationaux dans les mêmes conditions que les investisseurs institutionnels américains.</p> <p>Six intervenants mentionnent que le principal problème réside dans la conformité aux modalités techniques entourant la « mise en évidence » de l’information sur les conflits d’intérêts des placeurs applicable aux placements de titres enregistrés aux États Unis.</p> <p>Six intervenants font remarquer que l’imposition des normes applicables aux placements de titres enregistrés aux États-Unis sans tenir compte du fait que les titres sont enregistrés aux États Unis ou non oblige les émetteurs et les courtiers à fournir aux investisseurs canadiens davantage d’information qu’ils ne sont tenus d’en communiquer aux investisseurs américains en vertu des lois du territoire d’origine de l’émetteur ou du territoire principal du placement.</p> <p>Trois intervenants indiquent que, dans le cas d’un placement international effectué principalement à l’extérieur du Canada, les investisseurs institutionnels canadiens n’ont pas besoin de recevoir davantage d’information que celle fournie aux</p>	<p>façon à ce que les placements de titres non enregistrés faits auprès des investisseurs américains puissent être effectués également au Canada, pourvu que l’information communiquée aux investisseurs canadiens soit identique à celle fournie aux investisseurs américains.</p> <p>Ces changements ont pour but de permettre aux émetteurs qui placent des titres non enregistrés aux États-Unis auprès d’investisseurs américains d’offrir également ces titres aux investisseurs canadiens, sans devoir présenter l’information sur les conflits d’intérêts en vertu de la Norme canadienne 33-105.</p> <p>À notre avis, la plupart des placements pour lesquels les investisseurs canadiens pourraient avoir de l’intérêt seront également faits aux États-Unis.</p> <p>Nous sommes d’accord avec les intervenants qu’il n’est pas nécessaire d’imposer des obligations plus strictes que celles s’appliquant aux États-Unis.</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>investisseurs institutionnels américains dans le cadre d'un placement privé. À leur avis, la dispense devrait permettre le placement au Canada de titres d'émetteurs non canadiens dans les mêmes conditions que celles s'appliquant aux États-Unis et ailleurs dans le monde.</p> <p>Deux intervenants estiment que le respect des obligations applicables aux placements de titres enregistrés aux États-Unis ne devrait concerner que ce type de placement.</p> <p>De l'avis de deux intervenants, si l'on conserve, pour les placements de titres qui ne sont pas des titres d'État, l'obligation de remplir les obligations d'information relatives aux conflits d'intérêts des placeurs applicables aux placements de titres enregistrés aux États Unis, on devrait permettre à l'émetteur, comme solution de rechange, de remplir les obligations d'information relatives aux appels publics à l'épargne effectués dans d'autres pays qui s'appliquent au document d'offre.</p>	
9.	Applicabilité des obligations d'information américaines (projet d'article 3A.2 de la Norme canadienne 33-105)	Deux intervenants estiment que le projet d'article 3A.2 [<i>dispense fondée sur de l'information fournie aux États-Unis</i>] ne devrait s'appliquer qu'aux titres étrangers visés qui ne sont pas des titres d'un gouvernement étranger et que ce fait devrait être indiqué clairement dans l'article en question.	<p>À l'origine, la dispense prévue au projet d'article 3A.2 devait être ouverte également aux placements de titres d'un gouvernement étranger dans le cas où la dispense prévue au projet d'article 3A.3 ne pouvait être invoquée (par exemple si un émetteur relié participait au placement).</p> <p>Toutefois, nous proposons maintenant d'élargir la dispense aux</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
			<p>placements de titres d'un gouvernement étranger. Le projet de disposition prévoit une dispense des obligations d'information relatives aux émetteurs associés et aux émetteurs reliés pour des placements de titres d'un gouvernement étranger. Ainsi, nous avons précisé que le projet d'article 3A.4 est applicable aux placements de titres d'un gouvernement étranger et le projet d'article 3A.3, aux placements de titres autres que des titres d'un gouvernement étranger⁴.</p>
10.	<p>Portée des obligations d'information américaines (projet d'article 3A.2 de la Norme canadienne 33-105)</p>	<p>Tous les intervenants sont d'avis que la portée des obligations d'information américaines auxquelles il faudrait satisfaire est trop large. Le projet de paragraphe <i>c</i> de l'article 3A.2 de la Norme canadienne 33-105 imposerait le respect de toutes les obligations prévues par l'article 229.508 de la Regulation S-K de la Securities Exchange Commission (SEC) des États-Unis en vertu de la Loi de 1933 et de la Rule 5121 de la FINRA. Cependant, certains éléments de l'article 229.508 et de la Rule 5121 n'ont rien à voir avec l'information sur les conflits d'intérêts des placeurs et débordent donc du cadre de la Norme canadienne 33-105.</p> <p>De même, un intervenant signale qu'il peut arriver qu'un placement soit assujéti à la Regulation S-K de la SEC, mais pas à la Rule 5121 de la FINRA. Il est donc possible que la version provisoire du document d'offre ne soit</p>	<p>En raison de l'élargissement de la dispense visant à inclure les placements de titres non enregistrés effectués aux États-Unis, nous avons retiré les renvois aux articles en question.</p>

⁴ Les renvois aux articles ont changé depuis la publication du projet de modification pour consultation.

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>pas conforme à la Rule 5121 de la FINRA, même si le document fournit toute l'information importante au sujet des conflits des placeurs.</p> <p>Certains intervenants jugent que le libellé de cet article devrait être modifié afin de renvoyer précisément à l'information sur les conflits d'intérêts entre le courtier ou l'émetteur au lieu de renvoyer aux articles pertinents.</p>	
11.	Solutions de rechange aux obligations d'information américaines	<p>Six intervenants sont d'avis que la dispense devrait être structurée de manière à pouvoir être invoquée dans le cas où le document d'offre est assujéti aux obligations de prospectus d'un territoire autre que les États-Unis en ce qui a trait à l'information sur les conflits d'intérêts des placeurs et où le document d'offre est envoyé aux investisseurs canadiens.</p> <p>Deux intervenants mentionnent également que cette information devrait être fournie avec une mention standardisée sur l'inapplicabilité de certaines obligations d'information canadiennes.</p> <p>Deux intervenants indiquent que le niveau d'information à fournir dans le cadre d'un placement privé aux États-Unis, ou d'un placement international dont une partie des titres fait l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs américains, devrait être considéré comme adéquat pour les clients autorisés canadiens.</p>	<p>Selon nous, une dispense reposant sur de l'information de remplacement fournie dans un territoire autre que les États-Unis serait trop large.</p> <p>Nous sommes d'accord avec les intervenants qui ont fait remarquer que le niveau d'information fournie dans le cadre d'un placement privé effectué aux États-Unis, ou d'un placement international dont une partie des titres fait l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs américains, devrait être adéquat pour les clients autorisés canadiens. Nous proposons de modifier le projet de dispense pour que les placements de titres non enregistrés aux États-Unis effectués auprès des investisseurs américains puissent l'être également auprès des investisseurs canadiens qui sont des clients autorisés.</p> <p>Nous ne croyons pas que l'adoption du critère d'appréciation de l'importance relative établi par la</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>Un intervenant estime que l'objectif réglementaire du projet de modification serait rempli par l'adoption du critère d'appréciation de l'importance relative de l'article 229.508 de la Regulation S-K de la SEC, qui oblige l'émetteur à indiquer chaque placeur qui a une « relation importante » (<i>material relationship</i>) avec la personne inscrite et à en expliquer la nature, sans exiger le respect d'autres obligations de communication d'information technique.</p>	<p>Regulation S-K de la SEC mettrait un terme aux inquiétudes des intervenants, car les émetteurs et courtiers étrangers devraient toujours établir si la règle canadienne s'applique dans le cadre d'un placement étranger.</p>
Dispense pour les titres d'un gouvernement étranger			
12.	<p>Dispense pour les titres d'un gouvernement étranger – Distinction entre émetteur « relié » et émetteur « associé » (paragraphe b du projet d'article 3A.3 de la Norme canadienne 33-105)</p>	<p>Six intervenants recommandent de supprimer le paragraphe b du projet d'article 3A.3, à savoir que l'émetteur de titres d'un gouvernement étranger ne peut être un émetteur relié de la société inscrite déterminée.</p> <p>Un intervenant signale que les émetteur et placeurs de titres d'un gouvernement étranger évitent le Canada au lieu d'avoir à faire la distinction entre un émetteur relié et un émetteur associé.</p> <p>Deux intervenants estiment que, même si l'obligation de fournir de l'information sur les émetteurs reliés dans le cadre d'un placement de titres d'un gouvernement étranger ne s'appliquera pas souvent, la probabilité s'est accrue à la suite des opérations de sauvetage des banques qui ont eu lieu ces dernières années.</p> <p>Selon cinq intervenants, les obligations d'information canadiennes applicables aux placements initiaux de titres d'État</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires selon lesquels les émetteurs et courtiers étrangers trouvent difficile de faire la distinction entre un émetteur « associé » et un émetteur « relié » et de l'appliquer dans le contexte des placements étrangers effectués rapidement.</p> <p>Nous convenons que la disposition devrait dispenser les émetteurs de titres d'un gouvernement étranger tant des obligations d'information sur les émetteurs associés que sur les émetteurs reliés et proposons des changements au projet de modification.</p> <p>Nous estimons que les clients autorisés jugeront probablement qu'il y a certains facteurs plus importants à considérer que l'existence de conflits d'intérêts potentiels au moment de prendre la décision d'investir dans les titres</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>diffèrent de celles des marchés de taille comparable, puisque aucun territoire, sauf ceux du Canada, n'impose à l'égard de ce genre de titres des obligations d'information susceptibles de nécessiter une analyse au cas par cas de leur applicabilité et la communication à un groupe d'investisseurs (c'est-à-dire les clients autorisés canadiens) d'information devant peut-être faire l'objet d'adaptations. À leur avis, les investisseurs canadiens avertis seraient protégés, puisqu'ils recevraient la même information que les investisseurs avertis des États-Unis et d'autres pays.</p>	<p>d'un gouvernement étranger. Par exemple, les risques liés aux conflits d'intérêts seraient probablement éclipsés par d'autres risques tels que la capacité ou la volonté du gouvernement étranger de rembourser les titres de créance. Ainsi, il est possible que l'existence de conflits d'intérêts entre un émetteur de titre d'État et un placeur relié n'ait pas la même incidence sur la décision du client autorisé.</p>
Obligation de transmettre un avis de recours à la dispense			
13.	<p>Avis aux clients autorisés (projet d'article 3A.5 de la Norme canadienne 33-105) – Obligation de décrire les modalités de la dispense</p>	<p>Un intervenant estime que l'obligation de décrire les « modalités des dispenses invoquées » est inutile. À son avis, l'obligation devrait prévoir tout au plus l'inclusion d'une mention indiquant que le courtier se prévaut d'une dispense des obligations d'information prévues par la Norme canadienne 33-105 et d'un renvoi au numéro de l'article applicable. Il est inutile de fournir une description de la dispense, puisque le client autorisé peut en prendre connaissance si on lui donne la référence pertinente. Dans sa forme actuelle, l'obligation n'aurait aucune valeur et imposerait un fardeau inutile aux courtiers.</p>	<p>Nous convenons qu'il ne devrait pas être nécessaire de décrire les modalités de la dispense invoquée, étant donné que les dispenses seront expressément prévues par la Norme canadienne 33-105. Nous avons apporté des changements au projet de modification afin de supprimer l'obligation en question.</p>
14.	<p>Forme de l'avis (projet d'article 3A.6 de la Norme canadienne 33-105)</p>	<p>Six intervenants appuient le projet d'article 3A.6, qui comprend d'autres façons de fournir aux investisseurs l'avis prévu à l'article 3A.5, car ils estiment que l'utilisation de la dispense proposée</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires favorables aux autres moyens prévus pour la transmission de l'avis. Le projet de modification a été rédigé de façon à offrir une marge de</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>s'en trouvera facilité.</p> <p>Un intervenant signale que la suppression de l'obligation d'obtenir une confirmation des investisseurs et la possibilité de leur transmettre l'avis par d'autres moyens constituent une amélioration notable par rapport aux conditions relatives à l'avis et à la confirmation de la dispense relative à la chemise. Le fait d'autoriser l'inclusion de l'avis dans le document d'offre et de ne pas exiger d'accusé de réception permettra une meilleure centralisation des placements particuliers, en plus de garantir à tous les placeurs autorisés à placer des titres dans le territoire applicable la possibilité de se prévaloir de la dispense.</p> <p>Trois intervenants indiquent que les courtiers pourraient hésiter à choisir l'option prévue au projet d'article 3A.6 s'ils sont tenus d'inclure dans le document d'offre la même longue description des droits d'action prévus par la loi que celle figurant actuellement dans les chemises canadiennes pour remplir les obligations en Ontario, en Saskatchewan, au Nouveau Brunswick et en Nouvelle-Écosse.</p> <p>Cinq intervenants appuient l'obligation d'aviser les investisseurs de l'existence de droits d'action prévus par la loi, mais non celle de leur fournir une description de ces droits.</p>	<p>manœuvre quant à la manière de transmettre aux investisseurs l'avis relatif à la dispense invoquée. Ainsi, il est possible de le fournir dans un avis distinct ou dans le document d'offre même.</p> <p>Nous prenons note des commentaires portant sur la communication des droits d'action prévus par la loi. Nous en tiendrons compte lorsque nous examinerons les commentaires reçus en réponse aux modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO et au projet de la Norme multilatérale 45-107.</p>
15.	Incohérence entre les obligations de	Un intervenant nous fait part d'incohérences entre l'obligation de	Nous prenons note des commentaires sur les obligations

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
	<p>transmission d'un avis prévues dans les projets d'articles 3A.5 et 3A.6 de la Norme canadienne 33-105 et les obligations d'information prévues par le projet de la Norme multilatérale 45-107 et les modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO</p>	<p>transmission d'un avis en vertu de l'article 3A.5 et les obligations d'information prévues par le projet de la Norme multilatérale 45-107. Il recommande de modifier à nouveau l'article 3A.5 pour y inclure le modèle d'avis présenté en annexe de son mémoire.</p> <p>Deux intervenants affirment que, même s'ils appuient en général l'article 3A.6 (particulièrement l'alinéa ii du paragraphe b), parce qu'il permet de fournir l'avis dans le document d'offre, l'obligation de transmission d'un avis n'est pas conforme à l'obligation d'information prévue par le projet de la Norme multilatérale 45-107 ni aux modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO, puisque ces derniers exigent toujours une description des droits d'action prévus par la loi pouvant être exercés dans quatre provinces (l'Ontario, la Saskatchewan, le Nouveau-Brunswick et la Nouvelle-Écosse). L'avis exigé devrait se limiter à une notification de l'existence de droits d'action prévus par la loi plutôt que fournir une description de ces droits.</p> <p>Le projet de la Norme multilatérale 45-107 et les modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO prévoient seulement d'autres moyens de présenter une description des droits d'action prévus par la loi. Deux difficultés en découlent :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les droits d'action prévus par la loi diffèrent dans les quatre provinces qui prévoient des 	<p>relatives à la communication des droits d'action prévus par la loi dans un document d'offre et en tiendrons compte lorsque nous examinerons les commentaires reçus en réponse aux modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO et au projet de la Norme multilatérale 45-107.</p>

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>obligations d'information relatives à ces droits, ce qui donne lieu à des descriptions excessivement longues;</p> <ul style="list-style-type: none"> • bien qu'il soit possible de fournir une description complète des droits d'action prévus par la loi, une description des droits applicables au placement en particulier serait plus utile aux investisseurs. 	
Autres commentaires			
16.	Norme canadienne 51-105 sur les <i>émetteurs cotés sur les marchés de gré à gré américains</i> (la « Norme canadienne 51-101 »)	Un intervenant signale que la Norme canadienne 51-105 peut imposer de lourdes obligations continues à l'émetteur dont les titres sont placés dans une autre province que l'Ontario et le Québec dans le cas où aucun de ses titres n'est inscrit à la cote d'une bourse visée ou que leurs principaux titres ne sont pas négociés sur une bourse visée du fait d'une cotation sur le marché de gré à gré des États-Unis au moment du placement. Les provinces autres que l'Ontario ou le Québec pourraient donc être exclues des placements même si une dispense est ouverte en vertu de la Norme canadienne 51-105.	Nous remercions les intervenants de leurs commentaires, mais cette question déborde le cadre du projet en cours.
17.	Norme multilatérale 32-102 sur les <i>dispenses d'inscription des gestionnaires de fonds d'investissement non-résidents</i> (la « Norme multilatérale 32-102 »)	Un intervenant fait remarquer que l'obligation des gestionnaires de fonds d'investissement non canadiens d'établir et de déposer l'avis prévu à l'Annexe 32-102A2, <i>Avis de mesures d'application de la loi</i> , et de le mettre à jour, peut être suffisamment lourde pour les décourager d'offrir les titres dans les provinces ayant mis en œuvre la Norme multilatérale 32-102, particulièrement s'ils appartiennent	Nous remercions les intervenants de leurs commentaires, mais cette question déborde le cadre du projet en cours.

N°	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
		<p>à un groupe comptant un grand nombre de membres.</p> <p>Par exemple, les obligations d’inscription des gestionnaires de fonds d’investissement peuvent devenir lourdes lorsque des fonds d’investissement ad hoc sont mis sur pied en collaboration avec le même conseiller mais différents commandités. La présence dans chacun des territoires concernés d’un seul client autorisé qui investit dans chaque fonds obligerait tous les commandités agissant comme gestionnaire de fonds d’investissement à déposer les documents exigés pour se prévaloir de la dispense prévue par la Norme multilatérale 32-102.</p> <p>Compte tenu de l’étendue de la définition de l’expression « fonds d’investissement », qui peut englober les sociétés de placement immobilier et les sociétés de placement hypothécaire inscrites en bourse qui sont gérées activement, par exemple, les répercussions de la Norme multilatérale 32-102 sur l’utilité du projet de modification sont plus importantes qu’il n’y paraît. Par conséquent, l’intervenant estime que les ACVM devraient reconsidérer l’application de l’obligation d’inscription à titre de gestionnaire de fonds d’investissement des gestionnaires qui gèrent des fonds étrangers à l’extérieur du pays.</p>	

N ^o	Sujet (les renvois se rapportent à des articles, rubriques ou paragraphes actuels ou proposés)	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
18.	Inquiétudes à l'égard de l'approche de la dispense ⁵	<p>Un intervenant exprime des inquiétudes au sujet des changements effectués à la pièce aux règles applicables aux placements de titres étrangers au Canada et de la fragmentation de la pratique du marché.</p> <p>L'intervenant signale que l'octroi à certains courtiers de la dispense prévue par la Norme canadienne 33-105 pour les documents d'offre établis conformément aux obligations d'information américaines supposait que ces obligations étaient essentiellement similaires à celles qui s'appliquent conformément aux règles relatives à l'« émetteur associé » et à l'« émetteur relié » de la Norme canadienne 33-105. Or, il existe des différences de fond importantes entre les règles d'information américaines et celles de la Norme canadienne 33-105 : les obligations d'information canadiennes sont plus contraignantes et, par conséquent, les investisseurs reçoivent davantage d'information sur les conflits d'intérêts.</p>	<p>Nous prenons acte du commentaire sur les changements à la pièce apportés aux règles applicables. Depuis la publication pour consultation des modifications à la Norme canadienne 33-105, le personnel des ACVM s'est efforcé de travailler de concert à l'élaboration des modifications à cette règle, des modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO et du projet de la Norme multilatérale 45-107. Nous publions tous ces textes dans leur forme définitive à la même date.</p> <p>Nous avons conscience des différences entre les obligations d'information canadiennes et américaines en ce qui a trait aux conflits d'intérêts entre les émetteurs et les courtiers. Cependant, dans le contexte du projet de dispense, qui concerne les titres étrangers offerts à des investisseurs autorisés dans le cadre d'un placement privé, nous sommes convaincus que l'information fournie conformément aux obligations américaines est une bonne solution de rechange à l'information exigée par la Norme canadienne 33-105.</p>

⁵ Ces commentaires figuraient dans le mémoire transmis par un intervenant en réponse aux modifications proposées à la Rule 45-501 de la CVMO.