

**Avis multilatéral 45-316 des ACVM*****Dispenses d'inscription et de prospectus pour financement participatif des entreprises en démarrage***

**Le 14 mai 2015**

**Introduction**

Les autorités en valeurs mobilières (les **autorités participantes** ou **nous**) de la Colombie-Britannique, de la Saskatchewan, du Manitoba, du Québec, du Nouveau-Brunswick et de la Nouvelle-Écosse (les **territoires participants**) mettent en œuvre des dispenses d'inscription et de prospectus essentiellement harmonisées (les **dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage** ou les **dispenses**) qui permet aux entreprises en démarrage de réunir des capitaux dans ces territoires, à certaines conditions. Les autorités participantes les ont mises en œuvre ou comptent les mettre en œuvre en rendant des ordonnances générales locales (les **ordonnances de dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage** ou les **ordonnances de dispense**).

Les dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage s'appliqueront dans les territoires participants dès la publication du présent avis ou le plus tôt possible par la suite. Chaque ordonnance de dispense est affichée sur le site Web de l'autorité participante concernée ou le sera rapidement.

**Objet des dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage**

Les dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage comprennent une dispense de l'obligation de prospectus (la **dispense de prospectus pour les entreprises en démarrage**) et une dispense de l'obligation d'inscription à titre de courtier (la **dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage**). La dispense de prospectus pour les entreprises en démarrage autorise les émetteurs non assujettis à émettre des titres admissibles, à certaines conditions, dont les principales sont les suivantes :

- le siège de l'émetteur est situé dans le territoire d'une autorité participante;
- l'émetteur place des titres admissibles émis par lui en se servant d'un portail de financement en ligne;
- l'émetteur place les titres admissibles au moyen d'un document d'offre établi dans la forme prévue et disponible sur le portail de financement en ligne; le document d'offre comprend de l'information de base sur l'émetteur, sa direction et le placement, notamment l'emploi prévu des fonds réunis et le montant minimum à réunir;

- le groupe de l'émetteur ne peut réunir un total de plus de 250 000 \$ par placement ni effectuer plus de deux placements par financement participatif d'une entreprise en démarrage par année civile;
- personne ne peut investir plus de 1500 \$ par placement;
- le placement peut rester ouvert au maximum 90 jours;
- le placement doit être effectué par l'intermédiaire d'un portail de financement qui se prévaut de la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage ou est exploité par un courtier inscrit; les courtiers inscrits exploitant des portails de financement doivent respecter leurs obligations d'inscription existantes en vertu de la législation en valeurs mobilières et confirmer aux émetteurs qu'ils remplissent ou rempliront certaines conditions prévues par la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage;
- l'émetteur accorde à chaque souscripteur un droit contractuel de résoudre sa souscription de titres dans les 48 heures suivant la souscription ou la transmission au souscripteur d'un avis de modification du document d'offre;
- aucun des promoteurs, des personnes participant au contrôle, des administrateurs et des dirigeants du portail de financement (collectivement, les **commettants**) n'est un commettant du groupe de l'émetteur.

Les titres admissibles font l'objet d'un délai de conservation indéfini et ne peuvent être revendus que sous le régime d'une autre dispense de prospectus, au moyen d'un prospectus ou après un délai de quatre mois suivant le moment où l'émetteur devient émetteur assujéti.

La dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage autorise les portails de financement à effectuer des placements sous le régime des dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage, à certaines conditions, dont les principales sont les suivantes :

- le portail de financement doit transmettre aux autorités participantes un formulaire de renseignements le concernant et des formulaires de renseignements personnels sur chacun de ses commettants au moins 30 jours avant de faciliter son premier placement par financement participatif d'une entreprise en démarrage;
- le siège du portail de financement est situé au Canada;
- la majorité des administrateurs du portail de financement sont résidents du Canada;

- le portail de financement ne fournit aucun conseil aux souscripteurs ni ne fait de recommandation ou de déclaration sur la convenance de titres admissibles ou la qualité de l'investissement;
- les souscripteurs de titres admissibles ne versent aucuns frais ni aucune commission ou autre somme au portail de financement;
- le portail de financement met à la disposition des souscripteurs, en ligne, le document d'offre de l'émetteur et les mises en garde concernant le risque, et il n'autorise aucune souscription tant que les souscripteurs n'ont pas confirmé avoir lu et compris ces documents;
- le portail de financement reçoit le paiement des titres admissibles électroniquement par l'intermédiaire de son site Web;
- le portail de financement détient les actifs des souscripteurs séparément de ses biens, dans une fiducie à leur profit et, dans le cas des espèces, auprès d'une institution financière canadienne;
- le portail de financement tient des dossiers à son siège pour consigner avec exactitude ses affaires financières et les opérations de ses clients et démontrer son respect des conditions énoncées dans les ordonnances de dispense durant une période de 8 ans à compter de la date d'ouverture d'un dossier;
- le portail de financement accomplit l'un des actes suivants :
  - il verse les fonds à l'émetteur une fois que le montant minimum du placement a été obtenu et que le délai de résolution de 48 heures est écoulé;
  - il rembourse les fonds aux souscripteurs si le montant minimum n'est pas atteint ou si l'émetteur retire le placement par financement participatif d'une entreprise en démarrage;
- aucune autorité participante n'a avisé le portail de financement qu'il ne peut se prévaloir de la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage du fait que ses commettants ou leur conduite passée démontrent un manque d'intégrité, de responsabilité financière ou de connaissances et d'expertise pertinentes.

Les ordonnances de dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage expireront le 13 mai 2020.

## Contexte

Le financement participatif est assez rapidement devenu une nouvelle et importante méthode de collecte de capitaux sur Internet qui permet de financer une vaste gamme de projets. Il sert à réunir des fonds pour réaliser des projets précis qui ne donnent généralement pas lieu à l'émission de valeurs mobilières. On constate cependant que, dans certains pays, le financement participatif en capital devient un moyen pour les entreprises, particulièrement celles en démarrage et les petits émetteurs, de réunir des capitaux.

Une dispense pour financement participatif s'applique en Saskatchewan depuis décembre 2013 (General Order 45-925 – *Saskatchewan Equity Crowdfunding Exemption*). En tant qu'autorité participante, la Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan révoquera cette dispense et mettra en œuvre les nouvelles afin de s'harmoniser avec les autres autorités participantes. La dispense en vigueur en Saskatchewan ne sera pas révoquée tant que des placements seront en cours sous son régime.

Nous estimons que le financement participatif peut être une méthode viable de collecte de capitaux pour les entreprises en démarrage et les petits émetteurs. En conséquence, le 20 mars 2014, les autorités en valeurs mobilières de la Saskatchewan, du Manitoba, du Québec, du Nouveau-Brunswick et de la Nouvelle-Écosse ont lancé une consultation sur deux dispenses différentes pour financement participatif (la **proposition de 2014**) :

- la dispense de prospectus pour financement participatif et les obligations des portails de financement participatif intégrées au sein du projet de la Norme multilatérale 45-108 sur le *financement participatif* (la **dispense en vertu de la Norme multilatérale 45-108**);
- les dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage.

Bien qu'elle n'ait pas participé à la proposition de 2014, la British Columbia Securities Commission a publié un avis local (BC Notice 2014/03 *Notice and Request for Comment on Start-Up Crowdfunding*) pour recueillir les commentaires sur les dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage.

La dispense en vertu de la Norme multilatérale 45-108 serait consentie aux émetteurs assujettis et non assujettis et les autoriserait à effectuer des placements de plus grande taille. Les autorités participantes ayant publié la proposition de 2014 continuent de travailler étroitement avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à l'élaboration des projets liés à cette dispense.

Les dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage visent à offrir une autre source de capitaux aux émetteurs non assujettis à ce stade de développement. Les autorités participantes qui ont publié la proposition de 2014 ont conçu les deux dispenses de manière à ce qu'elles coexistent et se complètent.

S'appuyant sur les commentaires des participants au marché, les autorités participantes mettent en œuvre des ordonnances de dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage prévoyant des conditions essentiellement harmonisées pour une période de cinq ans. Les émetteurs pourront réaliser des placements par financement participatif d'une entreprise en démarrage sous le régime des dispenses simultanément dans tous les territoires participants ainsi que dans tout autre territoire du Canada mettant en œuvre les dispenses ultérieurement.

### **Résumé des commentaires reçus**

La période de consultation sur les propositions de 2014 a pris fin le 18 juin 2014. Nous avons reçu en réponse 26 mémoires, dont 13 traitaient expressément des dispenses pour financement participatif des entreprises en démarrage. Nous remercions tous les intervenants de leur participation. On trouvera aux Annexes A et B du présent avis la liste de ceux d'entre eux qui ont commenté ces dispenses, de même qu'un résumé des commentaires, accompagnés des réponses du personnel.

### **Résumé des changements apportés aux ordonnances de dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage**

Après étude des commentaires reçus, nous avons apporté aux dispenses présentées dans la proposition de 2014 certains changements, qui ont été intégrés dans les ordonnances de dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage. L'Annexe C présente les principaux changements ainsi apportés.

### **Questions**

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

#### ***Québec***

Gabriel Araish  
Analyste expert en financement des sociétés  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4414  
[gabriel.araish@lautorite.qc.ca](mailto:gabriel.araish@lautorite.qc.ca)

Marc-Olivier St-Jacques  
Analyste en financement des sociétés  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4424  
[marco.st-jacques@lautorite.qc.ca](mailto:marco.st-jacques@lautorite.qc.ca)

#### ***Colombie-Britannique***

Elliott Mak  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6501  
[emak@bcsc.bc.ca](mailto:emak@bcsc.bc.ca)

Denis Silva  
Senior Legal Counsel, Capital Markets  
Regulation  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6511  
[dsilva@bcsc.bc.ca](mailto:dsilva@bcsc.bc.ca)

***Saskatchewan***

Liz Kutarna  
Deputy Director, Capital Markets  
Securities Division  
Financial and Consumer Affairs Authority  
of Saskatchewan  
306 787-5871  
liz.kutarna@gov.sk.ca

Mikale White  
Legal Counsel  
Securities Division  
Financial and Consumer Affairs Authority  
of Saskatchewan  
306 787-5899  
mikale.white@gov.sk.ca

***Manitoba***

Chris Besko  
Director, General Counsel  
Commission des valeurs mobilières du  
Manitoba  
204 945-2561  
chris.besko@gov.mb.ca

***Nouveau-Brunswick***

Susan Powell  
Directrice adjointe, Division des valeurs  
mobilières  
Commission des services financiers et des  
services aux consommateurs  
506 643-7697  
susan.powell@fcnb.ca

***Nouvelle-Écosse***

Abel Lazarus  
Securities Analyst  
Nova Scotia Securities Commission  
902 424-6859  
abel.lazarus@novascotia.ca

**Annexe A**  
**Liste des intervenants**

Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs (ACPE)  
Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies (CFA)  
Equity Crowdfunding Alliance of Canada (ECFA)  
Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR)  
Fonds de solidarité FTQ  
Groupe TMX  
Invest Crowdfund Québec  
National Crowdfunding Association of Canada (NCFA)  
Optimize Capital Markets  
Private Capital Markets Association (PCMA)  
Stewart McKelvey  
The Bay Wind Field Inc.  
Tripp Business Law

## Annexe B

### Résumé des commentaires

La dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage a été publiée pour consultation au même moment que le projet de la Norme multilatérale 45-108 sur le *financement participatif* en Saskatchewan, au Manitoba, au Québec, au Nouveau-Brunswick et en Nouvelle-Écosse, dans le projet de 2014. La British Columbia Securities Commission (BCSC) a effectué une consultation distincte sur la dispense auprès de ses participants au marché dans un avis local intitulé BC Notice 2014/03 *Notice and Request for Comment on Start-Up Crowdfunding*. Les commentaires reçus par la BCSC ne sont pas inclus dans la présente annexe.

Le tableau qui suit présente un résumé des 13 mémoires traitant expressément de la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage qui ont été reçues en réponse au projet de 2014.

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
Appui à la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage	<ul style="list-style-type: none"><li>• Parmi les 13 mémoires traitant expressément de la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage, 12 exprimait un appui général.</li><li>• Un intervenant est fermement opposé, pour divers motifs, à la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Nous remercions les intervenants de leur appui.</li></ul>
Harmonisation – permettre aux portails de financement établis dans un territoire participant d’accepter des émetteurs et des investisseurs établis dans n’importe lequel des territoires participants.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Tous les intervenants sont pour permettre aux émetteurs d’accéder aux investisseurs dans plusieurs territoires canadiens.</li><li>• Un intervenant est d’avis que même les petites différences entre les territoires sont susceptibles d’accroître les difficultés de conformité, les coûts et la confusion pour les sociétés qui souhaitent se prévaloir de la dispense dans plusieurs provinces ou territoires.</li><li>• Un intervenant est d’avis que, compte tenu des limites en matière d’investissement individuel proposées, il sera important que les émetteurs soient en mesure d’accéder aux investisseurs dans plusieurs territoires canadiens.</li><li>• Un intervenant souligne que la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage ne devrait pas être limitée aux territoires participants.</li><li>• Un intervenant estime que l’harmonisation contribuera à la vigueur du marché.</li><li>• Un intervenant estime qu’en permettant aux investisseurs</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Nous remercions les intervenants de leurs commentaires. Nous sommes d’avis que pour assurer la viabilité de la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage, les territoires participants doivent déployer d’importants efforts d’harmonisation.</li></ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
	<p>d'investir dans plusieurs territoires, nous réduisons les coûts associés à la fragmentation de la réglementation et améliorons l'efficacité de l'affectation des capitaux.</p>	
<p>Appui à l'absence d'obligations d'inscription</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant indique que des obligations d'inscription ajouteraient un niveau de complexité inutile. En outre, il est d'avis que les mesures de sécurité des portails de financement sont de plus en plus perfectionnées et l'« intelligence de la foule » contribue à rehausser le niveau d'intégrité.</li> <li>• Un intervenant considère que les obligations d'inscription pourraient nuire à la réussite des entreprises en démarrage.</li> <li>• Un intervenant estime que l'inscription n'est pas nécessaire pour protéger les investisseurs. Il souligne également que le pourcentage de fraude est inférieur à 0,01 % sur le marché, qu'aucun cas de fraude n'a été signalé sur les plateformes de financement participatif actives à l'extérieur du Canada et que les fondateurs des portails ont grandement intérêt à assurer la réussite de leur entreprise.</li> <li>• Un intervenant est d'avis que les portails de financement vont utiliser les meilleures pratiques et que, par conséquent, l'innovation devrait être encouragée.</li> <li>• Un intervenant considère que l'inscription des portails de financement accroît les coûts et nuit à l'efficacité du système.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions les intervenants de leurs commentaires.</li> </ul>
<p>Contre l'absence d'obligations d'inscription</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant estime que l'inscription fournirait aux organismes de réglementation un bon moyen de surveiller qui administre les portails de financement et qu'elle contribuerait à la transparence et à la responsabilisation.</li> <li>• Un intervenant indique que l'écart entre 2 500 \$ et 1 500 \$ ne justifie pas l'absence d'inscription.</li> <li>• Un intervenant considère que l'absence de réglementation des portails de financement irait totalement à l'encontre de la mission de protection des investisseurs qui incombe aux autorités en valeurs mobilières du Canada. Une surveillance et une conformité adéquates sont nécessaires pour s'assurer que les petites et moyennes entreprises utilisent des intermédiaires légitimes.</li> <li>• Un intervenant est d'avis que, si la dispense était adoptée, les investisseurs pourraient ne pas exercer une diligence suffisante à</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous sommes d'avis que les coûts associés au recours à la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage doivent être les plus bas possible pour les portails de financement et les émetteurs afin qu'elle représente une option viable pour les entreprises en démarrage et les émetteurs à un stade de développement très précoce.</li> <li>• Le fait d'imposer des obligations d'inscription aux portails de financement pourrait nuire à la viabilité de la dispense pour</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
	<p>l'égard d'un investissement donné, en pensant à tort que si l'investissement est permis par les organismes de réglementation, il doit être sûr. Par conséquent, il serait très important d'effectuer une surveillance serrée et une mise en application stricte.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant considère que les portails de financement devraient avoir la responsabilité de réduire au minimum les manquements en tenant des dossiers sur les titres émis et les investisseurs, être assujettis à des exigences en matière de conflits d'intérêts, avoir la responsabilité réglementaire de s'assurer de l'intégrité des émetteurs et avoir des obligations d'information rigoureuses (p. ex. information sur la situation financière).</li> <li>• Un intervenant estime qu'une surveillance minimale est nécessaire.</li> <li>• Un intervenant est d'avis qu'un portail de financement non inscrit n'aurait aucune responsabilité en cas de fraude, que cela augmenterait le risque de perte de confiance et que les portails de financement inscrits et non inscrits seraient injustement touchés.</li> <li>• Un intervenant souligne que les portails de financement participatif qui ne placent pas de titres, mais offrent des récompenses, participeront activement au financement participatif en capital sous le régime de la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage. Il y aura de la confusion dans le public si un portail de financement participatif non réglementé qui ne place pas de titres fait du financement participatif en capital. En outre, le fait de permettre que des portails de financement ne soient pas inscrits irait à l'encontre de l'« obligation d'inscription en fonction de l'activité » prévue par les lois en valeurs mobilières applicables, de sorte que les investisseurs pourraient présumer à tort que l'organisme de réglementation qui a examiné un document d'offre et les antécédents d'un émetteur a approuvé le placement en question.</li> </ul>	<p>financement participatif des entreprises en démarrage, et les coûts d'inscription pourraient l'emporter sur les avantages. La dispense est subordonnée à un certain nombre de conditions qui atténuent les risques associés aux portails de financement non inscrits.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Il convient de souligner que les autorités en valeurs mobilières ont le pouvoir d'enquêter sur les portails de financement non inscrits qui se prévalent de la dispense d'inscription pour les entreprises en démarrage. Des mesures d'application de la loi peuvent être prises au besoin.</li> <li>• Les courtiers inscrits peuvent exploiter des portails de financement afin de faciliter les placements par financement participatif des entreprises en démarrage, dans la mesure où ils se conforment à la législation en valeurs mobilières et à certaines conditions prévues par la dispense.</li> </ul>
<p>Limite de placement – limite de deux placements de 150 000 \$ maximum par</p>	<p>Quatre intervenants sont d'avis que la limite de placement est appropriée. Toutefois, l'un d'eux propose d'ajuster annuellement la limite en fonction du taux d'inflation.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous avons majoré la limite de placement en la portant de 150 000 \$, montant prévu dans le</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
<p>année civile par émetteur sous le régime de la dispense (300 000 \$ par an).</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cinq intervenants estiment que la limite de placement devrait être plus élevée : <ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant suggère un plafond de 1,5 million de dollars par année.</li> <li>• Un intervenant suggère un plafond de 500 000 \$ par année par émetteur (avec un maximum de deux placements de 250 000 \$) afin de permettre aux émetteurs d'exercer leurs activités sans se soucier de leur prochain financement.</li> <li>• Un intervenant propose deux financements d'environ 500 000 \$ à 750 000 \$ chacun, avec un plafond de 1 million de dollars par année. Il se demande par ailleurs si la limite de deux placements d'un montant identique constitue la meilleure méthode, et il suggère d'instaurer des paliers de placement.</li> <li>• Un intervenant estime que la limite de 150 000 \$ par placement est appropriée, mais que celle du nombre des collectes par année civile ne l'est pas. Par conséquent, il suggère de limiter à 500 000 \$ la somme pouvant être réunie sous le régime de la dispense pendant la durée de vie d'un émetteur. Autrement dit, une fois la limite de 500 000 \$ atteinte, un émetteur ne pourrait plus se prévaloir de la dispense.</li> <li>• Un intervenant est d'avis que les mesures de sécurité devraient mettre l'accent sur les obligations d'inscription, les contrôles préalables et l'expérience du secteur financier plutôt que de limiter les sommes pouvant être réunies.</li> </ul> </li> </ul>	<p>projet de 2014, à 250 000 \$ (500 000 \$ par année). Nous estimons que cette limite répond mieux aux besoins de financement des émetteurs à un stade de développement très précoce, tout en offrant une protection appropriée aux souscripteurs.</p>
<p>Limite de 1 500 \$ par investisseur par placement</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cinq intervenants estiment que la limite par placement est appropriée.</li> <li>• Un de ceux-ci est d'avis qu'il est logique de limiter la somme qu'un investisseur individuel peut investir dans cette nouvelle catégorie d'actifs.</li> <li>• Cinq intervenants considèrent que la limite par placement devrait être plus élevée : <ul style="list-style-type: none"> <li>• Trois intervenants suggèrent un plafond de 2 500 \$.</li> <li>• Un intervenant suggère un plafond de 5 000 \$ à 10 000 \$.</li> <li>• Un intervenant suggère un plafond de 20 000 \$.</li> </ul> </li> <li>• Un intervenant souligne que la limite relativement basse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous estimons que la limite d'investissement de 1 500 \$ est adéquate et fournit une protection appropriée aux souscripteurs, surtout compte tenu du fait que de nombreux souscripteurs peu avertis pourraient investir dans des entreprises en démarrage et des émetteurs à un stade de développement très précoce.</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
	<p>imposera un lourd fardeau aux émetteurs en ce qui a trait aux relations avec les investisseurs.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant suggère un plafond de 250 \$ par placement.</li> </ul>	
Absence de limite d'investissement annuelle globale par investisseur	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Neuf intervenants sont d'avis que l'investissement annuel global devrait être plafonné : <ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant estime qu'une limite d'investissement annuelle individuelle serait compatible avec le principe sur lequel reposent les limites en matière d'investissement annuel par personne prévues par la dispense pour financement participatif.</li> <li>• Un intervenant souligne qu'aucune disposition du projet de dispense n'empêcherait un investisseur peu averti d'investir la totalité de ses actifs financiers auprès de plusieurs émetteurs se prévalant de la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage.</li> <li>• Autres limites suggérées : <ul style="list-style-type: none"> <li>• 5 000 \$ à 10 000 \$</li> <li>• 20 000 \$</li> <li>• 15 000 \$, avec ajustement en fonction de l'inflation</li> <li>• 6 000 \$</li> <li>• 2 000 \$</li> <li>• Environ 10 000 \$</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Compte tenu de la limite de placement peu élevée prévue par la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage et du fait que les souscripteurs seront informés des risques associés au placement et devront remplir un formulaire de reconnaissance de risque avant d'investir, nous estimons qu'il n'est pas nécessaire d'instaurer une limite d'investissement annuelle globale.</li> <li>• L'absence de limite d'investissement annuelle pourrait être remise en question dans l'avenir si elle fait problème.</li> </ul>
Applicabilité des limites en matière d'investissement aux investisseurs qualifiés	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cinq intervenants estiment que les investisseurs qualifiés devraient être autorisés à investir des sommes plus élevées. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant est d'avis que nous devrions appliquer les normes en cours d'élaboration aux États-Unis.</li> <li>• Deux intervenants sont d'avis que, si la limite applicable aux investisseurs qualifiés devait être augmentée, la dispense accordée à MaRS VX serait une option raisonnable.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage imposera une limite d'investissement de 1 500 \$ par placement.</li> <li>• Les investisseurs qui souhaitent investir des sommes plus élevées peuvent demander la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés.</li> </ul>
Appui à l'absence d'obligations d'information courante formelles	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Trois intervenants estiment qu'il ne devrait pas y avoir d'obligations d'information courante.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions les intervenants de leurs commentaires.</li> </ul>
Contre l'absence d'obligations d'information	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sept intervenants sont d'avis que les émetteurs devraient fournir des comptes-rendus périodiques de leurs activités.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les souscripteurs devront lire et accepter un formulaire de</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
courante formelles	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deux intervenants estiment que les émetteurs devraient tenir un registre de valeurs mobilières sur le site Web du portail de financement ou sur leur propre site Web.</li> </ul>	<p>reconnaissance de risque qui indique clairement qu'ils ne recevront pas d'information courante.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Des obligations d'information courante pourraient dissuader les entreprises en démarrage et les émetteurs à un stade de développement très précoce de se prévaloir de la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage.</li> <li>• Nous invitons les émetteurs à communiquer avec leurs porteurs de titres malgré l'absence d'obligations d'information courante. Ces communications peuvent faciliter les collectes de capitaux futures.</li> <li>• Les <i>lois</i> sur les sociétés s'appliquent, et les investisseurs pourraient avoir le droit de demander de l'information aux émetteurs en vertu de celles-ci.</li> </ul>
Appui à l'absence d'obligation de mettre à jour le document d'offre en dehors de la durée du placement	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Six intervenants estiment qu'il ne devrait pas y avoir d'obligation de mettre à jour le document d'offre en dehors de la durée du placement.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions les intervenants de leurs commentaires.</li> </ul>
Contre l'absence d'obligation de mettre à jour le document d'offre en dehors de la durée du placement	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quatre intervenants sont d'avis qu'il devrait y avoir une obligation continue de mettre à jour le document d'offre en dehors de la durée du placement. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant considère que les investisseurs doivent être tenus au fait des changements importants et que les émetteurs doivent mettre à jour cette information pendant et après la durée d'un placement.</li> <li>• Un intervenant suggère que les documents soient mis à jour une fois par année et communiqués à tous les porteurs de</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous invitons les émetteurs à communiquer avec leurs porteurs de titres malgré l'absence d'obligations d'information courante. Ces communications peuvent faciliter les collectes de capitaux futures.</li> <li>• Les <i>lois</i> sur les sociétés s'appliquent, et les investisseurs pourraient avoir le droit de</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
	titres à la date d'anniversaire de la constitution en société ou à l'assemblée annuelle des porteurs.	demander de l'information aux émetteurs en vertu de celles-ci.
Appui à une période de réflexion	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quatre intervenants sont d'avis que l'obligation d'accorder aux investisseurs une période de réflexion de deux jours est inappropriée.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions les intervenants de leurs commentaires.</li> </ul>
Contre une période de réflexion	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant estime qu'une obligation d'accorder une période de réflexion de 10 jours serait préférable, mais que le droit de résolution devrait être exercé au moins 20 jours avant la clôture du placement. Aucun droit de résolution ne pourrait être exercé moins de 20 jours avant la fin d'un placement.</li> <li>• Un intervenant suggère une période de 5 jours ouvrables.</li> <li>• Un intervenant propose que le droit de résolution puisse être exercé dans les deux jours ouvrables suivant la décision d'investissement initiale, pourvu que l'investissement soit effectué 96 heures avant la clôture du placement. L'intervenant est d'avis que le délai proposé pour l'exercice du droit de résolution ne peut pas s'appliquer aux placements « tout ou rien », à moins de permettre l'utilisation d'une liste d'attente de souscripteurs. Il affirme qu'en raison du court délai dont ils disposeraient, les émetteurs auraient de la difficulté à remplacer les investisseurs qui exercent leur droit de résolution.</li> <li>• Deux intervenants sont d'avis que les investisseurs devraient bénéficier d'un délai de résolution de deux jours après s'être engagés à effectuer un investissement et font valoir que notre proposition permettrait aux émetteurs de demander à des investisseurs « amicaux » d'investir, puis de résoudre la souscription avant la clôture du placement dans le but de créer l'impression qu'une campagne de financement est fructueuse.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous sommes d'avis que les souscripteurs devraient avoir le droit de résoudre la souscription dans les 48 heures suivant la souscription, et non pas les 48 heures suivant la clôture du placement.</li> <li>• Si les souscripteurs avaient le droit de résoudre la souscription au moins 48 heures avant la clôture du placement, les émetteurs pourraient être tentés de gonfler leurs placements en demandant à des proches d'effectuer les premiers placements, puis de résoudre la souscription peu de temps avant la clôture. Le droit de résoudre la souscription dans les 48 heures élimine donc la possibilité qu'un émetteur crée artificiellement une campagne de financement fructueuse.</li> <li>• Nous estimons également qu'étant donné que le document d'offre peut être modifié pendant la durée du placement, les souscripteurs devraient avoir le droit de résoudre la souscription dans les 48 heures après que le portail de financement leur a transmis un avis de modification du document d'offre.</li> </ul>
Nouvelle-Écosse seulement	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quatre intervenants sont d'avis que les Community Economic</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le personnel de la Nova Scotia</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
<p>– Recours à la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage par les CEDIF</p>	<p>Development Investment Funds devraient pouvoir invoquer la Norme multilatérale 45-108.</p>	<p>Securities Commission (NSSC) remercie les intervenants de leurs commentaires.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Le personnel de la NSSC examinera la réglementation relative aux sociétés de développement économique local pour déterminer quelles modifications doivent être apportées afin de permettre aux CEDIF de se prévaloir de la dispense pour financement participatif.</li> </ul>
<p>Gestion des fonds des investisseurs par les portails de financement</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Un intervenant souligne que de nombreux avocats pourraient ne pas être disposés à assumer le rôle de « dépositaire accepté ».</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nous prenons acte de ce commentaire et avons modifié la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage de manière à permettre aux portails de financement de détenir ou de gérer les fonds des investisseurs, à certaines conditions. Les portails de financement devront détenir ces actifs séparément de leurs propres biens, en fiducie au profit des souscripteurs et, dans le cas d'espèces, dans un compte en fiducie désigné auprès d'une institution financière canadienne.</li> </ul>
<p>Obligations relatives au siège des portails de financement</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Un intervenant est d'avis que les portails de financement ne devraient pas être tenus d'avoir leur siège dans un territoire participant.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nous remercions l'intervenant de ses commentaires. Nous avons modifié la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage afin que les portails de financement qui se prévalent de la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage aient leur siège au</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
		Canada plutôt que seulement dans un territoire participant.
Obligations concernant le territoire de résidence des promoteurs, des administrateurs, des dirigeants et des personnes participant au contrôle des portails de financement	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant estime que les portails de financement ne devraient pas être tenus d’avoir des promoteurs, des administrateurs, des dirigeants et des personnes participant au contrôle résidents du Canada.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions l’intervenant de ses commentaires. Nous avons modifié la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage afin d’exiger que la majorité des administrateurs des portails de financement qui se prévalent de la dispense d’inscription relative aux entreprises en démarrage soient des résidents du Canada.</li> <li>• Cette modification devrait permettre aux portails de recruter des gestionnaires compétents, tout en préservant une forte présence de ces postes au Canada.</li> </ul>
Exclusion des fonds d’investissement	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deux intervenants estiment qu’il n’est pas approprié d’exclure les fonds d’investissement. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant est d’avis que les investissements dans des entités qui investissent à leur tour dans des émetteurs admissibles à la dispense devraient être permis. Il estime que ces entités permettraient de diversifier les risques pour les investisseurs et pourraient offrir du mentorat aux émetteurs.</li> <li>• Un intervenant souligne que certains fonds d’investissement ont transféré des fonds à des sociétés en exploitation afin qu’elles poursuivent leurs activités et estime que les fonds d’investissement devraient être inclus.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions les intervenants de leurs commentaires. Nous sommes d’avis que la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage est destinée aux entreprises en démarrage et aux émetteurs à un stade de développement très précoce. Les fonds d’investissement ne tombent pas dans le champ d’application du régime.</li> </ul>
Obligations en matière d’états financiers	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quatre intervenants sont d’avis que les émetteurs devraient produire des états financiers, mais que ces états financiers n’auraient toutefois pas à être audités.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions les intervenants. Toutefois, nous estimons que les coûts associés au recours à la dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage doivent demeurer le plus bas possible afin que la dispense soit une source de financement viable</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
		<p>pour les entreprises en démarrage et les émetteurs à un stade de développement très précoce. L'obligation de produire des états financiers pourrait être trop onéreuse pour ce type d'émetteurs. Il convient de souligner que les émetteurs peuvent être tenus de produire des états financiers conformément au droit des sociétés ou à d'autres fins.</p>
Communications permises	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant considère que les portails de financement devraient fournir des lignes directrices au sujet des communications permises entre les émetteurs, les investisseurs et les investisseurs potentiels.</li> <li>• Un intervenant est d'avis que les portails de financement devraient être tenus d'offrir des forums de discussions après la clôture des financements, et il souligne qu'en l'absence de cette obligation, les risques de fraude augmenteraient.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions les intervenants de leurs commentaires, mais nous n'avons pas ajouté de lignes directrices ni d'obligations en ce qui a trait aux communications des portails de financement.</li> <li>• Nous invitons les émetteurs à communiquer avec leurs porteurs de titres malgré l'absence d'obligations formelles en matière de communications. Ces communications peuvent faciliter les collectes de capitaux futures.</li> </ul>
Formulaire de reconnaissance de risque	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant est d'avis que les « Mises en garde concernant les risques importants » sont suffisantes pour protéger les investisseurs.</li> <li>• Un intervenant estime que le libellé des « Mises en garde concernant les risques importants » devrait être modifié dans une certaine mesure pour les motifs suivants : <i>i</i>) elles ne mettent pas suffisamment l'accent sur le fait que les sommes investies pourraient ne jamais être recouvrées; <i>ii</i>) elles devraient mentionner l'absence de documents d'information continue; <i>iii</i>) elles devraient expliquer en langage simple certains droits des investisseurs; <i>iv</i>) elles devraient souligner les avantages de consulter un conseiller financier qualifié.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• À la lumière de ces commentaires, nous avons remplacé l'« Annexe A – Mises en garde concernant les risques importants » par un nouveau formulaire de reconnaissance de risque qui reflète mieux les risques associés à un investissement dans une entreprise en démarrage ou un émetteur à un stade de développement très précoce. Les mises en garde sont en langage clair.</li> <li>• Le formulaire de reconnaissance de</li> </ul>

SUJET	NATURE DES COMMENTAIRES	RÉPONSE
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant souligne que les « Mises en garde concernant les risques importants » ne sont pas adéquates pour plusieurs raisons : elles ne mentionnent pas ni n'expliquent les risques associés aux investissements dans les entreprises en démarrage et les émetteurs à un stade de développement très précoce; le passage suivant porte à confusion : « Je comprends que je n'ai obtenu aucun conseil... »; de l'information précise devrait être fournie sur les différences entre les droits rattachés à un placement sous le régime d'un prospectus et à un placement dispensé.</li> <li>• Le même intervenant est d'avis que les autorités de réglementation devraient soumettre le formulaire de reconnaissance de risque à des essais.</li> </ul>	<p>risque exige une confirmation expresse des souscripteurs.</p>
<p>Inquiétudes à l'égard du libellé du projet d'instruction complémentaire</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un intervenant exprime des inquiétudes à l'égard du libellé des projets d'ordonnances générales. Il affirme qu'il aurait de la difficulté à conseiller ses clients et suggère de modifier certaines définitions.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous remercions l'intervenant de ses commentaires.</li> </ul>

## Annexe C

### **Résumé des changements apportés aux ordonnances de dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage**

Voici le résumé des principaux changements apportés aux ordonnances de dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage publiées dans la proposition de 2014.

#### *Définitions*

Nous avons apporté certaines modifications aux définitions, dont les suivantes :

- nous avons modifié la définition de l'expression « groupe de l'émetteur » pour qu'elle recouvre l'émetteur, tout membre du même groupe que l'émetteur et tout autre émetteur qui exploite une entreprise avec l'émetteur ou un membre du même groupe que lui ou dont l'entreprise a été fondée ou établie, directement ou non, par la personne qui a fondé ou établi l'émetteur;
- nous avons modifié la liste des « territoires participants » en y ajoutant la Colombie-Britannique et tout autre territoire où une ordonnance de dispense correspondante a été prononcée pour les entreprises en démarrage.

Nous avons ajouté certaines définitions pour faciliter la lecture des conditions prévues dans les ordonnances de dispense;

#### *Limite de la taille du placement*

Nous avons relevé la limite de la taille du placement de 150 000 \$ à 250 000 \$ deux fois par année civile. Nous estimons que cette limite conviendra mieux aux besoins de financement des émetteurs en phase de démarrage, tout en demeurant une protection adéquate pour les investisseurs. Nous avons également précisé que cette limite est un montant total s'appliquant à un placement par financement participatif d'une entreprise en démarrage effectué dans tous les territoires participants.

#### *Siège du portail de financement et conditions en matière de résidence des administrateurs, dirigeants, promoteurs et personnes participant au contrôle*

Nous avons révisé les conditions relatives au lieu du siège du portail de financement afin d'ouvrir la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage aux portails situés dans un territoire du Canada qui n'est pas un territoire participant. Le portail de financement situé dans un territoire non participant qui compte se prévaloir de cette dispense devrait vérifier s'il est tenu à l'obligation d'inscription prévue par la législation en valeurs mobilières du territoire intéressé.

Auparavant, les promoteurs, administrateurs, dirigeants et personnes participant au contrôle des portails de financement devaient être résidents du Canada. Nous avons

modifié cette condition afin d'exiger que la majorité des administrateurs des portails de financement soient résidents du Canada. À notre avis, cette condition devrait laisser suffisamment de latitude pour recruter des personnes compétentes, tout en préservant une forte présence de tels postes au Canada.

#### *Droit de résoudre la souscription dans les 48 heures*

Compte tenu des commentaires reçus, nous avons modifié les ordonnances de dispense pour accorder aux souscripteurs un droit de résolution pouvant être exercé dans les 48 heures suivant la souscription ou la transmission aux souscripteurs, par le portail de financement, d'un avis de modification du document d'offre. Les émetteurs sont tenus de modifier leur document d'offre s'il devient inexact avant la fin de la durée du placement.

#### *Gestion des fonds du souscripteur par le portail de financement*

Nous avons révisé les conditions relatives à la gestion des fonds du souscripteur par le portail de financement pendant le placement par financement participatif d'une entreprise en démarrage. Nous pensons que le coût à assumer pour engager les services d'un dépositaire accepté pourrait se révéler prohibitif pour le portail de financement en regard de la taille limite relativement petite des placements permis sous le régime de la dispense de prospectus pour les entreprises en démarrage et du nombre élevé de souscripteurs participant à ce type de placement. Nous avons modifié la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage afin d'autoriser le portail de financement à détenir les fonds des souscripteurs à la condition qu'ils soient détenus séparément dans une fiducie à leur profit dans un compte en fiducie désigné auprès d'une institution financière canadienne.

Nous avons modifié la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage afin de préciser que le portail de financement ne doit verser les fonds à l'émetteur qu'une fois que le montant minimum à réunir est atteint et que le délai de résolution de 48 heures est écoulé. Si ce montant n'est pas atteint ou si l'émetteur retire le placement, le portail doit rembourser tous les fonds aux souscripteurs au plus tard cinq jours ouvrables après la fin de la durée du placement ou le retrait de celui-ci. En conséquence, nous avons supprimé de la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage la condition relative à la transmission de la convention de fiducie.

#### *Dossiers du portail de financement*

Nous avons ajouté la condition pour le portail de financement qui recourt à la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage de tenir des dossiers à son siège pour consigner avec exactitude ses affaires financières et les opérations de ses clients et démontrer son respect des conditions énoncées dans la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage durant une période de 8 ans à compter de la date d'ouverture d'un dossier.

### *Portails de financement exploités par des courtiers inscrits*

Nous avons modifié les ordonnances de dispense pour financement participatif des entreprises en démarrage afin de permettre aux courtiers inscrits d'exploiter des portails de financement. Pour ce faire, ils doivent tout de même respecter les obligations que leur impose actuellement la législation en valeurs mobilières. Les émetteurs qui se prévalent de la dispense de prospectus pour les entreprises en démarrage et utilisent un portail de financement exploité par un courtier inscrit doivent recevoir de celui-ci la confirmation qu'il respectera certaines conditions prévues par la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage.

### *Formulaires de renseignements sur l'émetteur et de renseignements personnels*

Nous avons supprimé la condition de déposer le formulaire de renseignements sur l'émetteur pour éviter les répétitions d'information et simplifier la procédure pour les émetteurs. Nous avons modifié d'autres formulaires afin d'y intégrer l'information exigée à l'origine dans le formulaire de renseignements sur l'émetteur prévu dans la proposition de 2014.

En outre, nous avons retiré la condition de déposer le formulaire de renseignements personnels par souci de cohérence avec les obligations de transmission ou de dépôt associées aux autres dispenses de prospectus prévues par la loi.

### *Document d'offre*

Nous avons modifié le document d'offre afin qu'il comprenne davantage d'information sur les antécédents des administrateurs, dirigeants, promoteurs et personnes participant au contrôle de l'émetteur. Nous y avons également apporté d'autres changements afin de clarifier l'information.

### *Formulaire de reconnaissance de risque*

Nous avons apporté plusieurs modifications au formulaire de reconnaissance de risque pour en faciliter la lecture et clarifier l'information.

### *Dépôt ou transmission du document d'offre et de la convention d'accès de l'émetteur*

Nous avons modifié le délai de dépôt du document d'offre par l'émetteur en le fixant à 30 jours après la clôture de l'offre. De plus, nous avons supprimé la condition relative à la transmission de la convention d'accès de l'émetteur. Ces modifications visent à assurer la cohérence avec les obligations de transmission ou de dépôt associées aux autres dispenses de prospectus prévues par la loi.

### *Coordonnées du portail de financement*

Nous avons ajouté la condition pour le portail de financement se prévalant de la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage d'indiquer en ligne le nom et les coordonnées professionnelles de ses dirigeants, administrateurs, promoteurs et personnes participant au contrôle.

### *Recours à la dispense d'inscription*

Nous avons ajouté une condition qui permet aux autorités en valeurs mobilières d'aviser le portail de financement qu'il ne peut se prévaloir de la dispense d'inscription relative aux entreprises en démarrage dans le cas où ses commettants ou leur conduite passée démontrent un manque d'intégrité, de responsabilité financière ou de connaissances et d'expertise pertinentes. Selon nous, cette condition assurera une protection aux investisseurs.