

**LES PLACEMENTS PRIVÉS DE VALEURS MOBILIÈRES
AU QUÉBEC ET EN ONTARIO: UNE ÉTUDE COMPARATIVE**

par

Martine Wallimann

**Institut de droit comparé
Université McGill
Montréal**

juillet 1985

**thèse présentée à la Faculté d'études supérieures
et de recherche**

© Martine Wallimann, 1985

PREFACE

Avant de présenter cette thèse en vue de l'obtention du diplôme de Maîtrise en droit de l'Université McGill, je tiens à adresser mes remerciements les plus vifs à tous ceux qui m'ont aidée et reçue.

Je pense tout d'abord au Professeur Simmonds qui a accepté de diriger ma recherche et dont la patience et la disponibilité m'ont permis de mener ce travail à bien.

Je voudrais aussi exprimer ma reconnaissance aux membres des différentes commissions de valeurs mobilières qui m'ont apporté d'utiles précisions. M. Paul Guy, président de la C.V.M.Q., Me Antoni Dandonneau et M. Guy Schedleu également membres de la C.V.M.Q., Me Stewart Ash de l'O.S.C., Mme Robert de la C.O.B. De même, les remarques de M. Pierre Matuziewski, vice-président de McLeod, Young and Weir à Montréal, m'ont apporté d'intéressants éléments de nature financière.

Je désire aussi remercier le Professeur Crépeau, directeur du Centre de recherche en droit privé et comparé du Québec qui m'a donné le goût de l'étude comparative du droit et m'a fait de précieuses remarques civilistes sur certains points de ce travail.

Enfin, je ne voudrais pas oublier Madame Michèle Granjon-Legendre qui, en assurant la relecture amicale de ce manuscrit, m'a permis de bénéficier de son expérience de juriste-rechercheur.

A tous, merci

Résumé

Le placement privé est un mode de financement corporatif fréquent en Amérique du Nord. Il consiste en un placement de titres auprès d'investisseurs qui ne sont pas considérés comme faisant partie du public. Son avantage principal est d'éviter la réglementation de l'information prévue par les lois de valeurs mobilières. Nous avons choisi de faire une étude comparative entre le Canada et les États-Unis car c'est un système commun aux deux pays bien qu'originaire des États-Unis. De plus, malgré une évolution souvent parallèle et des solutions similaires, le régime n'est pas conçu de la même façon. Au Canada notre intérêt s'est porté sur les juridictions de l'Ontario et du Québec. La première en effet a servi de modèle pour l'ensemble des législations provinciales; elle est aussi très représentative des solutions de la Common Law. Le Québec est dirigé par les principes du Droit civil. De plus, sa législation moderne des valeurs mobilières bien qu'inspirée par celle de l'Ontario, présente dans ce domaine des dispositions originales et innovatrices.

Abstract

Private placements are a common method of corporate financing in North America. It is a distribution of securities to investors who are not considered as being part of the general public. Avoiding the information requirements of securities legislation is its principal advantage. A comparative study of the United States and Canada was decided upon because, originating from the United States, some basic principles are common, while an often parallel evolution and similar solutions, the regimes are at variance on important points. In Canada, the focus is on Ontario and Quebec. The former is not only the model for all other Canadian provincial legislations, but also indicative of the general common law approach. The latter is influenced by the principles of the civil law. Contemporary Quebec securities law, even though strongly influenced by the Ontario Act, offers original solutions to some aspects of the subject.

Liste des abbréviations courantes

C.O.B.	Commission des Opérations de Bourse (France)
C.V.M.Q.	Commission des Valeurs Mobilières du Québec
L.V.M.Q.	Loi sur les Valeurs Mobilières du Québec
O.S.A.	Ontario Securities Act
O.S.C.	Ontario Securities Commission
S.A., 1933	Securities Act de 1933 (Etats-Unis)
S.E.A., 1934	Securities Exchange Act de 1934 (Etats-Unis)
S.E.C.	Securities and Exchange Commission (Etats-Unis)

Liste des abbréviations courantes

C.O.B.	Commission des Opérations de Bourse (France)
C.V.M.Q.	Commission des Valeurs Mobilières du Québec
L.V.M.Q.	Loi sur les Valeurs Mobilières du Québec
O.S.A.	Ontario Securities Act
O.S.C.	Ontario Securities Commission
S.A., 1933	Securities Act de 1933 (Etats-Unis)
S.E.A., 1934	Securities Exchange Act de 1934 (Etats-Unis)
S.E.C.	Securities and Exchange Commission (Etats-Unis)

TABLE DES MATIERES

<u>INTRODUCTION GENERALE</u>	1
1) historique	1
2) les dispositions relatives aux placements privés	8
3) notion de placement privé	15
<u>PREMIERE PARTIE: LE FINANCEMENT PAR VOIE DE PLACEMENT PRIVE</u>	19
<u>Chapitre 1: Le placement privé, un choix de politique financière</u>	19
section 1: le débat dette-équité	21
section 2: éléments déterminants du choix	25
1. avantages et inconvénients	25
2. motifs des investisseurs	27
* les investisseurs institutionnels	27
* les compagnies	29
* les individus	30
<u>Chapitre 2: Les acteurs de ce choix</u>	31
section 1: le nombre d'investisseurs: un critère à part entière?	33
1. exposé du problème	33
2. influence de la qualité des intervenants	37
a. le dilemme personne sollicitée/acheteur	37
b. les investisseurs institutionnels	42
section 2: les tests qualitatifs	45
1. la capacité de supporter le risque économique	47
2. la sophistication de l'investisseur	55
3. l'accès à l'information	62
4. conclusion	71

<u>DEUXIEME PARTIE LE REGIME DU PLACEMENT PRIVE</u>	74
<u>Chapitre 1: L'information dans le placement privé</u>	74
section 1. l'obligation d'informer l'agence administrative	74
section 2: l'information des investisseurs	77
1. le mythe de la non information	77
2. les exigences légales en matière d'information au Canada	81
a. l'offering memorandum en Ontario	82
b. la notice d'offre au Québec	84
c. la position aux Etats-Unis	88
d. conclusion	90
<u>Chapitre 2: Information et responsabilité</u>	92
section 1: fondements de la responsabilité	93
1. au Québec, les recours de droit civil	94
a. information et période pré-contractuelle	94
* analyse civiliste du document d'offre	94
* l'avant contrat	94
* offre et période pré-contractuelle	95
* étendue de l'obligation pré-contractuelle de renseignements	98
* intensité de l'obligation pré-contractuelle de renseignement	101
* les personnes responsables	102
b. information et formation du contrat	105
2. les recours de common law	107
a. le droit commun	107
b. la politique de l'O S C envers le contenu de la notice d'offre	112
c. les autres recours légaux	114

3. limitations de responsabilité	116
* dispositions pénales	117
* clause d'exclusion ou de limitation de - responsabilité	117
* valeur des déclarations d'intention	120
* le contrat de l'article 47 de la L.V.M.Q.	122
section 2: les prévisions financières	123
<u>Chapitre 3</u> Les reventes	132
section 1: octroi de la dispense: étude de la solution traditionnelle fondée sur l'intention d'investir "investment intent"	13
section 2: la solution moderne. mise en place de situations objectives	140
a. le "closed system" du Québec et de l'Ontario	140
b. la solution adoptée aux Etats-Unis	144
CONCLUSION GENERALE	147
BIBLIOGRAPHIE	

INTRODUCTION GENERALE

L'état actuel de la législation sur le placement privé en Amérique du Nord est le résultat de conditions historiques et de débats doctrinaux qui se déroulent depuis les années trente environ (1). En conséquence, il semble utile d'exposer rapidement l'évolution de la législation sur la publication de l'information financière lors d'une émission de titres dans le public, d'indiquer les problèmes qu'elle a soulevés, avant d'exposer les dispositions d'exception concernant les placements privés. Il sera aussi intéressant de faire quelques remarques comparatives sur le système européen.

1) Historique

Les lois sur les valeurs mobilières sont de création assez récente; les premières datent du début du XX^e siècle dans certains états américains. On les appelle les **blue sky laws** (2); leur philosophie, ayant pour but la

-
- (1) Les exposés de ces questions ne manquent pas. On pourra notamment consulter L. LOSS, Fundamentals of Securities Regulation, Boston, Little, Brown & Co., 1963, p. 29 à 38. R.L. SIMMONDS, "Of Prospectuses and Closed Systems, an Analysis of Some Present and Proposed Legislation in Canada and the U.S.", (1961) 19 Osgoode Hall L.J., p. 33s.
- (2) P. WOOD, Law and Practice of International Finance, Londres, Sweet & Maxwell, 1962, p. 178.

protection des épargnants, est fondée sur l'idée de mérite (3). Il était possible de proposer des placements aux investisseurs à condition que l'opération ait été approuvée. Basée essentiellement sur des exigences en matière d'enregistrement, la procédure consistait en une appréciation qualitative du placement envisagé, faite par une agence administrative qui avait le pouvoir de refuser son accord pour l'inscription de la transaction, et donc de bloquer tout le système de distribution mis en place. En principe, la philosophie **blue sky** a été abandonnée par les lois de valeurs mobilières modernes au profit de la théorie de la révélation de l'information ou **disclosure**. Cependant, il en reste à l'occasion certaines manifestations (4). En matière de placements privés, le souci principal des commissions, lorsqu'elles interviennent par voie de réglementation, est de limiter le risque d'atteinte au public. Ce danger peut prendre deux formes: traditionnellement on craindra que, en qualifiant une transaction de placement privé, l'émetteur ne cherche à éviter les dispositions légales sur la révélation de l'information lesquelles sont protectrices de l'intérêt du public. Plus récemment, une interrogation se fait jour chez certains praticiens quant au danger du placement privé qui, du fait de son

(3) En ce qui concerne l'approche canadienne, voir par exemple, R.L. SIMMONDS, P.P. MERCER, An Introduction to Business Associations in Canada, Toronto, Carswell, 1984, p. 149 et T. HADDEN, R.E. FORBES, R.L. SIMMONDS, Canadian Business Organizations Law, Toronto, Butterworths, 1984, p. 397s.

(4) T. HADDEN, id. p. 395-396 et aussi L. LA ROCHELLE, F. PEPIN, R.L. SIMMONDS, "Québec's New Securities Act, One Year Later", dans L. SARNA, Corporate Structure, Finance and Operations, Vol. 3, Toronto, Carswell, 1984, p. 184-185. La nouvelle loi des valeurs

importance, restreint le champs des possibilités d'investissement du marché public (5). On conçoit généralement le rôle du législateur dans ce domaine à deux niveaux (6). Il doit s'assurer qu'il n'y a pas de désinformation, et, dans une certaine mesure, il doit veiller à ce que l'investisseur ait accès à un bon investissement. Ce dernier souci ne se règle pas de nos jours par la mise en place d'une réglementation de type **blue sky**, mais par le rôle qu'ont les commissions modernes d'améliorer et de modifier le marché

Après le désastre boursier de 1929, le gouvernement fédéral américain est intervenu pour légiférer en la matière, en proposant un autre système de protection des épargnants fondé sur la publication des informations financières concernant l'émetteur. Deux lois réglementent donc la matière: le **Securities Act** de 1933 (7), et le **Securities Exchange Act** de 1934 (8). La première loi s'intéresse aux distributions

mobilières du Québec, p. 182, en 1982, a donné à la C.V.M.O. de pouvoirs lui permettant de prendre une plus grande responsabilité dans le fonctionnement du marché. Dans certains cas même, elle a un pouvoir de vérification (**merit review**) pour refuser des exemptions de prospectus (section 264).

- (5) Cette remarque nous a parfois été faite aux cours des entretiens que nous avons eu avec des praticiens.
- (6) R.L. SIMMONDS, "Of Prospectuses ...", id. note 1, p. 37.
- (7) 15 U.S.C. §77a et seq., orienté vers l'émission de titres
- (8) 15 U.S.C. § 78a et seq., orienté vers un système de révélation périodique de l'information.

de valeurs mobilières, soumettant essentiellement l'émetteur à des formalités d'enregistrement et de publicité, ainsi qu'à la publication d'une information assez importante au bénéfice des investisseurs considérés essentiellement comme le public (9). Le deuxième ensemble de dispositions législatives traite de la situation des compagnies régulièrement inscrites sur le marché qui sont tenues, du fait de cette position et/ou de leur taille, de publier régulièrement un certain nombre d'informations (10); elles ont alors le statut de **reporting issuer** ou émetteur assujéti, dont nous verrons de nombreuses applications pratiques au cours de cette étude (11). La législation fédérale américaine a adopté une approche différente de celle des états. Elle s'est basée sur un système de déclaration préalable, et non d'autorisation préalable comme c'est le cas dans les états américains (12). Sur le plan juridique, cela a pour conséquence de ne pas soumettre le requérant à un processus d'examen et d'appréciation qualitative de l'agence administrative chargée du contrôle du marché financier.

-
- (9) Cette loi est directement inspirée de la philosophie de **disclosure** de la loi anglaise de 1929, L. LOSS., op. cit. supra note 1, p. 39.
- (10) L. NICHOLAS, "The Integrated Disclosure System and its Impact Upon Underwriters' Due Diligence: Will Investors be Protected?" (1983), 11 Sec. Reg. L.J., p. 4.
- (11) Selon la section 12 du SEA de 1934, l'émetteur doit enregistrer tout titre qui est (1) coté sur un marché officiel, (2) un titre d'équité détenu par au moins 500 personnes, si le montant des actifs de la société est supérieur à 3\$ millions. L. LOSS., op. cit. supra note 1, p. 459.
- (12) Ainsi, selon la section 5 du SA de 1933, l'émetteur devra remplir un **registration statement** contenant diverses informations financières, avant toute distribution non exemptée.

Trois types de dispositions sont actuellement prévues en Amérique du Nord pour réglementer le commerce des valeurs mobilières lorsque le public est concerné (13),

- l'enregistrement des personnes faisant le commerce de titres
- des exigences relatives à l'information de l'investisseur
- des dispositions anti-fraude.

Les deux premières relèvent de l'idée de déclaration préalable, alors que la dernière consiste en une série de mesures destinées à sanctionner pénalement les infractions aux exigences administratives.

Les deux lois fédérales américaines, puis par la suite les règlements pris par la **Securities and Exchange Commission**, ou S.E.C., ont beaucoup insisté sur les exigences relatives à l'information des investisseurs lorsque ces derniers étaient issus du public en général. Il en a été de même au Canada puisque ce même concept de déclaration préalable sert de fondement aux législations provinciales (14). L'idée de base est que si l'émetteur de titres, qui fait appel public à l'épargne, fournit aux investisseurs potentiels un certain nombre d'informations, ceux-ci pourront prendre leur décision d'investissement en toute connaissance de

(13) R.L. SIMMONDS et P.P. MERCER, op. cit. supra note 3, p 150.

(14) Voir pour l'OSA les exigences de la section 52 concernant le prospectus, **Securities Act**, R.S.O. 1980, c. 466 et leur équivalent dans l'article 11 de la Loi sur les valeurs mobilières, L.R.Q., chap. V-144.1, amendée par le projet de loi 7 (1985) 117 G.O.Q. II, 137-1402.

cause et donc éliminer le risque provenant de l'ignorance (15). Ces dispositions étaient aussi vues comme un moyen d'égaliser les chances d'un bon retour de l'investissement entre l'investisseur moyen et celui dont les connaissances financières ou éventuellement les liens avec l'émetteur permettaient de meilleurs placements (16). En fait, ce type d'argumentation a été très critiqué aussi bien en droit qu'en économie. Ainsi, certains soutiennent que, malgré les informations qui sont mises à sa disposition, l'investisseur moyen continue d'en tenir assez peu compte, et se fie, soit à son instinct, soit aux conseils de son courtier lequel bénéficie d'informations plus précises. Un mouvement doctrinal préconise en conséquence de moins s'inquiéter de la publication d'une information peu étudiée par ceux à qui elle est destinée, et de s'intéresser davantage à des informations pouvant être vraiment utiles aux participants de la commu-

(15) C'est une conception basée sur l'idée de révélation (**disclosure**) de l'information adéquate; voir par exemple, L. LOSS, op. cit. supra, note 1, p. 28. R.L. SIMMONDS et P.P. MERCER, op. cit. supra, note 3, p. 154. H.G. EMERSON, "Business Finance under the 'Closed System' of the Securities Act: Statutory Scheme and Pitfalls" dans L.S.U.C. Corporate Law in the 80s, Special Lectures, Toronto, Richard & Boo, 1982, p. 32, F.H. BUCKLEY, "Small Issuers Under the OSA, 1978: A Plea for Exemptions" (1979) 29 U. of Toronto L.J., p. 316

(16) Ainsi, il a été prouvé que certains investisseurs possédant de l'information non disponible pour le public, avaient des retours d'investissement plus haut que la moyenne du marché. Les **insiders** de l'émetteur ont systématiquement des performances supérieures, de même pour les spécialistes des marchés boursiers; en revanche, les institutions ont une performance supérieure à la moyenne qui ne fait que couvrir les frais administratifs en coûts de transaction. Voir note 27 dans R.J. GILSON et R.H. KRAKMAN, "The Mechanisms of Market Efficiency" (1984), 70 Va. L.R., p. 556.

nauté financière (17). De plus différentes études économiques ont montré que l'influence de la publication d'informations financières avait un impact rapide mais limité sur le cours des actions cotées en Bourse (18).

L'évolution récente des législations nord-américaines en la matière s'est faite dans le sens d'un encouragement à la publication ponctuelle comme par exemple à l'occasion de l'émission de titres. Cela a pour avantage, pour la compagnie, de répartir la charge de publications, et aussi de présenter une meilleure vue d'ensemble des ses activités puisque cela permet d'établir à long terme l'histoire de la société. Les commissions de valeurs mobilières, tant américaines que canadiennes, privilégient le statut d'émetteur assujetti. C'est un système d'information mis à jour par des rapports périodiques, auquel sont soumises les sociétés émettrices (19). Lorsque la corporation désire faire une opération qui implique la

(17) Voir texte infra p. 79s. Un des tenants les plus connus de cette position actuellement est le Pr. H. KRIPKE, The SEC and Corporate Disclosure, Regulation in Search of a Purpose, New York, Law & Business, 1979. Voir aussi T.L. HAZEN, The Law of Securities Regulation, St. Paul, Minn, West Publishing Co., 1985, note 1, p. 61

(18) Théorie de l'**Efficient Capital Market Hypothesis** telle qu'elle est exposée par J.C. COFFEE, Jr, "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System", (1984), 70, Va. L.R., p 719-20 et R.J. GILSON, loc. cit. supra note 16, p.552s. L'information affecte le prix des valeurs mobilières dans la mesure où elle affecte les attentes du marché. L'article de base est celui de S. FAMA, "Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work", (1970) 25 J. Fin., 383.

(19) L'ensemble du système est aussi appelé **continuous disclosure** L. LA ROCHELLE, et al. "Quebec's New Securities Act - One Year Later", loc. cit. supra note 4, p. 201. Aux États-Unis, il faut noter le lien entre les deux lois; ainsi, le formulaire S-16 adopté en 1970 par

fourniture de certains renseignements, elle peut simplement se référer aux documents d'information périodique déjà fournis. Ce système n'a pas seulement une utilité pour les placement publics, il joue aussi un rôle en matière de placements privés. Nous le constaterons au cours des développements ultérieurs. Selon certains auteurs, les deux systèmes, la déclaration préalable, et l'information permanente, conduisent à des résultats un peu différents en matière de placements privés (20). Si l'on vise principalement la protection de l'investisseur, de nombreuses exemptions sont alors possibles; mais, si le système comprend une information permanente, il est alors concevable d'avoir encore plus d'exemptions puisque les rapports périodiques ont déjà fourni suffisamment d'information.

2) Les dispositions relatives aux placements privés

Le principal mode d'information prévu dans les différentes lois est le prospectus, document à fournir aux investisseurs sollicités, d'une émission de titres avec appel public à l'épargne. Le législateur voyait en ce document le fondement de la protection du public. Or, il y a des cas où on ne peut pas vraiment qualifier l'opération d'ouverte au public, ou bien, d'autres cas où l'investisseur n'a pas besoin de la protection de la loi. Des

la S.E.C. permet à un émetteur qui publie depuis au moins trois ans, en accord avec le S.E.A. de 1934, d'émettre un prospectus très bref en cas de nouvelle émission. L. LOSS, *op. cit. supra* note 1, p. 150. De même au Québec, on peut noter l'existence d'un prospectus simplifié (art. 18) disponible pour l'émetteur assujéti tel qu'il est soumis aux dispositions des art. 75 et suivants de la L.V.M.O.

(20) W.M.H. GROVER, J.C. BAILLIE, "Disclosure Requirements" dans **Proposals for a Securities Market Law for Canada**, Vol. 3, Ottawa, Minister of Supply and Services Canada, p. 409, 349-464.

systèmes d'exemptions ont donc été mis en place par le législateur nord américain. Auparavant, il nous paraît nécessaire de donner quelques indications sur l'état de la question en Europe. Certes, cette étude est consacrée à une comparaison entre le système canadien et celui des Etats-Unis. Cependant, le placement privé a des applications internationales, comme, par exemple, les prêts bancaires syndiqués (21). Il peut alors être utile d'avoir un avant goût des solutions outre-atlantiques. Il faut distinguer les dispositions européennes, c'est-à-dire du droit européen, de celles des états membres de la Communauté Economique Européenne.

La plupart des pays de la Communauté ne connaissent pas l'exemption de placement privé, comme elle existe au Canada ou aux Etats-Unis, excepté d'une certaine façon, le Royaume-Uni (21). Cela est dû principalement à une différence d'approche dans la législation. Ainsi en France, le point déterminant pour savoir s'il y a appel public à l'épargne, et donc soumission aux obligations d'information, est le statut de la société

(21) En principe, les placements privés sont exemptés de prospectus d'émission. Cependant, en fait, on demande systématiquement l'admission en bourse. Dans ce dernier cas, les autorités exigent la publication d'une notice élaborée largement comparable au prospectus d'émission. E. WYMEERSCH, "Le contrôle des marchés de valeurs mobilières dans les Etats membres de la Communauté Européenne, Rapport sur les systèmes nationaux, Collection Etudes, Série Concurrence et Rapprochement des Législations, No 33, partie II, Bruxelles, Commission des Communautés Européennes, 1979, p. 22-23.

et non les caractéristiques propres à l'opération concernée (22). L'appel public à l'épargne résulte de la réunion de certaines conditions; ce sera soit le fait d'une présomption légale telle celle de l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales (23), soit l'application du critère dégagé par la C.O.B., la diffusion suffisante des titres dans le public (24). Une fois que la société a acquis même involontairement le statut de société faisant appel public à l'épargne, toutes ses opérations de financement avec des investisseurs extérieurs prenant des participations dans son capital, seront qualifiées d'appel public à l'épargne. Très peu d'exemptions existent dans ce domaine, et elles sont limitées à des cas spécifiques (25).

(22) Selon l'art. 1841 du Code civil français, loi du 4 janvier 1978, il est interdit pour une société non autorisée de faire appel public à l'épargne, ou d'émettre des titres négociables. Voir aussi Commission des Opérations de Bourse, "le statut des sociétés faisant appel public à l'épargne", Paris, COB, 10 octobre 1969, p 3s.

(23) Trois critères non limitatifs sont donnés:

- inscription des titres à la cote officielle d'un marché
- placement des titres par le biais de banques, établissement financiers ou agents de changes
- utilisation de moyens de publicité quelconques

LAMY, Sociétés, Droit des sociétés commerciales, Paris, Ed. Lamy, 1983, No 1221.

(24) C'est un critère considéré comme fondamental par la C.O.B. Voir Commission des Opérations de Bourse, Instruction du 2 février 1982, Paris, C.O.B., 1982, p. 5 et aussi E. WYMEERSCH, op cit supra note 21, No. 33, partie I, 1978, p. 181

(25) Instruction de la C.O.B., 2 février 1982, id. p. 11s.

Au regard de législation européenne (26), il n'y a pratiquement pas de dispositions visant les placements privés, bien que la rédaction des textes semble suffisamment large pour englober éventuellement une hypothèse de placements privés. Le travail législatif européen a été essentiellement réalisé en matière de prospectus d'admission à la cote officielle des marchés boursiers (27) Il y a seulement une proposition de directive pour le prospectus d'émission de valeurs mobilières au public (28). Néanmoins, son acceptation est retardée par de nombreuses difficultés; notamment, la France est réticente en raison de la définition

(26) Les articles 67 et suivants, et l'article 221 du Traité de Rome ont en effet posé le principe de la libération de l'accès aux marchés de capitaux. E. CEREXHE, Le droit européen: la libre circulation des personnes et des capitaux, Bruxelles, Ed. Nauwelaertr, 1983, p. 265.

(27) Directive du Conseil du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission des valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs J.O.C.E. N.L 66/22 Directive du conseil du 7 mars 1980 portant coordination des conditions d'établissement de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission des valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs. J.O.C.E. N. L100/1. Directive du Conseil du 15 février 1982 relative à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeur, J O C E. N. L48/26.

(28) Proposition de directive du Conseil portant coordination des conditons d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de souscriptions ou de vente de valeurs mobilières, présentée par la Commission le 13 janvier 1981, J.O.C.E. N C335/40.

très large de valeur mobilière que le texte propose de retenir (29). De plus, dans de nombreux pays européens, comme le Royaume-Uni ou la France, l'accent est mis davantage sur l'inscription à la cote officielle que sur l'émission publique de titres en soi. Selon l'article 1-2 de cette proposition de directive, il y a offre au public lorsque l'opération n'est pas limitée à un nombre restreint de personnes. Le critère principal est donc celui du nombre. En revanche, des critères subsidiaires comme la publicité, le montant de l'offre ou la sophistication des investisseurs peuvent être aussi appliquées. Dans le droit européen existant, on peut également retrouver quelques dispositions susceptibles de s'appliquer au cas des placements privés. Ainsi, l'article 10 de la Directive concernant le prospectus d'admission à la cote officielle, exempte expressément des dispositions la vente d'obligations à un nombre limité d'acquéreurs. L'exemption est donc très limitée mais elle existe. On peut émettre deux hypothèses expliquant le champ d'application très restrictif de cette disposition. Tout d'abord, il est possible de dire que le législateur a estimé le risque moins important lorsqu'il s'agit de titres de dette que lorsque des actions sont en jeu, l'investisseur est en effet un créancier de la société, non un actionnaire. Ensuite, il se peut que l'application pratique de cette disposition soit plus importante qu'elle n'y paraisse à première vue. En effet, les marchés financiers européens traitent un très gros volume d'obligations qui sont des titres plus populaires que les actions.

(29) Sur la notion française de valeur mobilière, voir LAMY, op cit. supra note 23, No 1341. Pour une comparaison des notions européennes, voir E. WYMEERSCH, "Le contrôle des marchés de valeurs mobilières dans la CEE", Id note 21, No 31, 1977, p. 6-7.

De plus, dans un pays comme la France, les investisseurs institutionnels ont tendance non seulement du fait de leur attitude générale d'investissement, mais aussi en raison de dispositions législatives restrictives, à privilégier l'investissement de type obligatoire (30). De la même façon, selon le Schéma A Chapitre II, 2-3 de cette directive, l'information à inclure dans le prospectus d'admission en bourse est celle ayant trait aussi bien aux placements privés que publics. Il s'agit là de la reconnaissance expresse du financement par le biais de placements privés. En conséquence, l'idée du placement privé d'une émission de titres existe bien, mais l'inscription à la cote officielle entraîne la publication de différentes informations (sauf le cas des obligations de l'article 10). C'est là une conception différente de celle qui prévaut en Amérique du Nord où le caractère public dépend des opérations envisagées, les conséquences liées à ce statut ne valent en principe que pour la transaction reconnue publique. Dans le cadre d'un placement privé concernant des investisseurs européens, il est bon de savoir que certaines juridictions acceptent mal en principe cette opération, ou du moins, on ne pourra la traiter comme en Amérique du Nord. En revanche, le droit européen semble laisser la porte entre-ouverte à ces transactions. Or, dans la mesure où la question est traitée dans des directives, actes qui obligent les Etats membres, on peut penser que ces derniers devraient en tenir compte à l'avenir et seront amenés à assouplir leur réglementation.

(30) En France, par exemple, en 1983, 80,6% des émissions publiques étaient des obligations, Rapport de la C.O.B. pour 1983, Paris, p. 117.

En Amérique du Nord, bien que l'exemption de placement privé existe dans les deux pays, et qu'elle y connaisse un engouement important (31), sa structure est quelque peu différente. Aux Etats-Unis, l'exemption de base est celle de la section 4(2) du Securities Act, qui exempte "...transactions by an issuer not involving any public offering". C'est donc une dispense de portée très générale pour tout ce qui ne sera pas considéré comme une opération publique. De là est venu le travail jurisprudentiel et réglementaire pour préciser la notion de public, les exemptions spécifiques fondées sur un certain nombre de critères, n'ont fait leur apparition que plus tard, et sont le résultat de la réglementation de la S.E.C. En fait, elles sont plus des **safe harbors** que des exemptions, la S.E.C. indique les conditions d'une transaction pour que celle-ci soit qualifiée de façon certaine de placement privé (33). La principale disposition dans ce domaine est la Réglementation D (34). Le travail de compilation effectué par l'**American Law Institute** dans son Code

(31) D.W. DRINKWATER, W.K. ORR, R. SORRELL, Private Placements in Canada, Toronto, Carswell, 1985, p. 1. J.H. HALPERIN, Private Placements of Securities, New York, Wiley Law Publication, 1984, p. 16.

(32) D.L. RATNER, Securities Regulation in a Nutshell, St. Paul, West Publishing Co., 1982, p. 54

(33) Par exemple, la règle 146 adoptée en 1974 par la S.E.C. visait à fournir des critères objectifs pour définir l'offre privée, La règle 240 adoptée en 1975 visait les petites offres. Elle fut suivie dans le même esprit par la règle 242. Ces trois règles sont les ancêtres de la Réglementation D, voir Release 33-6389 (March 16, 1982).

(34) 17 C.F.R. 320, 501-516.

Fédéral sur les valeurs mobilières (35) ne fait que reprendre les critères des exemptions déjà définies, en les utilisant parfois de façon un peu différente de l'attitude traditionnelle. Il n'apporte en tout cas aucun critère nouveau. En revanche, le Canada ne connaît pas de principe général d'exemption que ce soit au niveau fédéral (Propositions pour une loi canadienne des valeurs mobilières) (36) ou provincial (plus spécialement au Québec et en Ontario). Les lois et règlements établissent précisément le régime d'exemption, il s'agit des articles 43 à 55 pour la Loi sur les Valeurs Mobilières du Québec (L.V.M.Q.) et du régime de l'article 66 de son règlement d'application (37), et de la section 71 de l'Ontario Securities Act (O.S.A.) (38). Il est intéressant de comparer les deux systèmes car le modèle américain étant antérieur, il a influencé fortement la réglementation canadienne, mais celle-ci tout en retenant les critères d'exemption américain a traité le problème de façon différente.

3) Notion de placement privé

Avant de commencer véritablement l'étude des dispositions relatives aux placements privés, il s'agit de préciser clairement ce que

(35) A.L.I. Federal Securities Code (1980).

(36) *Proposals for a Securities Market Law for Canada*, vol. 1, Toronto, 1979.

(37) Décret 660-83 du 30 mars 1983 (1983) 115 G.O.Q. II 1511-1627 modifié par (1985) 117 G.O.Q. II 1775-1813. Entrée en vigueur le 1er août 1985: Bull. hebdomadaire de la C.V.M.Q., vol. XVI numero spécial, 17 juillet 1985.

(38) L.R.Q., chap. V-1.1.

nous allons entendre par l'emploi de ce terme. Différentes approches sont en effet concevables si l'on considère les études qui ont été faites dans ce domaine. Ainsi, le Pr. Halperin dans son ouvrage consacré aux placements privés aux Etats-Unis (39) couvre un domaine très large. Il considère en effet les exemptions à la législation sur l'enregistrement des émissions de titres telle qu'elle résulte du **Securities Act** de 1933. Il relève une distinction entre les exemptions liées aux titres eux-mêmes qui ont pour origine les dispositions de la section 3 et des règlements pris en conséquence par la S.E.C., et les exemptions de la section 4 qui sont de nature transactionnelle. Certaines exemptions de titres font d'ailleurs aussi l'objet d'exemptions transactionnelles (40); la ligne de démarcation entre les deux n'est pas toujours respectée, ce qui, nous le verrons, peut entraîner des difficultés d'interprétation. Le Pr Loss (41) retient également une conception large des exemptions de placements privés. Il englobe (1) les titres d'échange et réorganisation, (2) les titres objet de commerce entre les Etats, (3) les exemptions de minimis, (4) les offres privées, (5) les reventes de titres exemptés.

(39) Voir par exemple, les cas couverts par l'analyse du Pr HALPERIN, dans J.H. HALPERIN, Private Placement of Securities, New York, Wiley Law Publications, 1984.

(40) Id. p. 35.

(41) L. LOSS, op. cit. supra note 1, p. 297s.

En revanche, les auteurs canadiens se montrent beaucoup plus restrictifs dans la définition de la notion (42). Ils ne retiennent en général que les exemptions de prospectus liées à la nature du placement de valeurs mobilières; ils ne prennent pas en considération celle qui relèvent des dispenses octroyées en raison de la nature des valeurs. Cette conception paraît logique dans la mesure où elle reflète l'intitulé et la division adoptée par les lois provinciales de valeurs mobilières.

Puisque nous nous livrons à une étude comparative avec les Etats-Unis, il nous a semblé logique d'adopter la notion telle qu'elle est communément comprise au Canada, deux raisons peuvent être avancées. Tout d'abord, il paraît plus simple d'étudier une notion qui, dans une juridiction fait partie d'un ensemble cohérent de dispositions. Ensuite, il est certain que les mesures canadiennes sont directement inspirées de l'interprétation d'une partie des exemptions américaines, celles fondées sur les offres privées. La notion n'a été élargie que par la suite, tant aux Etats-Unis qu'au Canada (43), pour dégager peu à peu des critères complémentaires, ou plus précis, et donc délimiter de nouvelles exemptions. Le point de départ est, nous allons le constater, la notion de public.

(42) D.W. DRINKWATER, et al., op. cit. supra note 31, p. 43, qui exprime le consensus canadien de la notion; voir également, O.S.C. Police 6-1, 1.1, dans Ontario Securities Act and Regulation with Policy Statements, Toronto, Richard de Boo, 13e Ed., 1984, p. 526. Et pour une définition étroite; L. LA ROCHELLE et al., "Quebec's New Securities Act, One Year Later", id. note 4, p. 191.

(43) W.M.H. GROVER., op. cit. supra note 20, p. 444-5

En conséquence, nous concentrerons notre étude sur les exemptions qui ont fait l'objet de dispenses spécifiques au Canada en s'intéressant à celles qui leur font pendant aux Etats-Unis et qui très souvent sont à l'origine des dispositions canadiennes. Nous considérerons qu'un placement privé est un placement de valeurs mobilières dispensé des obligations légales ou réglementaires en matière d'information en raison de la nature du placement, une offre limitée de titres, ou des caractéristiques personnelles de sophistication des investisseurs.

PREMIERE PARTIE : LE FINANCEMENT PAR VOIE DE PLACEMENT PRIVE

Chapitre 1: Le placement privé, un choix de politique financière

Pour fonctionner, une compagnie a bien évidemment besoin d'argent. Pour les besoins courants auxquels elle doit faire face, la corporation possède un certain montant de liquidités qui proviennent de la marche normale des affaires (44). Elle génère également suffisamment de profits, tout au moins dans le cas d'une entreprise qui fonctionne bien, pour s'autofinancer en partie. Cependant, cette autarcie est limitée. Pour prendre de l'expansion, pour s'intéresser à de nouveaux marchés, ou tout simplement pour démarrer, il faut de l'argent "frais". Les fondateurs de la compagnie ou ses administrateurs vont donc rechercher sur le marché financier des bailleurs de fonds. Différentes questions sont alors soulevées. Il faudra savoir par exemple quelle sera la forme que prendra la souscription. C'est ce que l'on appelle couramment le débat dette-équité, débat qui tend à s'estomper de nos jours avec l'entrée en vigueur d'instruments de financement hybrides.

Une autre décision à prendre sera de choisir un financement faisant appel public à l'épargne ou se limitant à un certain nombre d'investisseurs. Dans le premier cas, une importante réglementation a été mise en place dans la plupart des pays concernant notamment l'information à donner aux

(44) W.W. PYLE, J.A. WHITE, M. ZIN, Fundamental Accounting Principles, Georgetown, Ontario, Irwin Dorsey Ltd., 2e Ed., 1976, p. 630-31.

investisseurs. Dans le second cas, qualifié de façon générale de placement(s) privé(s), des solutions particulières ont été dégagées.

Sur le plan économique, le financement par voie de placement privé est presque aussi important que celui du marché public (45).

Il a été prouvé d'ailleurs que la mise en place d'un système d'information du marché public en 1933 aux Etats-Unis n'a pas eu d'effet modificateur important (46). Le retour net des investisseurs n'a pas été franchement amélioré; la réglementation a seulement permis une solution du risque des portefeuilles des investisseurs pour les nouvelles émissions (47) Une des conséquences a d'ailleurs été l'augmentation des placements

(45) En 1984, en Ontario, 7\$ billions de valeurs mobilières ont été offertes au public avec un prospectus; 5.3\$ en équité et 1.7\$ en titres de dette; 5.2\$ billions l'ont été par voie de placement privé dont 3.1\$ de titres d'équité et 2.1\$ de titres de dette, 8 O.S.C Bull., 24 mai 1985, 1984 Annual Report, 2069-2071.

(46) Certains auteurs se sont d'ailleurs demandé pourquoi le système d'information mis en place en 1933-34 avait survécu jusqu'à nos jours. Deux théories existent. Traditionnellement on dira que c'est dans l'intérêt du public. Une autre théorie souligné consiste à dire que les lois de valeurs mobilières auraient pour effet de protéger les intérêts particuliers de certains groupes aux frais des investisseurs. Il s'agirait des gros émetteurs, des banques d'investissement et des praticiens des valeurs mobilières. Voir F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors" (1984) 70 Va L.R., p. 671.

(47) G.A. JARRELL, "The Economic Effects of Federal Regulation on the Market, for New Securities Issues" (1981) 24 Jnl of Law and Econ. 613, 666.

privés, qui se sont concentrés sur des titres à plus haut risque (48) Afin de trouver des fonds, la compagnie peut envisager différentes possibilités (49). Le recours aux banques est un des moyens les plus courants. Il présente un certain nombre d'inconvénients non négligeables: il s'agit en général de prêts à assez court terme accompagnés d'exigences importantes relatives aux ratios (50) de l'entreprise, et aux sûretés prises pour garantir le prêt, soit à partir des actifs de la société, soit sous forme de caution des dirigeants.

Il est aussi possible de choisir la voie de l'émission de valeurs mobilières; c'est une solution très souple car elle permet à la société de bien adapter la recherche de fonds à sa structure propre et aux projets qu'elle peut avoir. La question sera alors de savoir si elle émet des titres de dette ou d'équité.

Section 1: le débat dette-équité

Au niveau du droit corporatif, la distinction est importante dans la mesure où, dans le premier cas, les souscripteurs sont des créanciers de la société, alors que dans la deuxième hypothèse ce sont des actionnaires ayant des droits plus ou moins étendus selon le titre concerné. En

(48) Id. p. 667.

(49) D.F. SULLIVAN, "Methods of Long Term Corporate Financing", dans Corporate Management Tax Conference 1980, Toronto, Canadian Tax Foundation, p. 1.

(50) Id. note 44, p. 608s.

conséquence, le non paiement de la dette par la compagnie, peut donner lieu en dernier ressort à l'ouverture d'une procédure de faillite, alors que le non paiement de dividendes, d'une façon générale, n'entraîne pas de sanctions puisque les bailleurs de fonds participent aux risques de la société (51).

Les considérations fiscales et financières jouent aussi un rôle considérable dans le choix de la dette ou de l'équité. Sur le plan financier, une compagnie n'a pas intérêt à avoir un pourcentage de dette trop élevé. Elle doit en effet l'inclure dans le calcul de ses différents ratios financiers, lesquels seront prise en compte ultérieurement soit par les investisseurs potentiels, soit par les banques auxquelles elles auront à faire appel pour quelque raison que ce soit (52). Sur le plan fiscal, le recours à la dette est une méthode de financement moins coûteuse que l'équité, principalement parce que la compagnie peut déduire de son revenu imposable le montant des intérêts versés aux actionnaires; l'Etat lui-même contribue ainsi au financement de l'entreprise privée. En revanche, les dividendes qu'elle paie à ses actionnaires ont déjà supporté l'impôt sur le bénéfice des sociétés (53).

(51) W.A. KLEIN, Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles, Foundation Press, 1982, p. 5.

(52) H.G. EMERSON, "Current Securities and Company Law Developments in Corporate Financing", dans Corporate Management Tax Conference 1980, Canadian Tax Foundation, p. 31.

(53) Ibid Voir aussi K. LAHEY, Corporate Taxation, Toronto, Edmond Montgomery Publication Ltd., 1984, p. 139 (dette) et p. 131 (équité)

23

Les instruments traditionnels de dette sont les **bonds et debentures** (54). Pour les titres d'équité, il s'agit principalement des actions ordinaires, et des actions de préférence (55). Ces dernières présentent souvent des solutions intéressantes dans la mesure où elles sont en fait à mi-chemin entre la dette et l'équité; elles sont une heureuse alternative à la première parce qu'elles procurent des capitaux permanents. De plus, leur coût est habituellement moins élevé que celui des actions ordinaires. Cependant, elles ont l'inconvénient d'inciter la compagnie à payer les dividendes même si la politique financière ne devrait pas le favoriser (56). De plus, il n'est pas toujours certain qu'elles soient bien accueillies par le marché public. Cependant, ces titres connaissent un succès important ces dernières années en raison de l'inflation et de la montée des taux d'intérêt. En fait, les émetteurs ont proposé certaines variantes pour rendre leurs titres plus attractifs; ainsi certains ont inclus une date de maturité, d'autres ont prévu des ajustements périodiques du taux de dividendes (57).

(54) Id. note 51, p. 158.

(55) Id. p. 171 et 186.

(56) Id. note 52.

(57) Id. p. 32.

Il s'agit là de solutions financières plus sophistiquées que celles s'adressant ordinairement au public, c'est pourquoi ce type de participation est plutôt l'objet de placements privés. Enfin, les actions privilégiées peuvent présenter un intérêt certain pour l'investisseur corporatif dans la mesure où il a un taux d'imposition supérieur à celui de l'émetteur (58); en effet ces titres, bien que relevant du domaine de l'équité, présentent de nombreuses caractéristiques de titres de dette: date de maturité, privilège de rétractation etc ... Le paiement est cependant considéré comme un dividende, et donc en vertu de la loi sur l'impôt canadienne (59), est exempté du calcul du revenu imposable. En conséquence, même si l'émetteur perd le bénéfice de la déduction du versement au détenteur de titre, puisqu'il n'est pas qualifié d'intérêt, il y a quand même une distribution hors taxe dans la mesure où l'investisseur plus lourdement taxé voit son bénéfice exonéré. Cependant, d'importantes restrictions ont été apportées récemment par les budgets fédéraux de 1979 et 1982. A la suite d'abus utilisant l'émission d'actions privilégiées à terme comme des substituts à des prêts financiers, la non imposition des dividendes perçus par des companies, a été supprimée (60) Les

(58) H.J. KELLOUGH, P.F. McQUILLAN, Taxation of Private Corporations and Their Shareholders, Canadian Tax Foundation, Toronto, 1983, p 85

(59) Voir section 12(1)(g) et 82(1)(a) Loi de l'impôt sur le Revenu, S.C. 1970-71-72, c-63

(60) T. HADDEN et al., id. note 3, p. 329-331.

montants reçus sont maintenant traités, dans ces cas particuliers, comme un revenu d'intérêt (61). Il s'agit là de combinaisons financières un peu particulières mais qui peuvent jouer un rôle important dans un placement privé.

Section 2: Eléments déterminants du choix

Comme nous l'avons vu, le choix de l'instrument de financement s'opère parmi des possibilités de financement variées, certaines peuvent être assez complexes. En conséquence, l'émetteur de titres aura une autre question à se poser: ouvrira-t-il le placement au public ou le limitera-t-il à quelques investisseurs? La réponse viendra d'une comparaison des avantages des deux types de placement (62). Pour mieux comprendre le système du placement privé, il sera aussi intéressant d'étudier les motifs des investisseurs privés (dans le sens; investisseurs d'un placement privé) ainsi que leurs caractéristiques.

1. Avantages et inconvénients

Le principal avantage du placement public, Monsieur de la Police n'est pas mort, c'est d'être public! Différentes conséquences en résultent

(61) Section 112(2.1), (2.2), et (2.3) de la loi sur l'impôt.

(62) Voir par exemple D.F. SULLIVAN, id note 49, p. 81s.

l'émetteur aura le bénéfice d'un large marché financier non seulement pour l'émission qu'il projette, mais aussi pour celles à venir. Il y aura aussi une valeur de la compagnie qui se dégagera à partir du marché de l'offre et de la demande ainsi créé (63). On peut certes discuter de la valeur réelle du titre social par rapport à sa valeur de négociation, il n'en reste pas moins; cependant qu'il peut être bien pratique pour des opérations telles des fusions ou des ventes d'avoir à sa disposition une valeur commerciale de base établie par le marché. En cas de prêt bancaire, le prêteur sera également favorable à avancer des fonds à une personne dont la valeur est reconnue sur la place financière (64).

A contrario, il peut arriver qu'une désaffection du public envers le titre crée une sous-évaluation injustifiée qui pourra alors être néfaste au développement harmonieux de la société. De plus, il ne faut pas négliger le problème du coût financier de l'émission pour la compagnie concernée (65). Enfin, le titre n'est jamais qu'un simple produit, proposé au bon vouloir des investisseurs; en conséquence, il faut raisonner non seulement en termes financiers, mais surtout en termes de marketing du produit. Or

(63) Ainsi, en cas de distribution par une compagnie de ses titres de filiales à ses actionnaires (**split-up**) une des méthodes utilisée en raison de sa simplicité est la distribution directe de titres, dans ce cas, les actions sont reçues au coût de base égal à la valeur du marché. J.A. BOULTBEE, "Public Company Split-Ups", dans Selected Income Tax Aspects of the Purchase and Sale of a Business, Corporate Tax Management 1984, Toronto, Canadian Tax Foundation, 1-16, p. 2.

(64) T. HADDEN et al, id note 3, p. 312 et 317

(65) Pour une analyse des coûts, voir R.E. FORBES et D.L. JOHNSTON, Canadian Companies and the Stock Exchange, CCH Canadian, Toronto, 1980, p. 30 et p. 61, footnote 30

tout produit, même de qualité ne peut pas toujours être placé auprès du grand public. Une société a donc plusieurs bonnes raisons, selon sa situation de préférer un placement plus discret, moins coûteux, pouvant être expliqué aux bailleurs de fonds, bref, un placement privé (66).

2 - motifs des investisseurs

Au Canada, les investisseurs qui participent à des placements privés peuvent être classés en trois catégories: les institutions financières et assimilées, les compagnies elles-mêmes, et les individus.

* les investisseurs institutionnels

Les institutions financières, c'est-à-dire des organismes comme les banques, les fonds de placement ou les fonds de retraites, sont de très gros utilisateurs du marché des titres (67), et plus spécialement des placements privés. Deux raisons essentielles peuvent être dégagées. Tout d'abord, ce sont des investisseurs qui disposent de fonds très importants provenant par exemple du paiement des cotisations de la retraite, qu'il leur faut placer pour l'avenir (68). Une compagnie peut donc trouver auprès

(66) Ces éléments nous ont été confirmés à de multiples reprises au cours des entrevues que nous avons eues avec des praticiens.

(67) En 1976, 43% du marché des actions à Toronto relevait des institutions financières et 10% du marché public l'était aussi aux Etats-Unis. T. HADDEN *et al.*, *id.* note 3, p. 378, note 181

(68) R.W. GOLDSMITH, Institutional Investors and Corporate Stock - A background study, National Bureau of Economic Research, New York, 1973, p. 36 et P.L. RATNER, op cit. supra note 32, p. 6 et A.F. CONARD, Corporations in Perspective, Minneola, N.Y., The Foundation Press, 1976, p. 261.

d'eux de gros montants d'argent sans avoir besoin de multiplier les investisseurs. Les placements privés sont aussi un moyen qui arrange les investisseurs institutionnels, car il existe un problème structurel particulier au Canada: le marché financier est trop grand par rapport à la taille du pays et les institutions financières elles-mêmes sont beaucoup plus grandes qu'elles ne devraient l'être. Le marché public, tel qu'il existe actuellement, n'est donc pas suffisant pour ces très gros investisseurs. Le placement privé est un débouché pour leurs surplus de fonds (69).

De plus, les investisseurs peuvent obtenir des termes financiers plus favorables que ceux disponibles sur le marché au même moment. Ce sera par exemple des dispositions concernant un rendement plus avantageux. Ils pourront aussi inclure dans l'acte de fiducie qui met en place la transaction, des conditions qui les avantagent. Cet argument est d'ailleurs valable pour la plupart des placements privés, car il s'agit essentiellement de contrats négociés où les parties, émetteurs et investisseurs, sont toutes deux dans des positions à peu près équivalentes; cela est d'autant plus vrai lorsque l'investisseur est une institution financière.

(69) Pour une analyse canadienne du rôle des institutions financières, voir T. HADDEN et al., id. note 3, p. 371 à 379.

* les compagnies

Si l'on considère les compagnies opérant dans le secteur manufacturier, il y en a assez peu qui utilisent les placements privés. Tout d'abord, cela est dû au fait que, excepté le cas des sociétés de **holding**, elles n'utilisent pas leurs fonds pour se constituer un portefeuille de titres, ou si elles le font, c'est par l'intermédiaire de sociétés spécialement constituées à cette fin et dont elles détiennent alors la totalité ou la majeure partie des titres; en effet, elles sont concernées d'abord par les objectifs de la production, et sont gérées en conséquence (70).

Néanmoins, elles peuvent être amenées à investir dans les placements privés pour deux raisons essentielles. Il leur sera en effet possible de prendre le contrôle de compagnies complémentaires ou concurrentes de façon rapide, discrète et à peu de frais en acquérant un montant important d'actions ordinaires. Elles peuvent également s'intéresser à un placement privé s'il leur apporte des avantages fiscaux adaptés à ses besoins présents; c'est en général le courtier initiant la transaction qui suggère à l'émetteur à la recherche de fonds, de faire en quelque sorte du financement sur mesure pour ce type de marché (71).

(70) S. SASRPAKAYA, The Money Market in Canada, Toronto, Butterworths, 2nd. Ed., 1980, p. 125-127. Une compagnie s'intéressera au marché financière souvent dans un but de couverture. Ce sera par exemple un moyen de prévoir un retour de ses fonds à une période où ils seront nécessaires. Les grandes compagnies entrent sur le marché tantôt comme prêteur, tantôt comme emprunteur, régulièrement ou de façon intermittente, le plus souvent à court terme.

(71) Cette pratique nous a été expliquée lors d'entrevues.

* les individus

Ces derniers ne sont intéressés par le marché des placements privés que s'il leur propose des investissements bien spécifiques. L'élément qu'ils considèrent comme déterminant, est la liquidité d'un placement. En conséquence, ils préféreront les titres d'équité telles les actions ordinaires ou privilégiées. Ils ne s'intéresseront aux titres de dette que si leur liquidité est assurée dans un avenir proche, en général douze à dix-huit mois. Ainsi, des titres convertibles ou la promesse de l'inscription à la cote officielle du marché boursier peuvent les inciter à acquérir des titres de dettes. De plus, comme pour les compagnies, les individus seront intéressés par des titres de dette lorsque ceux-ci présenteront des caractéristiques fiscales très importantes ou qu'il s'agira de placements très particuliers. Nous verrons ultérieurement qu'une exemption spécifique est prévue au Québec et en Ontario pour les titres présentant certaines particularités fiscales. Cette exemption est en premier lieu destinée à des investisseurs individus

Chapitre 2: Les acteurs de ce choix

Un placement privé étant par excellence un placement qui n'est pas fait dans le public, il y a deux façons de le définir. Soit on adopte une approche négative en exposant ce qui n'est pas "public", soit on préfère une démarche positive en énonçant ce qui est considéré comme un placement privé. Les Etats-Unis se rapprochent traditionnellement de la première attitude alors que le Canada a adopté la seconde. Mais en fait, les points communs sont nombreux, et la philosophie de base de l'exemption est similaire dans les deux pays. La première définition du public qui vient à l'esprit est celle de la communauté en général (72). Cependant, il existe une acceptation plus étroite du terme réduisant cette communauté à une partie seulement à des gens, ceux qui sont considérés ensemble parce qu'ils ont des intérêts ou des objectifs communs (73). Il semble que dans le domaine qui nous intéresse, la notion qu'il faille retenir est la seconde. En effet, lorsqu'un émetteur fait une offre au public, il raisonne en termes d'investisseurs potentiels et ne se réfère certainement pas à la totalité de la communauté. En conséquence, les critères de détermination du public que nous allons étudier sont à appliquer au public des investisseurs. On peut d'ailleurs noter que, si nous n'avons rien trouvé ni dans les dispositions américaines, ni dans les canadiennes, définissant ce qu'il faut

(72) Webster's New 20th Century Dictionary of the English Language, Londres, Collins, 2nd Ed, sens 1, p. 1457.

(73) Id. sens 2, p. 1458

entendre par public, il n'en va pas de même en droit anglais ou quelques indications sont données (74). Ainsi, selon la section 55(1) du **Companies Act** de 1948 (75):

"Any reference in this Act to offering shares or debentures to the public shall... be construed as including a reference to offering them to any section of the public ..."

On le voit, la loi anglaise adopte une position restrictive de la notion de public. Cela est confirmé par la lecture de la fin de la section:

" ... whether selected as members or debenture holders of the company concerned, or as clients of the person issuing the prospectus, or in any other manner ..."

La notion de public peut être perçue de façon quantitative ou qualitative. Cette dernière conception appelle une analyse plus psychologique et sociale que la précédente; en effet, le public dans ce cas est un groupe de personnes ayant une compréhension relativement basse des problèmes, et des moyens financiers limités. Il s'agit alors d'apprécier les investisseurs en fonction de leurs qualités propres, mais aussi en fonction des caractéristiques de l'investissement proposé. Les deux approches sont, nous le verrons, très souvent complémentaires

(74) E. WYMEERSCH, op cit. supra note 21, p 22.

(75) Companies Act 1948 (11 & 12 Geo. 6c. 38)

Section 1 - le nombre d'investisseurs: un critère à part entière?

1) Exposé du problème

L'idée de public va très souvent de pair avec elle d'un certain nombre de personnes. En conséquence, une façon pratique de savoir si l'on peut disposer d'une exemption serait de décréter à partir de quel plancher l'offre serait considérée comme étant faite au public. Une première remarque s'impose déjà; dans la mesure où l'on s'adresse au public des investisseurs potentiels, c'est-à-dire que l'on adopte une conception étroite de la notion, la limite numéraire à fixer est alors inférieure à celle qui pourrait être donnée par rapport au public, dans le sens communauté toute entière. Le problème en fait ne s'est pas posé en termes d'une définition du public au regard des lois sur les valeurs mobilières, mais plutôt d'une définition du public dans le cadre d'un placement privé. C'est un autre facteur qui peut, nous semble-t-il, expliquer le fait que les limites numériques soient assez basses; le public dans ce type de placement peut être composé de vingt-cinq personnes. Avant de poursuivre plus avant l'étude de spécifique du critère numérique, il nous paraît lors de faire quelques remarques sur un facteur subsidiaire de détermination du public, la taille de l'offre, critère entendu à la fois comme prix total de l'offre et nombre d'unités offertes (76). Il est

(76) T.L. HAZEN, op. cit. supra note 17, p. 130.

en effet soutenu aux Etats-Unis que plus le nombre d'unités offertes sera élevé, plus il sera difficile de contrôler les **downstream sales**, c'est-à-dire la distribution indirecte (77). Ce problème du nombre d'unités faisant l'objet de la transaction ne semble pas avoir été pris en considération ni par la législation fédérale américaine, ni au Canada. Un moyen pour contrôler ce risque de distribution indirecte est de limiter le nombre de personnes sollicitées, c'est-à-dire de limiter la manière de l'offre. Cependant, nous allons voir ultérieurement que cette attitude tend à disparaître dans les réglementations. Une autre possibilité est de limiter à un montant maximum l'investissement proposé. C'est une solution qui existe aux Etats-Unis, qui a été introduite au Québec dans le cas particulier de la nouvelle dispense de l'article 66 des règlements et qui est proposée en Ontario (78). Cependant, au moins dans ces deux provinces canadiennes, elle est limitée à un cas très précis de dispense, ouverte à de petits émetteurs

Dès le début le critère numérique n'a pas été perçu comme le seul moyen de définir la notion de public. Ce principe a été très rapidement

(77) Ibid

(78) Pour les Etats-Unis, voir les règles 504 et 505, 17 C.R.F. § 230.504 et 505. Voir aussi l'article 70.2 du règlement sur les valeurs mobilières (1985), 117 G.O.Q. 2, 1775, 1778 et la clause 76(1)(t)(u)(v) du projet de loi d'Ontario, (1984) 7 O.S.C. Bull., 1-314, 1-320, qui limitent le montant offert à 3,000,000\$.

adopté en Angleterre (79) dans un cas où la Cour d'Appel a décidé qu'une offre faite à une seule personne pouvait être considérée comme faite au public; tout dépendait de l'intention de l'émetteur. Aux Etats-Unis, il a été admis que le nombre n'est pas en principe un critère suffisant pour qualifier l'opération. Cependant, pendant des années une transaction comprenant moins de 25 personnes à qui l'offre avait été faite, était considérée comme entrant dans le champ d'application de la section 4(2) (80). Mais dans l'arrêt S.E.C. v. Ralston Purina (81), la Cour Suprême a rejeté l'idée que l'utilisation de cette section devait dépendre uniquement du nombre de personnes sollicitées, et a au contraire porté son attention sur les besoins de protection légale qu'avait le public des investisseurs. Ce cas a dégagé le fameux **need to know test**.

Le public est composé de personnes qui ont besoin de la loi en matière d'information par le biais de documents réglementés tels le prospectus de distribution pour le Canada, ou les formulaires d'enregistrement pour les Etats-Unis. Mais, malgré la réticence officielle des tribunaux américains à l'accepter comme un critère autonome, il semble bien que, lorsque les cours ont décidé que la sophistication en matière d'investissement était le critère numéro 1 (et le seul), il y avait un petit nombre de personnes sollicitées - en général moins de 10 ou 15. Et dans la plupart des cas, quand l'accès à l'information était le critère, il y avait un grand nombre de personnes

(79) Nash v. Lynde (1929) A.C. 158

(80) L. LOSS, op. cit. supra note 1, p. 392.

(81) (1953) 346 U.S. 119.

sollicitées - plus de 30 ou 35, et la transaction n'était pas exemptée (82).

Dans la jurisprudence canadienne, le problème de l'acceptation du test numérique ne semble pas s'être posé avec autant d'acuité (83). Certes, les cours prennent en considération le nombre de personnes impliquées dans l'opération, mais cela semble un critère surtout complémentaire (84). Le Canada ne prend donc pas le test numérique comme élément pour fonder les exemptions de placement privé, une exception cependant doit être notée pour les dispositions de l'article 54 de la L.V.M.Q. selon laquelle l'exemption sera accordée lorsque l'opération aura pour conséquence de ne pas avoir plus de cinq détenteurs des droits de vote de la compagnie, et qu'aucune publicité n'a eu lieu. Cependant, le critère numérique joue un rôle indirect dans la législation canadienne; mis en place par la jurisprudence américaine pour délimiter le champ d'application de la section 4(2). Ce critère a été retenu par le législateur canadien qui s'en est servi et l'a incorporé dans certaines dispositions réglementant les placements privés. On peut noter que cette incorporation est logique dans la mesure où le système canadien d'exemption repose sur une série de cas spécifiques énoncés dans la loi alors que la solution américaine est fondée sur un principe général d'exemption. Une

(82) J.R. SORAGHAN, "Private Offerings: Determining Access, Investment Intent and Ability to Bear Economic Risk", (1980) 8 Sec Reg. L.J. 33-41, p. 34

(83) Regina ex rel Irwin v. Chisolm (1954) O.W.N. 311, 314. Une vente faite à une seule personne n'est pas une vente au public

(84) Regina v. McKillop (1972) 1 O.R. 164. Il y avait seulement 5 acheteurs mais le fait que toute la communauté savait que les titres étaient en vente a été décisif pour dire que l'offre était faite au public *

évolution s'est produite quant à la détermination des personnes visées. Leur qualité a en effet un impact sur le chiffre retenu.

2) Influence de la qualité des intervenants

a - le dilemme personne sollicitée/acheteur

Un des débats dans ce domaine a porté sur la question de savoir s'il fallait englober dans le décompte toutes les personnes sollicitées à un moment ou un autre de la transaction ou s'il fallait se contenter des personnes ayant effectivement accepté l'offre, c'est-à-dire les acheteurs. La première solution semble a priori attirante parce que logique. Elle permet de considérer l'opération dans son ensemble, dès le début, et donc de fournir une appréciation objective quant à sa nature privée ou publique. En revanche, la deuxième solution pourrait paraître ouvrir trop largement le champ à d'éventuels abus. Le risque serait de démarrer une opération sur une base publique en ayant l'avantage de faire une sollicitation étendue, mais de la terminer comme une opération privée sans être tenu par les exigences légales de prospectus ou d'enregistrement. Cependant, cette hypothèse ne semble pas réaliste: un émetteur n'aura pas intérêt à commencer une transaction sur une base et à la terminer sur un principe différent. On ne

conçoit pas de la même façon le marketing d'un placement largement ouvert et celui dont l'accès est limité. Un risque plus important est celui que nous avons évoqué auparavant, la distribution indirecte ou **downstream sales** par le biais de l'offre d'un nombre important d'unités. Cependant, le contrôle de ce danger peut se faire soit par des restrictions concernant le régime de revente, soit par des exigences quant à la manière de l'offre c'est ainsi que l'Ontario et le Québec imposent des conditions de non recours à la publicité pour leurs dispenses concernant le placement fait auprès d'un nombre limité d'investisseurs; ceux sont en effet des cas qui sont plus susceptibles d'abus que les dispenses prévues par exemple pour les investisseurs institutionnels. Le législateur a donc dans les deux provinces multiplié les garde-fous

La Grande-Bretagne a adopté une position très restrictive. Le public est un terme qui doit être défini non pas en fonction de la personne qui reçoit le document d'offre (**circular**) mais en fonction de ceux qui peuvent l'accepter (85). En conséquence, une émission de droits peut devenir une émission publique pourvu qu'une renonciation soit possible en faveur de quelqu'un d'autre que l'actionnaire à qui l'offre a été envoyée

Traditionnellement la jurisprudence américaine portera son attention

(85) Id note 74.

sur le nombre de personnes sollicitées plutôt que sur celui des acheteurs (86). Elle fonde en effet son appréciation sur le besoin de protection des investisseurs en général, pas celui des personnes sollicitées en particulier. Un nombre important de sollicités signifierait alors que l'émetteur avait l'intention de faire une offre publique même si en réalité peu d'achats suivent. Cependant, il se trouve que dans divers règlements qu'elle a édicté, et notamment dans la réglementation D, la S.E.C préfère se référer aux acheteurs effectifs plutôt qu'aux potentiels. En cela elle confirme l'attitude de la doctrine américaine qui se prononce en faveur de la notion d'acheteurs (87). Ainsi, dans les règles 505 et 506 la limite maximale a été fixée à 35 acheteurs. Sur ce point, les règles diffèrent de leur prédécesseur la règle 146 (88). Un problème peut alors se poser dû à cette non concordance de principe entre la jurisprudence relative à la section 4(2) qui retient la notion de personnes sollicitées, et les dispositions de la réglementation D. En effet, cette dernière ne s'applique que si un certain nombre de conditions très précises sont remplies. Mais un émetteur ne satisfaisant pas à ces conditions peut toujours espérer obtenir une exemption sur la base de la

(86) V.P. ALBOINI, Ontario Securities Law, Toronto, Richard de Boo, 1980, p 478.

(87) M. DONAHUE, "New Exemptions from the Registration Requirements of the Securities Act of 1933: Regulation D", (1982) No Sec Reg. L.J., p 240. et aussi F.H. BUCKLEY, loc. cit. supra note 15, p 334 à l'exception de T.L. HAZEN, op cit supra id. note 17.

(88) 39 Fed. Reg. 15261.

section 4(2) (89). Il devra alors répondre aux critères dégagés par la jurisprudence. Si cet émetteur a compté, de prime abord, sur l'utilisation de la réglementation D et a donc fait ses offres en conséquence, il peut pour cette raison se voir refuser aussi le bénéfice de la section 4(2). Cependant, certains auteurs pensent qu'à l'avenir, les tribunaux seront influencés dans leurs décisions par la position adoptée par la S.E.C. et risquent fort de concentrer à leur tour l'analyse sur les acheteurs effectifs et non sur les potentiels (90). Cette position nous semble d'autant plus vraisemblable que l'A.L.I. a adopté une approche similaire à celle de la S.E.C. dans son Code Fédéral de Valeurs Mobilières. Ainsi, dans sa section 242(b) qui définit les offres limitées (**limited offerings**) bénéficient d'une exemption, le Code retient le concept d'acheteur (**buyer**). Or la notion définie étant celle d'offre limitée et non celle de vente limitée (qui aurait pu être retenue si on avait voulu être très restrictif sur le caractère privé de la transaction), l'opération ne sera qualifiée qu'après la vente de titres, pour autant qu'il n'y ait pas eu recours à la publicité. Ce système est finalement très pratique car le placement privé est souvent un financement proposé par les courtiers en valeurs mobilières qui servent d'intermédiaires entre l'émetteur et l'investisseur. Ils peuvent ainsi librement sonder leur clientèle avant de réaliser l'opération sans craindre de tomber sous le coup de la loi qu'ils ont

(89) Id. supra note 87, p. 244.

(90) J. HALPERIN, op. cit. supra note 31, p. 60.

l'intention de faire un placement privé.

Au Canada, il semble que la législation évolue dans le même sens. Au niveau provincial, l'Ontario garde encore dans sa section 71(1)(p) de l'O.S.A. et 14(g) des règlements, la dualité d'exigence; l'opération exemptée doit être faite à 50 personnes maximum et ne peut résulter en plus de 25 ventes. Il y a en plus les réserves habituelles en matière de publicité. Cependant, le projet de loi visant à réviser l'O.S.A. (91) a prévu de supprimer la condition limitative du nombre de personnes sollicitées, gardant seulement celle relative aux acheteurs. Cette position paraît logique dans la mesure où le Québec a déjà adopté la même dans ses articles 47 et 48 qui limitent le nombre d'acheteurs à 25 ou 50 en cas de placement de valeurs refuges (92). De plus, il semble que les restrictions habituelles tant en Ontario qu'au Québec sont suffisantes pour s'assurer que, même si l'on s'adresse à un nombre relativement élevé d'investisseurs, on ne touche pas le grand public qui n'est vraiment averti que lorsque l'émission fait l'objet d'une politique d'offre largement diffusée. Enfin, on peut remarquer que la proposition pour une loi fédérale canadienne des valeurs mobilières suit le même schéma. En effet, dans les sections 6-01 et 6-02, seul le mot **ventes** est utilisé. Ce

(91) O.S.C. Bull, Aug. 10, 1984; Discussion Draft, Comments and Proposals.

(92) C'est-à-dire donnant droit à un avantage fiscal: article 48 L.V.M.Q.

terme est pris dans une acception large puisque selon la section 2-04 il recouvre aussi bien les ventes que toute autre disposition.

b - les investisseurs institutionnels

Le test numérique de la définition de public est influencé par la qualité des investisseurs non seulement vis-à-vis de la transaction envisagée, à savoir acheteur ou personne sollicitée, mais aussi vis-à-vis de leur caractéristiques propres. Sur ce dernier point, une catégorie particulière d'investisseurs est importante: les investisseurs institutionnels. Leur rôle est fondamental sur le marché financier en raison des ressources considérables dont ils disposent pour investir (93). En matière de placements privés, ils occupent une place particulièrement forte. Les législations des états en tiennent donc compte. Selon la réglementation D et le Code de l'A.L.I., ces investisseurs sont exclus du décompte des acheteurs (94). Il est compréhensible que pareille disposition n'existe pas dans la réglementation canadienne dans la mesure où des exemptions spécifiques sont déjà disponibles en ce qui les concerne (95).

(93) Sur leur rôle dans l'utilisation de la Réglementation D, voir Analysis of Regulation D, C.C.H. Securities L. Rep., current, S.E.C., May 1984, *83631.

(94) Règles 505 et 506, section 242(b) du Code de l'A.L.I.

(95) Section 71(1)(a) O.S.A., et article 44 L.V.M.Q.

La qualification de ce type d'investisseurs dans les différents lois est très révélatrice, à notre avis, du fondement théorique qui a présidé à l'exemption, et peut expliquer des différences de régime. Le Code de l'A.L.I. nomme ces investisseurs les investisseurs institutionnels, alors que la réglementation D parle des investisseurs accrédités. Or cette dernière est beaucoup plus large dans la mesure où elle englobe non seulement les investisseurs institutionnels, mais aussi d'autres types d'acquéreurs comme par exemple ceux dont le revenu ou la fortune nette est supérieur à un certain montant (96).

Les législations canadiennes n'utilisent pas le terme d'investisseur institutionnel même s'il est couramment employé en pratique par les auteurs. Elles se réfèrent pour le Québec aux investisseurs sophistiqués, et pour l'Ontario, aucune dénomination n'a été fournie. La section 71(1) de l'O.S.A. se contente d'une simple énumération. Au Canada donc, la nature de l'investisseur n'influe donc pas directement sur le test numérique lorsque ce dernier est utilisé. En fait le résultat est le même que celui des Etats-Unis; l'investisseur institutionnel n'est pas décompté pour conclure qu'une offre est faite au public. Seuls les moyens utilisés sont différents. On peut se demander s'il faut préférer une solution à l'autre. Il ne nous semble pas que la différence ait tellement d'importance. On peut simplement remarquer que le fait de décerner une exemption spéciale à ces investisseurs est pratique: une fois que l'acheteur fait partie des

(96) Individus dont la fortune nette est supérieure à 1\$ million ou dont le revenu net excède 200,000\$.

catégories énumérées il n'y a plus de questions à se poser comme par exemple rechercher si l'offre a fait l'objet de mesures publicitaires. Au niveau de la qualification d'investisseurs institutionnels, ou plutôt de l'exemption les concernant, il faut noter que la L.V.M.Q. est plus large que l'O.S.A. Les sociétés de la couronne sont incluses dans l'exemption. Un problème peut se poser en Ontario si, comme le projet de loi le suggère, l'exemption de la section 71(1)(c) est supprimée (97). Certains gros investisseurs comme les sociétés sus-mentionnées qui ne seront pas comprises dans l'énumération du paragraphe (a) devront obtenir la dispense à partir d'une autre exemption, le plus souvent il faudra alors qu'elles fassent la preuve de leur sophistication financière. Cela ne sera certes pas un obstacle majeur, mais cela n'est pas pratique et ne se justifie pas tellement puisque il est présumé que ces sociétés savent investir. Au cas où ce paragraphe serait supprimé, il serait donc bon d'élargir le champ d'application du paragraphe (a). Aux Etats-Unis, si l'on compare les définitions données par le Code de l'A.L.I. et celles de la Règle 501, il est aussi possible de noter des différences. Certes, les deux définitions englobent les banques, compagnies d'assurance, et compagnies d'investissement enregistrées. Mais, la Règle 501, à la différence du Code, n'englobe ni les trusts ni les funds. Elle prend en considération en revanche d'autres institutions, notamment toute compagnie privée de développement des affaires (**private business development company**),

(97) Id. supra note 91, p. 1-356 pour l'exposé des raisons.

et les organisations dont l'actif dépasse 5,000,000\$. Cependant, elle ne contient pas de dispositions comme dans le Code, laissant un pouvoir discrétionnaire à la Commission d'accepter d'autres institutions. Cela est certainement dû au fait que le Code a une approche globale de la réglementation, c'est une synthèse fédérale, alors que la règle 501 n'est que l'expression d'un **safe harbor** aux conditions précises et limitatives qu'a données la S.E.C.

En fait, il faut bien comprendre que, même si le critère numérique joue un certain rôle dans la détermination des exemptions, il est toujours, de façon sous-jacente, combiné avec des tests qualitatifs, notamment celui de la sophistication.

section 2 - les tests qualitatifs

Ce sont les critères fondamentaux qui servent de base aux dispositions législatives et réglementaires. Ils sont aussi l'argument principal invoqué pour demander une exemption aux directeurs des différentes commissions lorsque les dispositions légales ne peuvent être utilisées (98). Ils sont reliés au problème de l'information puisque comme nous l'avons expliqué, l'objectif des lois sur les valeurs mobilières est de protéger le public, c'est-à-dire les investisseurs peu ou mal informés (99).

(98) Exemption de la section 71(1)(c) de l'O.S.A. par exemple.

(99) D.L. RATNER, op. cit. supra note 32, p 33

On peut déterminer deux raisons pour lesquelles un investisseur est présumé ne pas avoir besoin de la protection légale en matière d'information: soit c'est parce qu'il est sophistiqué, nous verrons ultérieurement ce qu'il faut entendre par ce terme, soit c'est parce qu'il est capable financièrement d'assumer le risque de perte de son investissement. En fait, c'est l'arrêt Ralston Purina (100) qui le premier a mis l'accent sur l'investisseur plutôt que sur la transaction elle-même, en décidant que certains investisseurs pouvaient se défendre seuls, sans la protection de la loi, la Cour a mis en place deux éléments composant le fameux test du **need to know**: la sophistication propre de l'investisseur d'abord, et aussi son accès à l'information. Le terme sophistication est généralement compris comme étant la capacité d'analyser l'information financière qui est donnée par l'émetteur ou qui provient d'autres sources. C'est un concept difficile à appliquer car la sophistication variera selon le type d'affaire proposée, le genre des investisseurs... Pour en faciliter l'étude, nous allons séparer le concept un peu artificiellement en trois aspects, la capacité de supporter le risque économique, la sophistication proprement dite de l'investisseur, et l'accès à l'information concernant le placement (101).

(100) Id. supra note 81.

(101) Depuis l'adoption de l'ancienne règle 146 en 1974, le test de Ralston, **ability to fend for themselves**, a été parfois divisé en deux: sophistication et capacité de supporter le risque financier, J. HALPERIN, op cit supra note 29, p 58.

1) - la capacité de supporter le risque économique

Il s'agit de savoir si l'on peut accorder l'exemption lorsque les personnes qui investissent n'auront pas trop à souffrir de la perte éventuelle de leur investissement. Cette conception est liée à l'idée qu'une personne suffisamment riche pour faire un placement d'un certain montant est, soit au courant de la pratique des affaires pour prendre une décision saine, soit capable de payer un expert pour la conseiller (102). Ce facteur économique a fait l'objet de développements particuliers dans la jurisprudence américaine. Cependant, il faut, semble-t-il, le considérer comme un aspect particulier de la question générale de la sophistication, plutôt que comme un critère d'exemption en soi. Il semble que l'on puisse trouver l'utilisation de ce critère davantage dans la législation américaine que dans les dispositions canadiennes.

La règle 146 en 1974 a été la première mesure réglementaire à utiliser expressément le critère (103). En effet, le paragraphe (d) de la

(102) L. LOSS, *op. cit. supra* note 1, p. 383.

(103) La règle 146(d) avait mis en place un substitut au critère de la sophistication; quand l'investisseur ne pouvait en apporter la preuve, il était exigé que l'émetteur ait une croyance raisonnable que l'acheteur pouvait supporter le risque financier

règle a mis en place un substitut au test de la sophistication proprement dit lorsque ce dernier ne pouvait pas être appliqué à l'investisseur. Il exigeait que l'émetteur ait de bonnes raisons de croire que l'investisseur sollicité soit capable de supporter le risque économique de l'investissement. Pour définir ce risque, il a été indiqué que les points importants à considérer étaient de savoir si la personne sollicitée pouvait (1) garder les titres pour une période indéterminée, (2) supporter au moment de l'investissement une perte complète (104). En 1980, un auteur américain (105) proposait d'adopter trois concepts: richesse nette (106), revenu net/investissement minimum, pour décider si un investisseur devait être économiquement capable de supporter le risque financier. Cette analyse était fondée sur les critères utilisés pour des programmes particuliers ayant trait par exemple aux investissements dans le domaine pétrolier, ou gazofière. C'était une suggestion faite aux juristes lorsque ceux-ci avaient à conseiller leurs clients. Il est intéressant de la mentionner car la S.E.C. a reprise les mêmes notions dans la réglementation D. Allant plus loin, l'auteur avait aussi proposé

(104) J.R. SORAGHAN, loc. cit. supra note 82, p. 27.

(105) Id., p 32 et suivantes.

(106) Actif moins passif.

d'introduire deux variables pour la détermination de la capacité de l'investisseur à partir des concepts de base. Il avait en particulier suggéré de prendre en considération le caractère spéculatif de l'offre, et la taille de l'investissement proposé par rapport à la fortune de l'investisseur

Si l'on retient comme guide les trois concepts précédemment énoncés, on peut dire qu'au Canada seul celui de l'investissement minimum a été retenu. C'est actuellement la section 71(1)(d) de l'O.S.A qui exempte les investissements d'au moins 97,000\$ sans requérir de plus amples conditions. Au Québec, l'ancienne section 51 avait retenu la même solution avec comme valeur plancher 100,000\$. La différence entre les deux chiffres n'est pas significative; elle s'explique par l'inclusion des frais de commission au Québec. On peut remarquer que, jusqu'à récemment, le Québec n'avait pas été aussi loin dans son acceptation du critère de l'investissement minimum, que l'Ontario, en effet cette mesure ne s'appliquait que pour des valeurs de premier ordre ou certains types de titres d'emprunt. Le législateur, tout en acceptant la richesse de l'investisseur et donc de ce fait une certaine présomption de connaissance, avait préféré poser une limite au principe. Cependant, ces dispositions ont été récemment modifiées, supprimant cette condition. L'article 51 nouveau est ouvert à tout type de titre dont le coût total d'acquisiteurs est

d'au moins 150,000\$ à condition, (et c'est nouveau) que chaque personne agisse pour son propre compte. Les praticiens tant en Ontario qu'au Québec, s'entendent pour trouver la solution de l'investissement minimum comme suffisante. Ils ne sont pas favorables à l'extension des critères de capacité financière dans la mesure où ils pensent que la personne prête à faire un investissement de cette importance a fait la preuve, ipso facto, de sa capacité. De plus, ils estiment que les autres facteurs qui, nous allons le voir, sont utilisés aux Etats-Unis, sont d'application difficile, donc aléatoire, et ne se justifient pas au Canada où le système tend à fournir des indications précises et objectives quant aux tests à appliquer aux diverses situations. En fait, le débat actuel au Canada tourne autour de la question du montant minimum à retenir. Le Québec nous l'avons vu, vient très récemment de l'augmenter à 150,000\$ (107), et l'Ontario pense monter jusqu'à 250,000\$. (108). Deux raisons peuvent expliquer une telle augmentation. Premièrement, l'inflation; le seuil assez élevé fixé en 1978 n'a évidemment pas la même signification sept ans plus tard, à tel point que la catégorie des personnes visées par l'exemption s'est trop élargie et dépasse ainsi l'intention initiale du législateur. Deuxièmement, certains voient dans l'augmentation drastique de la limite, un moyen de contrôler

(107) Article 51 nouveau de la L.V.M.Q

(108) Id. note 91, p. 3-356 et 1-318.

l'importance grandissante du marché des valeurs mobilières qui se réalise au détriment du marché public (109). En choisissant la limite de 150,000\$, le Québec a opté pour une position médiane qui élimine les indésirables des placements privés, tout en conservant tout son sens à l'institution. Certains ont en effet critiqué l'augmentation éventuelle du seuil à 250,000\$ telle qu'elle est prévue par le projet de l'Ontario, on estime en effet qu'il y a déjà assez peu de personnes pouvant se permettre un investissement de 100,000\$ sans qu'il soit besoin d'exiger une limite encore très supérieure. Une exemption fondée exclusivement sur le critère de la capacité financière de l'investisseur peut amener à s'interroger sur son bien fondé; en effet, on pourrait soutenir que la dispense telle qu'elle est prévue à l'article 51 de la L.V.M.Q. où la section 71(1)(d) de l'O.S.A. est susceptible d'être utilisée pour de riches investisseurs sans connaissances financières, des joueurs de hockey par exemple. Il ne semble pas souhaitable alors de leur étendre l'exemption. Une des solutions pour éviter cela serait de compliquer les tests de sophistication et de panacher la capacité financière avec l'assurance d'une bonne compréhension du risque. Une autre attitude consiste à exiger la révélation d'information lorsque la publicité ou d'autres moyens prévus pour activer le marché sont mis en place. C'est ce qu'a choisi de faire l'Ontario en exigeant la fourniture d'une mémoire d'offre pour les placements de la section 71(1)(d) faits avec publicité (110).

(109) Cette remarque nous a parfois été faite en entrevue.

(110) Cf. texte infra. p. 81 et suivantes.

Cependant, il faut noter que ce problème ne semble pas inquiéter outre mesure les praticiens. On peut dire en effet que, dans les cas d'offre d'un montant minimal qui sembleraient a priori susceptibles d'abus, la protection vient de la sophistication indirecte de l'investisseur. En effet, en pratique, ces personnes ont recours aux conseil d'analystes financiers, en raison même de la taille de leur fortune (111). Ceux ne sont pas vraiment des "joueurs"!

Aux Etats-Unis, la position vis-à-vis des critères permettant d'évaluer la capacité financière de l'investisseur, est assez différente. La législation ne s'est pas intéressée exclusivement comme au Canada à la notion d'investissement minimum. En revanche, la Réglementation D utilise beaucoup les concepts de fortune nette et de revenu net. On peut remarquer qu'au Canada, seul le projet fédéral dans sa section 6-02(3)(b)(11) utilise la notion de fortune nette, et ce de façon très limitée puisque ce n'est pas alors seulement un critère en soi, mais seulement une indication supplémentaire d'une éventuelle sophistication de l'investisseur. De plus, il est juste fait mention de ce critère, il n'y a pas de précision

(111) C'est ce qu'il ressort des conversations que nous avons eues avec des praticiens.

quant à son éventuelle détermination. La Règle 501 fournit des combinaisons intéressantes dans la notion d'**accredited investors**.

* première combinaison:

La règle 501(a)(6)(1) prend seulement en compte les acquéreurs ayant une importante fortune nette, c'est-à-dire de plus de un million de dollars au moment de l'acquisition des titres. La règle 501(a)(7) de son côté s'intéresse aux acquéreurs à haut revenu net, ceux qui gagnent au moins 200,000\$ par an et cela depuis deux ans. L'avantage principal de ces deux dispositions est qu'elles ne laissent aucun homme riche en dehors du jeu. En effet, quelqu'un dont la fortune est assez récente et qui n'a pas eu le temps de se constituer un patrimoine suffisant selon les critères précités, pourra cependant bénéficier de l'exemption. Le garde-fou contre les gains exceptionnels est assuré par la condition relative à une certaine stabilité dans le revenu d'au moins deux ans, et la perspective d'un tel revenu pour l'année à venir, on peut difficilement gagner au Loto trois ans de suite ... D'une certaine façon, ces dispositions vont plus loin que les exigences passées de la S.E.C dans la réglementation 146 qui consistaient à exiger la capacité de détenir les titres non enregistrés pour une période indéfinie.

* deuxième combinaison:

Dans la règle 501(a)(5), la S.E.C a pris en compte le critère de l'investissement minimum (ici 150,000\$) combiné avec une limitation quant au poids de l'investissement proposé dans la fortune nette de l'acquéreur (maximum 20%). Elle a dénommé un tel acheteur **big ticket purchaser**. Comme dans le cas précédent, le respect de ces conditions fait rentrer l'investisseur dans la catégorie des investisseurs accrédités telles qu'elle a été mise en place par la Réglementation D. Cette disposition est intéressante dans la mesure où elle fournit une assez grande certitude, nous semble-t-il, quant à la capacité financière de l'investisseur. De ce fait elle ne peut être soumise aux mêmes critiques que les précédentes; certains auteurs pensent en effet que les dispositions des règles 501(a)(6) et (7) peuvent permettre qu'un riche acquéreur investisse tout sa fortune dans le placement privé et qu'il ne soit alors plus capable de supporter le risque de perte (112). Cette possibilité existe toujours dans la mesure où richesse n'est pas toujours synonyme de connaissance; on peut penser au cas des incapables.

Certains regrettent que la Réglementation D n'ait pas comporté de disposition expresse quant à la capacité de supporter la perte financière de

(112) Id. note 102, p. 237.

l'investissement (113). Cela irait à notre avis trop loin; la Réglementation D est déjà suffisamment complexe et technique sans qu'il faille encore rajouter de nouveaux critères. En fait, l'idée de limitation quant à la fortune ou au revenu de l'investisseur semble plus intéressante pour protéger les acquéreurs potentiels. Il s'agit alors d'un critère assez objectif, donc d'application plus aisée.

2) la sophistication de l'investisseur

Comme nous l'avons précédemment dit, la sophistication c'est le fait d'être averti, d'être au courant des modalités, des qualités, des défauts de l'investissement. C'est pouvoir porter un jugement de valeur sûr. Il semble que le critère de la sophistication en soi rencontre plus de succès actuellement au Canada qu'aux Etats-Unis. Ces derniers préfèrent en effet utiliser la notion d'accès à l'information (114). Certes la sophistication est un peu la clef de voûte des deux systèmes, elle régit la plupart des exemptions de façon expresse ou tacite. Ainsi, le fondement de l'exemption des investisseurs institutionnels est très marquée par le fait qu'ils sont avertis des problèmes relatifs aux investissements en

(113) Id. p. 382.

(114) J. HALPERIN, op. cit. supra note 39, p. 58.

valeurs mobilières. En Ontario, comme dans certains cas au Québec, la loi n'emploie pas expressément le terme 'sophistication'; pourtant, il ressort des exigences posées que l'investisseur doit en fait faire la preuve de la sophistication personnelle. Ainsi la section 71(1)(p) de l'O.S.A. et des articles 47(2) et 48.1 de la L.V.M.Q. se réfèrent à la capacité de l'investisseur d'apprécier l'investissement proposé. Dans les deux cas, cette capacité résultera soit de son expérience financière personnelle, soit de conseils de personnes habilitées. Les dispositions de l'Ontario diffèrent de celles du Québec en ce qu'elles exigent en plus que l'acquéreur ait accès à une information similaire à celle fournie par un prospectus, mais nous verrons que le projet de 1984 retirait cette condition (115), et qu'il existe une condition supplémentaire relative au revenu net de l'investisseur. On peut remarquer que le paragraphe 2 de l'article 47 est, quant à lui, d'adoption très récente puisque auparavant l'ancien article 47 ne posait aucune exigence spécifique en la matière; seul, l'ancien article 103(2) des règlements disposait que l'investisseur devait être

"... capable d'évaluer les risques de son investissement en se fondant sur les renseignements présentés par l'émetteur."

Désormais, l'article 103 se réfère à l'expérience personnelle ou les conseil reçus. On peut aussi remarquer que les mêmes dispositions ont été inclus dans l'instruction générale Q-16 qui traite du régime des valeurs refuge qui bénéficie du même type d'exemption en vertu de l'article 48 de la loi. Il est

(115) Voir clause 76(1)(t)(iii) projet de loi d'Ontario, *id.* note 91, p. 1-319.

certes intéressant que les dispositions des deux provinces soient le plus similaires possible dans la mesure où cela favorise les émissions interprovinciales. Cependant on peut regretter la disparité de dispositions qui cherchaient plus, à notre avis, à faire coïncider l'investissement d'un type particulier qu'est le placement privé, et l'attitude ou la compétence des investisseurs. Malgré l'avantage de l'uniformisation, ces conditions générales ne se réfèrent qu'aux qualités de l'investisseur appréciées in abstracto et non de ces qualités appliquées à la situation particulière du placement c'est-à-dire appréciées in concreto.

Il n'en va pas de même lorsque l'on considère l'article 43 de la L.V.M.Q. Tout d'abord, l'exemption est clairement réservée aux acquéreurs avertis tels qu'ils résultent de l'application de l'article 44 et de l'instruction générale Q-13. De plus, il est intéressant de noter que cet article, qui est le pendant de la section 71(1)(c) de l'O.S.A. a fait l'objet de dispositions claires et précises de la part de la C.V.M.Q., alors que l'O.S.C. n'a pas indiqué ses critères de sélection. Le test retenu au Québec est très sélectif (116). C'est celui de la sophistication adaptée au domaine très précis des valeurs mobilières. Il résulte de la combinaison de deux éléments: la richesse, c'est-à-dire dans ce cas la possession d'un portefeuille très important, et l'expérience dans ce domaine (117).

(116) Article 2 de l'instruction générale Q-13.

(117) Il faut prouver la connaissance adéquate du marché: l'expérience s'apprécie en fonction d'un certain nombre d'années d'expérience (cinq).

L'exemption pour un nombre limité d'acheteurs tant en Ontario qu'au Québec requière un certain nombre de conditions relatives aussi à la sophistication de l'investisseur. Celle concernant l'expérience et la capacité de traiter l'information reçue est commune aux dispositions réglementaires et législatives des deux provinces. Là encore le Québec se montre plus précis que l'Ontario notamment quant à la forme que doit prendre l'indication de la sophistication. En effet, il faut que la capacité de l'investisseur soit indiquée par écrit, plus précisément dans un contrat (118). De plus, alors que l'O.S.A se content d'énoncer un principe général de capacité de traitement de l'information reçue grâce à l'expérience personnelle, la fortune, ou les conseils de consultants (119), le Québec requière en outre que cette capacité soit particulièrement orientée vers l'investissement en cause. Ainsi, l'investisseur doit notamment être familier avec les objectifs de l'émetteur, être informé de ses activités (120), de l'emploi des ressources collectées pour la distribution en cause

(118) Article 47(3) L.V.M.Q. En ce qui concerne les valeurs refuges, exemptées par l'article 48, leur régime est fixé par l'instruction fédérale Q-16 qui comprend les dispositions de l'article 47 et de l'article 103 du Règlement, Bulletin de la C.V.M.Q., Vol XV, no 39, 28 septembre 1984. Il faut remarquer la quasi concordance des deux textes.

(119) Section 71(1)(p)(i)(a) O.S.A.

(120) Article 103(3) des règlements d'application de la L.V.M.Q.

(121), des caractéristiques des titres qu'il va acquérir ainsi que de leur caractère spéculatif (122). Ainsi, la comparaison des dispositions des deux provinces, il ressort que le Québec a adopté des critères très objectifs pour définir la sophistication. Leur caractéristique essentielle (qui les rend particulièrement intéressant), est d'être orientée expressément vers la connaissance spécifique de la gestion de portefeuille de valeurs mobilières. On peut aussi remarquer que, maintenant, le Québec s'est aligné sur la position de l'Ontario et des États-Unis et a retenu le concept de représentation qui prend en compte la sophistication indirecte de l'acquéreur, lorsque celui-ci bénéficie de conseils d'experts (123). Aux États-Unis, la règle 146 avait déjà reconnu outre la sophistication personnelle des investisseurs, une possibilité de connaissance indirecte par le biais des représentants ou de conseils (124). L'émetteur devait en plus s'assurer que l'investisseur avait la capacité financière de supporter le risque du placement.

(121) Id., paragraphe 4

(122) Id. paragraphe 5.

(123) Article 47(2) de L.V.M.Q. et 103(2) du règlement sur les valeurs mobilières (1983) 115 G.O. II, 1511 tel que modifié par (1985) 117 G.O.Q. II, 1775.

(124) Id. note 64, p. 6 et 12.

La réglementation D s'intéresse aussi à la sophistication de l'investisseur (125) mais seulement dans la règle 501 (126) Alors que les règles 504 et 505 ne mentionnent pas d'exigence quant au degré de connaissance de l'acheteur, le paragraphe (b)(2)(ii) de la règle 506 stipule:

"The issuer shall reasonably believe, immediately prior to making any sale, that each purchaser who is not an accredited investor, either alone or with his purchaser representatives, has such knowledge and experience in financial and business matters that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investments.

On peut se demander pourquoi c'est la seule disposition de la réglementation qui y fasse référence. Un argument consisterait à soutenir que c'est sans doute dû à l'absence de limite quant au montant global du placement que l'on trouve dans la règle 506 à la différence des deux autres. Le législateur a pu estimer pour des offres dont le montant pouvait être très haut qu'il valait mieux s'assurer de la capacité d'analyse de l'investisseur. Cet argument serait contraire à l'idée qui sous-tend les exemptions canadiennes d'offre d'un certain montant selon laquelle le riche investisseur est automatiquement un connaisseur en la matière. Les

(125) Excepté les investisseurs accrédités.

(126) 17 C.F.R. §230-506

premières applications de la réglementation D (127) montrent cependant que les utilisateurs de la règle 505 ont un investissement moyen de \$3.5 millions et que 90% d'entre eux sont en dessous de \$5 millions. Cela veut dire que pour beaucoup d'entre eux, une règle 505 aurait suffi. L'expérience tendrait à prouver que, soit il faudrait étendre la disposition de la règle 506 concernant la sophistication aux deux autres règles, soit tout simplement retirer en se basant sur l'attitude adoptée au Canada. On peut de plus ajouter, contre cette disposition, que en élaborant de règle, la SEC a manqué l'occasion de réévaluer le rôle du concept de l'aptitude (**suitability concept**) utilisé dans la règle 146 mais très critiqué (128). La règle 506 a gardé le problème en changeant simplement le destinataire puisqu'elle a adopté la notion d'acheteur au lieu de celle de personne sollicitée (129). De plus, les exigences des règles 505 et 506 en matière d'information, lesquelles s'apparentent à celle d'un enregistrement, rendent ce critère de l'aptitude encore plus discutable parce que les offres de la réglementation A (130) ne requièrent pas une telle détermination. Cette disparité est due à l'origine à une évolution différente de la section 3(b), base de la règle 505,

(127) id., note 75.

(128) WARREN, M.G. III, "A Review of Regulation D, the Present Exemptions regime for Limited Offerings under the Securities Act of 1933" (1984) 33 Am. U.L.R., p. 380

129) HAZEN, T.L., op. cit. supra, id. note 17

(130) Pour une analyse détaillée, voir LOSS, L., op. cit. supra note 1.

et 4(2) base de la règle 506. La jurisprudence américaine semble, sans pour autant abandonner le concept de sophistication, lui préférer celui d'accès à l'information. Certains pensent en effet que c'est là un critère plus pratique car plus objectif (131). Les éléments de base pour décider si la communication a eu lieu seraient plus objectifs, dépendants des documents fournis, des relations avec l'émetteur, etc. ... Au contraire, apprécier la capacité d'un individu, ses connaissances, et la justesse de ses prévisions, c'est-à-dire sa sophistication personnelle, serait plus aléatoire. C'est un argument intéressant, mais qui, à notre avis, est un peu battu en brèche par des dispositions, telles qu'elles existent au Québec, qui veillent à ce que la sophistication de l'investisseur soit, dans certains cas, tout à fait adaptée au placement envisagé.

3) L'accès à l'information.

Après l'arrêt Ralston Purina, la question de la détermination de la notion d'accès à l'information s'est posée aux États-Unis. On s'est demandé s'il fallait considérer que l'accès à l'information résultait uniquement de la nature très privilégiée de la relation entre l'émetteur et l'investisseur ou si le simple fait que l'émetteur fût disposé à informer l'acheteur et le faisait,

(131) ANTAKI, N.N et LECLERC, G, "Le droit des valeurs mobilières et les placements privés" (1979) 20 Cahiers, p. 757 et aussi H.G. EMERSON, loc. cit. supra note 15, p. 65.

suffisait à dire que ce dernier ayant eu accès à l'information nécessaire, il pouvait bénéficier de l'exemption adéquate (132). La jurisprudence américaine, pendant plusieurs années, avait adopté une position très restrictive (133); elle soutenait qu'un investisseur ne saurait être considéré comme ayant accès à l'information nécessaire s'il n'avait pas avec l'émetteur une relation équivalente à celle d'un initié. Cette position a été très critiquée (134) comme étant trop étroite et allant à l'encontre de l'esprit de la loi. En 1977, le 5e Circuit a renversé la tendance dans l'arrêt Doran v Petroleum Management Corp (135). La cour a fait une claire distinction dans la notion d'accès (136). Elle a soutenu que l'accès devait être compris par rapport au concept de disponibilité de l'information. Soit les personnes sollicitées n'ont pas reçu directement une information du type de celle de l'enregistrement, mais sont dans une telle position vis-à-vis de l'émetteur qu'ils peuvent en obtenir une identique, elles ont alors accès à l'information; soit quelque soit cette position d'accès elles ont effectivement reçu cette information, la cour dit alors que cete information a été révélée (disclosed)

(132) ANTAKI, N.N., id. note 108, p. 745 et HALPERIN, J., op cit. supra note 29, p. 162.

(133) Hill York Corp. & al. v American International Franchises Inc. 448 F. 2d 680 (5th Cir. 1971) S.E.C. v Continental Tobacco Co of South Carolina Inc. 463 F. 2d 137 (5th Cir. 1971)

(134) Id., ANTAKI, N.N., note 108, p. 745

(135) 545 F. 2d 893 (1977).

(136) Id. p. 903.

Dans les deux cas, l'information est disponible, et c'est décisif pour dire que le placement est privé ou public. Cette décision a pour conséquence d'obliger l'émetteur qui s'appuie sur la notion d'accès, à prouver qu'une relation privilégiée existe entre lui et l'investisseur, alors que lorsqu'il s'appuie sur la révélation effective de l'information, seuls les faits sont pris en considération (comme par exemple le contenu de l'information). La double interprétation de Doran a été suivie. La cour l'a appliquée dans deux cas traitant de l'interprétation de la règle 146. Dans l'arrêt Stoppelman v. Owens (137), il était soutenu que l'information était à la disposition de l'investisseur car ce dernier connaissait l'existence d'une notice d'offre qui pouvait être consultée à tout moment. De plus, un **meeting** avait été programmé une semaine à l'avance avec les directeurs de l'émetteur, permettant ainsi de satisfaire aux conditions de "due diligence" qui pèsent sur l'émetteur dans ce domaine. Dans l'arrêt S.E.C. v. Murphy (138), la Cour a retenu qu'il n'y avait pas de placement privé dans la mesure où la compagnie ne s'était pas souciée de fournir l'information. Elle a déclaré (139):

(137) U.S. District Court, District of Columbia No. 81-2637, June 7, 1984
C.C.H. Federal Sec. L. Rep., current, *91511

(138) 626 F. 2d 633 (9th Cir 1980)

(139) Id. p. 643.

"...we must make sure that the offerees are provided with or given the access to the information that is relevant to their investment decision..."

Certaines dispositions législatives aux Etats-Unis ont suivi les critères dégagés par Doran. C'est le cas notamment de la Réglementation D. Ainsi, sur le problème de la fourniture d'information, la règle 502(b)(11) dispose expressément que l'information nécessaire (**relevant**) doit être fournie dans les cas couverts par les règles 505 et 506 chaque fois que les acheteurs ne sont pas des investisseurs accrédités. Cette dernière restriction est logique car on peut estimer que, avec le concept d'investisseur accrédité, la réglementation se conforme au deuxième critère dégagé par Doran, l'accès à l'information. En effet, si l'on considère par exemple le cas des investisseurs institutionnels, on peut dire qu'ils ont un pouvoir de négociation suffisamment fort pour pouvoir avoir accès à toute l'information dont ils ont besoin. En revanche, le Code de l'A.L.I. ne mentionne pas du tout le problème de l'accès à l'information. Comme nous l'avons déjà indiqué, il se contente de poser une limite numérique pour définir l'offre limitée ou le statut des investisseurs sophistiqués. Cependant, il faut noter l'existence d'une clause de sauvegarde (140). Il est en effet prévu que lorsque l'émetteur n'est pas

(140) Section 242(b)(3) du Code ALI.

assujetti (**one year registrant**), la Commission peut modifier les conditions d'application de la dispense pour les offres faites à un nombre limité d'investisseurs (141) ou des cas de revente (142). Elle prendra alors en considération:

"...(A) the type of issuer and security, (B) the kind of market if any, and (C) similar criteria".

L'abandon du critère accès/sophistication n'est donc pas total (143). On peut d'ailleurs noter qu'il en va de même pour les propositions fédérales canadiennes (144). Il semblerait que dans ces deux cas, la moindre importance accordée au critère ne soit pas fondamentale. En effet, il s'agit, notamment pour le Canada, de réglementation fédérale; or il est tout à fait concevable de penser que les "détails techniques" de la législation seraient laissés à la compétence provinciale (145).

(141) Id. section 242(b)(1).

(142) Id. section 242(b)(2).

(143) R.L. Simmonds, "Of Prospectuses...", id. note 1, p. 62.

(144) Ibid.

(145) Id. p. 95

La position provinciale canadienne sur cette question est assez différente de celle adoptée aux Etats-Unis, tout au moins, il ne semble pas qu'elle fasse l'objet d'un tel débat. Dans la législation, des références expresses sont faites à ce test (146), mais la jurisprudence ne paraît pas s'y être intéressée de la même façon qu'aux Etats-Unis. Ainsi, l'accès (il vaudrait mieux d'ailleurs parler de disponibilité de l'information depuis l'arrêt Doran) est un des éléments qui permet de déterminer si la transaction est publique. Il fait partie du critère de base, le **need to know test**. Mais, au Canada, même si le principe de Ralston est accepté, certains auteurs (147) pensent qu'il existe un critère supplémentaire appelé le **friends and associates test**, qui pourrait être utilisé comme une alternative à celui de l'arrêt Ralston. Ce critère qui a été introduit par l'arrêt R. v. Piepgrass (148) ne s'intéresse pas aux besoins des acheteurs pour la protection donnée par le prospectus (149), mais est fondé sur l'idée que, lorsque la relation entre l'acheteur et l'émetteur est suffisamment forte et spéciale, on présume que l'acquéreur a reçu l'information suffisante pour prendre sa décision. Il s'agira soit d'un ami proche, soit d'un partenaire en affaire. A la lumière de l'analyse américaine dans l'arrêt Doran, on peut se demander s'il ne serait pas possible de voir le critère de Piepgrass plutôt comme un aspect particulier

(146) Texte supra p. 40 et suivants

(147) F. H. BUCKLEY, loc. cit. supra note 15, p. 328.

(148) (1959) 29 W.W.R. 218 C.S.

(149) Id. note 118, p. 329.

canadien du développement de la notion d'accès à l'information et non comme un nouveau critère pour définir le public (150).

Un arrêt récent Regina v. Buck River Resources Ltd (151), a précisé le test de Piegrass en insistant sur le fait que la relation doit être vraiment spéciale, et liée aux affaires, une simple relation d'ordre social ne suffirait pas (152). En refusant la qualification de placement privé, la cour a certes pris en considération cet élément, mais a aussi relevé les circonstances de l'opération, et notamment l'utilisation de pressions vis-à-vis des investisseurs non avertis. L'importance accordée au problème de l'accès à l'information dans la législation aidera, selon nous, à appuyer cette argumentation. Si la L.V.M.Q. ne mentionne pas directement la possibilité d'un accès à l'information, elle se concentre nous l'avons vu plutôt sur le résultat de la consultation de l'information appropriée (153). L'O.S.A. et la proposition fédérale (154) ont inclus la notion dans leur texte. Selon l'O.S.A., l'accès à:

(150) Dans le sens contraire, voir T.H. HADDEN et al., id. note 3, p. 415-416. Le critère de Piegrass existe en parallèle avec celui de Ralston Purina (need to know test) pour déterminer le public.

(151) Alta. Prov. Ct., (1984) 25 Bus L.R. 209

(152) D.W. DRINKWATER, op. cit. supra note 29, p. 39

(153) Voir l'article 103 des Règlements de la C.V.M.Q.

(154) Section 71(1)(p) OSA, et 6-02 des Propositions Fédérales. (Proposals volume I).

"...substantially the same information...that a prospectus...would provide..."

est la condition préliminaire pour l'investisseur qui se réclame de l'exemption de la section 71(1)(p), en plus de satisfaire à l'une des conditions supplémentaires, à savoir soit la preuve de sa sophistication, soit une relation privilégiée avec l'émetteur. Cette dernière ne peut être qu'une relation d'affaires dans la mesure où l'argument est réservé aux exécutifs de l'émetteur, ou à leur famille proche. En fait par de telles dispositions, il est possible de dire que la loi mêle les notions d'accès et sophistication telles qu'elles ont été différenciées par la doctrine, ou la jurisprudence américaine. Cela nous paraît être un argument de fait pour dire que la différence relève plutôt d'une approche double de la question de la sophistication et non comme deux critères distincts. Les propositions fédérales au contraire, sont rédigées un peu différemment et décrètent qu'une personne sophistiquée est, soit un exécutif, soit quelqu'un qui a à la fois l'accès à l'information et est sophistiqué (155). En fait, la position canadienne sur ce problème, tant à travers la jurisprudence qu'à travers les dispositions législatives, semble se rapprocher de l'interprétation restrictive qui prévalait aux Etats-Unis avant l'arrêt Doran. Le test de Piepgross devrait s'appeler le **associates test** plutôt que de se référer en plus à la notion d'ami qui n'est plus acceptée par

(155) Id. note 91, p. 1-319.

la jurisprudence. L'accès n'est pas toujours une notion fondamentale en droit canadien. En fait, il faut distinguer deux situations. Certains placements sont conçus essentiellement comme devant favoriser le démarrage financier des compagnies, on les appelle souvent les **seed capital exemptions**. D'autres sont en fait destinés à financer des compagnies plus établies; ces derniers s'intègrent en fait dans le système de **continuous disclosure** ou information permanente. Dans le premier cas (156), on remarque que les Commissions sont plus exigeantes quant à l'information à fournir aux investisseurs, la notion d'accès est alors importante. C'est le cas notamment au Québec où ce type de placements étant réservé aux émetteurs non assujettis, les règlements sont très stricts sur l'adaptation de l'information fournie aux besoins des investisseurs. En Ontario, le placement à un nombre limité d'acheteurs est aussi sujet à une condition d'accès à l'information. Mais cette disposition est supprimée dans le projet de loi (157). Dans la mesure où ce type de placement est ouvert à tous les émetteurs, on peut penser que la solution ne présente pas de danger lorsque l'émetteur sera assujetté. En revanche, on peut émettre des doutes sur son bien fondé lorsque la situation s'appliquera à un émetteur non assujetté. Dans le second cas, la notion d'accès à l'information nous semble être traitée de façon très secondaire par le législateur.

156) Section 71(1)(p) OSA, articles 47 et 48 L.V.M.Q.

(157) Id. note 91, clause 76(1)(t).

Les lois de valeurs mobilières modernes, et c'est en particulier le cas pour la loi de l'Ontario, mettent l'accent de plus en plus sur ce que l'on appelle le phénomène de **continuous disclosure** (158). Cela permet d'assurer un niveau d'information moyen et à jour en permanence pour les sociétés qui interviennent régulièrement sur le marché. L'investisseur avisé peut s'y référer en toute confiance pour prendre ses décisions d'investissement. L'information considérée comme nécessaire est largement diffusée. Même dans le cas d'un placement privé, elle pourra servir de base de référence. La notion d'accès à l'information en soi perd alors son importance, et la capacité réelle de l'investisseur d'abord d'analyser l'information donnée et ensuite d'utiliser un éventuel pouvoir de négociation pour en réclamer d'autre paraît plus important. Il semble plus avisé de s'intéresser au résultat, c'est-à-dire à une information reçue et comprise au lieu de détailler les moyens (159).

4. Conclusion

Les critères de détermination de l'offre privée sont donc, nous l'avons vu, très imprégnés de considérations relatives aux personnes sollicitées. Certes, la jurisprudence américaine, traditionnellement, invoque aussi des éléments concernant la taille et la manière de l'offre, mais il semble, d'après les

(158) Il en va de même au Québec, ibid. note 19.

(159) Voir Cattlemen Investment Co. v Fears, 343 F. Supp. 1246 et O.J. BLOCK, "Curbing the Unregulated Tender Offer", (1978) 6 Sec. L.J. Reg., p. 133

divers auteurs, que la notion fondamentale concerne les acquéreurs. Au Canada, on peut noter que l'accent est mis sur les qualités aussi bien numériques que personnelles de ces derniers; les lois s'intéressent de façon assez subsidiaire au caractère public des modalités de l'opération (160).

Un auteur canadien (161) a insisté sur la distinction à faire entre le critère du caractère public de l'opération (essentiellement le nombre) qui, selon lui, est l'essence du placement privé, et la sophistication des acquéreurs, qui commande une autre série d'exemptions. C'est une position intéressante, mais il semblerait qu'il soit difficile d'en tenir compte, du moins strictement, si l'on considère les dispositions légales canadiennes. Ces dernières présentent selon nous un mélange très net des deux critères; c'est peut-être condamnable sur le plan théorique, mais cela présente l'avantage d'assurer une protection maximum des investisseurs, en effet, le recours à des critères s'inspirant de concepts différents permet de couvrir très largement les diverses situations, et d'éviter ainsi que des émetteurs indéliçats ne contournent les dispositions légales; le placement privé est en principe une situation peu réglementée, mais lorsque le législateur estime qu'il est nécessaire d'intervenir, il est bon alors de ne pas laisser d'ouverture possible au non respect de la loi

(160) (Section 71(1)(p)(iii) et article 47(5).

(161) W.M.H. GROVER, op cit supra note 20, p 446.

Il nous semble que l'élément dominant à retenir concernant la qualification de placement privé est la sophistication des intervenants, qu'elle soit personnelle ou qu'elle résulte de leurs moyens financiers. C'est une condition dont l'importance nous semble croissante. Cela paraît juste dans la mesure où elle correspond bien à l'idée qui devrait prédominer dans ce domaine; l'expertise des intervenants doit pouvoir s'exercer librement au mieux des intérêts économiques des parties.

DEUXIEME PARTIE: LE REGIME DU PLACEMENT PRIVE

Chapitre 1: l'information dans le placement privé

L'émetteur du placement privé est tenu d'une double obligation d'informer; il doit tout d'abord signifier le placement à la Commission des Valeurs Mobilières, il doit ensuite fournir un certain nombre de renseignements aux investisseurs potentiels. La première est d'ordre légal ou réglementaire selon les cas. La seconde est mixte elle résulte de quelques dispositions prises par l'autorité réglementaire ou légale, mais elle est surtout le fruit de la pratique commerciale.

Section 1. L'obligation d'informer l'agence administrative

Les différentes commissions tant au Canada qu'aux Etats-Unis ont adopté une position similaire vis-à-vis des placements privés. Elles veulent être tenues au courant de ceux-ci lorsqu'ils ont lieu, mais elles refusent en principe de se livrer à un quelconque examen quant à la valeur des informations données. Cette position est très nette au Canada, tant au Québec qu'en Ontario où l'O.S.C. a clairement établi sa position dans la Police 6-1

"Though vendors of securities who rely on private placement exemptions are obliged under section 71(3) to notify the Commission by way of Form 20 of certain details of their trades, the offering material they use to market securities is not 'routinely' reviewed and commented upon the Commission staff." (162)

(162) Voir police 6-1 1(2) de l'O.S.C.

C'est là une grande différence avec la réglementation sur le prospectus. Ainsi, l'émetteur sera tenu de faire un rapport (163) à la Commission dans les différents cas de placements privés que nous avons vus au cours de cette étude (164); le Québec impose la même obligation de notifier (165) pour les acheteurs avertis des articles 43 et 47 et 51. En revanche une telle obligation n'existe pas dans le cas d'une vente soumise aux conditions de l'article 54 (166).

Aux Etats-Unis, la même solution a été adoptée. Il faut notifier à la S.E.C. les ventes exécutées dans le cadre de la Réglementation D (167). Il ne semble pas qu'il en aille de même dans le cas des exemptions relevant directement de la section 4(2).

(163) Section 71(3) formulaire 20

(164) Section 71(1)(a), (b), (c), (d), (p).

(165) Article 102 des règlements

(166) Article 54 L.V.M.Q. placement de titres dont les porteurs ne seront pas plus de 5 à la fin de l'opération

(167) J. HALPERIN, op. cit. supra note 31, p. 100

En fait, les informations ainsi fournies par les sociétés servent à des fins statistiques pour les Commissions (168) Ces dernières ne règlementent le domaine que lorsque le besoin s'en fait réellement sentir. Lorsqu'elles interviennent dans ce domaine, il s'agit plus souvent de lignes directives que de mesures très strictes. Différentes raisons peuvent expliquer ce phénomène. Au Canada, la principale est que la structure des Commissions n'est pas assez élaborée, et leur taille pas assez grande pour leur permettre, si elles le désiraient, de se livrer à un contrôle exhaustif des documents d'information. De plus, une autoréglementation s'est instaurée dans les milieux traitant de ces affaires. Les intervenants accepteraient assez mal semble-t-il une immixtion trop importante de la Commission dans ce domaine, il est d'ailleurs souvent signalé par les intervenants qu'une éthique assez élevée existe, basée sur deux facteurs humains: la "survie" des intervenants, laquelle est fondée sur les questions de réputation qui sont fondamentales dans le monde financier, et aussi la peur des éventuels recours judiciaires, lesquels sont d'ailleurs rares. Les intervenants semblent d'accord pour dire qu'il y a assez peu d'abus (169)

(168) La C.V.M.Q. a ainsi entrepris récemment de recenser systématiquement sur ordinateur, les placements privés et leurs conditions de déroulement telles qu'elles sont notifiées à la Commission. Les données préliminaires des 3e et 4e trimestre 1984 nous ont été gracieusement fournies par la Commission.

(169) Cette conclusion ressort des entrevues que nous avons eues avec certains praticiens.

Section 2. L'information des investisseurs

1- le mythe de la non information

L'exemption de l'exigence habituelle du prospectus ou autre document assimilé, telle que nous l'avons étudiée, ne doit pas amener à conclure un peu trop hâtivement que les investisseurs ne bénéficient pas d'information concernant leur investissement. Ce serait là une vue de l'esprit cadrant mal avec la réalité. En fait, ils reçoivent l'information adéquate ou censée l'être mais elle a un caractère volontaire pour l'essentiel bien que le législateur soit intervenu pour donner quelques indications. Il s'agit essentiellement d'une raison de **marketing**. Etant donnée la taille des placements et la qualité des investisseurs, il serait impossible de vendre une émission sans qu'une information soit fournie. D'ailleurs, la pratique a développé l'emploi d'une notice d'offre ou **offering memorandum** qui est présenté aux acquéreurs potentiels et contient les renseignements nécessaires concernant la société émettrice et les conditions du placement. Ce document sera d'ailleurs plus ou moins précis selon que les termes du financement seront classiques ou au contraire présenteront une complexité que l'émetteur aura intérêt à expliquer. De plus en raison du poids des investisseurs non seulement quant à leurs moyens financiers, mais aussi quant à leurs connaissances financières, l'émetteur pourra être amené, sur leur demande,

à fournir de plus amples informations. De là résulte l'inutilité de principe de l'intervention du pouvoir réglementaire. En fait, les cas où il n'existe aucune exigence d'information sont assez rares.

Ainsi, dans la Réglementation D il n'y a pas d'obligation d'informer les investisseurs accrédités, ou ceux se réclamant de la règle 504, si ce n'est de les prévenir du caractère particulier des titres proposés. On peut remarquer qu'un acquéreur de la règle 504 n'obtiendra aucune information de type légal puisque les titres des compagnies publiques ne peuvent pas faire l'objet d'un placement privé sous cette exemption; les émetteurs assujettis du S.E.A. de 1934 sont donc exclus de ce mécanisme. La S.E.C. avait en effet mis en place cette règle pour faciliter le financement des petites entreprises (170). On ne peut pas en dire autant de la règle 505 ou 506 dans la mesure où si les investisseurs accrédités ne reçoivent pas directement la protection des exigences légales d'information du type de celle du S.A. 1933, ils bénéficient en revanche des dispositions du S.E.A. de 1934 s'ils traitent de titres dont l'émetteur est soumis à cette loi. Cependant, comme les premiers résultats de la réglementation D semblent montrer une concentration du financement des petites entreprises, on peut se demander si le non-bénéfice de l'information légale n'est pas plus important qu'il n'y paraît à première vue.

(170) Id. note 93

Le Code de l'A.L.I. dans sa section 242(a) stipule que les offres en nombre limité soumises à l'exemption de la section 242(b) bénéficient d'une dispense totale des exigences habituelles de l'enregistrement et ne pose pas de conditions relatives au type d'information à éventuellement fournir. Cela résulte à notre avis de la structure du Code, en effet, il s'intéresse plus au processus d'enregistrement qu'au phénomène de la distribution de titres. En conséquence, comme l'exclusion de la section 242(b) est une exemption de la distribution, elle ne peut être rattachée au système général de la révélation intégrée, **integrated disclosure**, mise en place par le Code. Mais cette non information légale est limitée aux émissions des émetteurs qui ne sont pas des compagnies publiques. Cette solution résulte de la section 242(b)(2) qui impose une détention minimale des titres d'une année au lieu de trois, lorsque l'émetteur est un émetteur assujéti depuis au moins un an. Dans ce dernier cas en effet il aura déjà fourni un certain nombre d'information d'origine légale au marché

Au Canada également, les cas de non obligation légale ou réglementaire sont assez limités. Selon la loi québécoise, avant 1985, aucune obligation quant à la fourniture d'information n'était directement posée lorsque les acquéreurs étaient avertis (171) ou achetaient des valeurs de premier ordre

(171) Article 43 et 44. toujours en vigueur

(172). Il en va de même en Ontario pour les investisseurs sophistiqués et ceux exemptés par l'O.S.C. en vertu de ses pouvoirs spéciaux (173). Toute latitude est alors laissée aux parties à la transaction (174). L'évolution du droit de l'Ontario selon les projets de réforme de l'O.S.C. semble se montrer favorable à une dérégulation en ce qui concerne le nombre limité d'investisseurs. En effet dans la loi actuelle, il est exigé, sans que la forme en soit précisée, que l'investisseur ait accès à une information similaire à celle qu'aurait procuré un prospectus. Le projet de loi a retiré cette condition. Il conserve simplement une exigence dont l'intensité a diminué: une information concernant l'investissement doit être fournie, mais il n'est pas précisé quelle forme elle devait prendre (175). On peut noter le recul de l'O.S.C. en la matière, en effet, en novembre 1981 (176), la Commission avait proposé d'étendre les cas exigeant la notice d'offre. La modification n'avait cependant pas été retenue. Cela est retiré du projet de loi. Vraisemblablement les habitudes de la pratique doivent suffire pour fournir

(172) Ancien régime de l'article 51.

(173) Section 71(1)(a) et (c).

(174) Cependant, en vertu de la section 124(a) de l'O.S.A. et de l'article 264 de la L.V.M.Q., les commissions ont un moyen de pression, elles peuvent refuser dans certains cas la dispense. On peut penser qu'une situation flagrante de mauvaise information les ferait agir.

(175) Clause 71(1)(t)(iii)

(176) O.S.C. Bull. 80A, Nov 13, 1981 The Securities Amendment Act. Voir les commentaires de H.G. EMERSON, loc. cit supra note 15, p 55-56 et C.E. O'Connor, "The Securities Act in Operation, Public and Private Distributions of Securities in Ontario", p 151 dans Corporate Law in the 80's, Toronto, L.S.U.C. 1982, et D.W. DRINKWATER et al, op cit supra note 31, p 87, note 20

l'information nécessaire. De plus, il n'est pas utile, comme nous l'avons déjà vu, de rajouter une condition supplémentaire qui peut être difficile à appliquer. Il est intéressant de noter qu'au contraire l'exemption québécoise similaire de la section 47 insiste sur la réalité de l'information à fournir. La C.V.M.Q. a été amenée à introduire ces exigences à la suite d'abus dans ce type de placements.

2. Les exigences légales en matière d'information au Canada

Jusqu'en mars 1985, les solutions retenues au Québec et en Ontario étaient assez différentes. L'Ontario avait, nous allons le voir de façon plus détaillée, réglementé l'utilisation d'une notice d'offre ou **offering memorandum** dans certaines hypothèses où l'on aurait pu craindre des abus. En revanche, le contenu de ce document était lui-même largement laissé à l'appréciation des parties. Au contraire, au Québec, la C.V.M.Q. avait adopté une position plus originale, mettant l'accent sur les effets de l'information reçue sur les investisseurs. Mais, désormais, la C.V.M.Q. a mis en place des exigences légales concernant le contenu de la notice d'offre. En ce sens, il y a un rapprochement des législations des deux provinces par le biais de la reconnaissance officielle de la valeur du document. Mais, nous allons voir que les conceptions divergent quant au contenu du document et sa réglementation. Au vu de ses dispositions récentes, le Québec nous semble plus concevoir la réglementation de la notice d'offre comme un instrument de régulation du marché lui permettant de s'autoriser un interventionisme modéré dans le domaine normalement libre des placements privés.

a. L'offering memorandum en Ontario

Un des changements introduits par l'O.S.A. en 1978 a été l'imposition dans certaines circonstances de l'obligation pour le vendeur d'un placement privé, de préparer une notice d'offre. En effet, avec l'élargissement de l'exemption de la section 71(1)(p) aux individus, la Commission a craint que les vendeurs utilisent cette possibilité pour faciliter la vente de titres au mérite douteux (177). Elle ne voulait pas en conséquence que toute protection légale soit abandonnée. Donc, si le placement relevant de cette section est fait à l'aide de moyens publicitaires, il faudra obligatoirement que l'émetteur fournisse une notice d'offre. Cette disposition vise en fait à contrebalancer la disposition qui autorise l'utilisation de médias pour ces placements; le nombre de personnes en fait une offre privée mais les moyens utilisés auraient pu, dans une analyse stricte traditionnelle, en faire une offre au public. L'emploi d'une notice d'offre est aussi prévu et autorisé par les règlements; mais c'est seulement dans les cas expressément mentionnés par la police 6-1, c'est-à-dire les exemptions relevant des sections 71(1)(p) et (c) de la loi et 14(g) des règlements d'application (178), que la notice d'offre doit expressément contenir un droit contractuel d'action en rescision ou en

(177) O.S.C. Weekly Summary, March 30, 1979, Supp. X-1, p. 1

(178) Il s'agit de titres présentant des caractéristiques fiscales favorables octroyées par le gouvernement.

dommages et intérêts pour les informations fausses ou trompeuses. Ce droit est exercable dans les 90 jours suivant la vente des titres (179). Excepté l'exigence de l'insertion du droit d'action dans le document d'offre, aucune autre mention n'est faite dans la loi quant à son contenu, si ce n'est que le document doit décrire les affaires de l'émetteur et a pour but d'assister l'investisseur dans sa décision (180). Il est seulement mentionné dans la police 6-1 que la Commission ne veut pas s'intéresser à ces questions, et que le document peut être aussi long que voulu, et inclure aussi bien une information officielle que non officielle. On peut s'interroger sur la notion d'information officielle, vraisemblablement, il s'agira de l'information qui est habituellement exigée dans un prospectus. Normalement, l'inclusion d'information non acceptée par la Commission telle, par exemple, certaines prévisions financières, pourra être faite dans le document. Cependant nous verrons ultérieurement que les émetteurs s'inquiéteront très certainement des problèmes de responsabilité de l'information donnée et que cela peut les amener à une plus grande prudence (181).

(179) Section 21(1) des Règlements: on reviendra dans le chapitre III sur les conséquences de cette disposition

(180) ibid

(181) ibid

b. La notice d'offre au Québec

Au Québec, les exigences légales en matière d'information sont uniquement posées pour l'application des dispenses des articles 47, et 48, c'est-à-dire un placement dans certaines conditions à un nombre limité d'acquéreurs et placement de valeurs refuges. Depuis la réforme de 1984, il faut faire une distinction entre deux situations: lorsque l'émetteur se prévaut pour la première fois de la dispense, il est régi par les dispositions de l'article 47 de la L.V.M.O et de celles de l'article 103 du règlement d'application. Une notice d'offre est requise mais le contenu n'est pas précisé. En revanche, lorsque l'émetteur a déjà utilisé l'exemption de l'article 47 et qu'il le fait à nouveau, comme c'est autorisé après un délai de 12 mois (182), il est soumis au régime particulier de la section V du règlement qui édicte différentes conditions dont notamment la fourniture d'une notice d'offre aux investisseurs (183) dont le contenu est détaillé dans l'annexe XVI, il en va d'ailleurs de même en cas de placement de l'article 48 (valeurs refuge). On peut résumer la dualité du régime en disant que, lors de l'utilisation première de la dispense, on s'intéresse aux effets de l'information dont les modalités sont laissées libres ou lorsque les titres sont d'un type particulier, on s'intéresse en plus au contenu de l'information fournie. C'est un contrat qui enregistre la preuve de la compréhension effective des informations fournies et c'est un document légalement

(182) Article 66 du Règlement de la L.V.M.O

(183) Article 70.1 du Règlement de la L.V.M.O. et 103(6)

règlementé qui indique clairement les éléments de l'information.

Il faut bien noter l'originalité des dispositions du Québec qui exige la consignation par écrit de la sophistication de l'investisseur. Cette sophistication résultera non seulement des qualités de l'acquéreur (184) mais aussi de sa bonne perception de l'information donnée quant aux buts et objectifs de l'émetteur, la nature de son activité (185), l'utilisation projetée du placement (186) et les caractéristiques des titres (187). On peut s'interroger sur cette exigence. Un des arguments les plus probables est d'invoquer la force probante de l'écrit. En cas de contestation, il est plus aisé de s'appuyer sur les assurances écrites plutôt que sur des promesses verbales. De plus, cela donne une valeur plus importante, sur le plan juridique aux informations données. Puisque le résultat est fixé par la loi, l'obligation de renseignement qui pèse sur l'émetteur ou son représentant est d'autant plus précise. Il ne doit pas seulement faire en sorte que l'émetteur ait accès à une certaine information, comme en Ontario, il doit en plus s'assurer que cette information réponde à des exigences précises telles

(184) Id. article 103(2) du règlement et article 7 de l'instruction générale

(185) Id. article 103(3) et 7(3).

(186) Id. article 13(4) et 7(4).

(187) Id. article 103(5) et 7(5).

qu'elles sont décrites par l'article 103 des règlements. On peut parler alors de la reconnaissance légale d'une véritable obligation contractuelle de renseignement. Se pose alors le problème de l'intensité de cette obligation; il est tentant de la qualifier d'obligation de résultat dans la mesure où la loi fixe les effets que doit avoir le respect de cette obligation; cependant cela nous semble contraire à l'esprit de la réglementation des placements privés telle qu'il résulte des différentes lois sur les valeurs mobilières étudiées, et aussi tel qu'il est compris par les Commissions de valeurs mobilières. Il nous semble donc qu'il s'agit d'une obligation de moyen assez proche de la notion de la **due diligence** en Common Law. A cette obligation contractuelle de renseignement s'ajoute, sous le régime de l'article 66, une obligation légale précontractuelle, par le biais de la notice d'offre.

D'une façon assez ironique, alors que l'Ontario s'apprête à supprimer la restriction concernant l'utilisation unique de la dispense pour offre en nombre limité (189), le Québec qui ne connaissait pas cette limitation, vient de l'introduire un peu différemment en mettant en place, outre les exigences de l'article 47, un système fondé sur la réglementation de la notice d'offre qui a deux applications: la section V du règlement, et le placement de valeurs refuges tel qu'il est décrit dans l'instruction générale Q-16. Dans ce dernier cas, il faut remarquer que le régime de la notice d'offre est applicable dès l'utilisation pour la première fois de la dispense (190). Les avantages

(188) Id. note 91, p. 1-320.

(189) Section 7(1)(p) O.S.A.

(190) Article 48.1 L.V.M.Q.

fiscaux de ces valeurs ont en effet donné lieu à des abus si bien que la Commission a été amenée à prendre des mesures plus restrictives. Le régime de la notice d'offre, tel qu'il résulte de la section du règlement, est remarquable à divers points de vue.

Tout d'abord, il faut remarquer la précision des textes quant au contenu de ce document. Il est fait expressément référence à des faits précis (191), certains états financiers, le rapport du vérificateur (192). Cela est très différent de l'attitude adoptée en Ontario.

De plus, en cas d'exercice ultérieur de la dispense, l'offre doit être d'un montant limité à 3,000,000\$. C'est là une disposition toute nouvelle au Canada qui aura pour effet d'encourager le financement de petites et moyennes entreprises par le biais de ces dispositions. Cela permet à contrario d'éviter que le placement privé tel qu'il existe dans l'article 47 ne soit utilisé comme un financement pratique pour les grandes entreprises déjà établies, phénomène qui soustrait certains titres de qualité au public des investisseurs. En ce sens, nous pouvons dire que la C.V.M.Q. utilise la notice d'offre comme un instrument pour réguler et contrôler autant que faire se peut l'utilisation massive des placements privés.

(191) Article 70.3 du règlement de la L.V.M.Q.

(192) Tels que prévus à l'annexe VI du règlement. Si l'on compare les dispositions de l'annexe avec celles prévues pour la notice d'offre des valeurs refuges de l'instruction générale Q-16, on remarque certes une grande similitude. Cependant, dans ce dernier cas, l'accent est mis davantage sur les renseignements concernant les titres et l'activité de la compagnie que sur ceux traitant de l'émetteur. En particulier, il n'y a pas de référence extensive aux informations sur la direction de l'émetteur comme c'est prévu dans l'annexe VI, cf. note 316 infra.

Enfin, il paraît intéressant de noter la façon dont le législateur inclut une notion telle que le placement privé dans le système général de l'information permanente; en effet lorsque la dispense de l'article 47 est utilisée plus d'une fois, l'émetteur devra disposer chaque année auprès de la Commission ses états financiers annuels (193).

c) La position aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, ni la législation ni la réglementation ne se réfèrent clairement à la notion de document d'offre. En raison de la jurisprudence très restrictive des cours américaines dans l'interprétation du test de l'accès à l'information, pour l'application de la section 4(2), le plus sûr moyen d'éviter une requalification de la transaction est de fournir aux personnes sollicitées le même type d'information que celle donnée par un **registration statement** (194) Dans le cadre de la réglementation D, la règle 502 impose une obligation de fournir l'information nécessaire pour tous les acheteurs qui ne sont pas des investisseurs accrédités. Le contenu de l'information varie alors selon la taille et le statut de la compagnie (195).

(193) Article 70 4 du règlement

(194) J HALPERIN, op. cit. supra note 39, p. 162.

(195) Ibid.

Lorsque l'émetteur n'est pas un émetteur assujetti, **reporting issuer**, mais que son offre est inférieure à 5\$ millions, l'information à donner doit être similaire à celle donnée par la partie I du formulaire S-18, si elle est supérieure, elle devra ressembler à celle de la partie I du formulaire d'enregistrement. Si la société est un émetteur assujetti, elle devra alors présenter une information semblable à celle contenue dans le rapport annuel aux actionnaires, ses documents concernant les sollicitations de procurations, ou choisir de présenter l'information la plus récente de ses divers rapports (196).

Quoiqu'il en soit, un mémoire d'offre au regard de la réglementation D pourra être soit un bref exposé des conditions de placements et une mise à jour de l'information fournie par les rapports périodiques de l'émetteur assujetti, soit un document très fouillé donnant le même genre d'information que celle qui serait fournie par un **registration statement** pour un émetteur non assujetti (197). A priori l'information fournie dans le cadre d'une exemption de la section 4(2) devrait être moins détaillée que celle d'une offre relevant de la réglementation D dans la mesure où, dans ce dernier cas, l'information devrait relever de l'Annexe A du S.A. de 1933, laquelle est moins détaillée que celle donnée dans les formulaires d'enregistrement. Cependant, il se révèle qu'en pratique, l'information est très similaire dans les deux cas (198). En effet, d'une part, l'émetteur voudra s'assurer de pouvoir

(196) Id. p. 163.

(197) Id. note 162, p. 165.

(198) Id. p. 163.

compter sur les deux séries d'exemptions au cas où les critères d'application de l'une se révéleraient trop difficile à appliquer, en conséquence, il uniformisera son document d'offre en accord avec les exigences les plus drastiques, d'autre part, la pression des investisseurs aura tendance à favoriser une telle uniformisation vers le haut.

d. Conclusion

La notice d'offre est un élément fondamental du placement-privé. Il est même possible de dire, si l'on voulait faire un rapide rapprochement pratique, qu'elle est souvent plus importante pour l'investisseur qu'un prospectus dans la mesure où il semble en prendre réellement connaissance puisque le domaine est en principe peu réglementé.

Le problème est alors de savoir s'il faut se prononcer en faveur d'un interventionnisme marqué du législateur pour en fixer le contenu. Deux "écoles" s'opposent: l'Ontario reste fidèle au principe général de la non-intervention dans ce domaine en laissant toute latitude aux parties pour fixer les termes de l'accord. Le Québec dans certains cas et les Etats-Unis pour la réglementation D se prononcent pour une réglementation. Le cas des Etats-Unis est particulier; la réglementation D est un **safe harbor**, c'est-à-dire donne une garantie de validité pour les transactions qui la respectent. C'est pourquoi l'information est très précisément indiquée. Cette réglementation consiste pour l'essentiel en un renvoi à des documents existants dans le cadre d'une offre publique. En cas de non conformité, il est toujours possible de faire appel à la section 4(2). Le Québec, nous l'avons vu, a raffiné sa position montrant un souci de s'intéresser à certains cas de

placements privés comme partie à la politique générale de surveillance des marchés. L'importance de placements privés est en effet croissante. On peut craindre qu'elle ne prenne une part trop importante du marché public. Or, le but des lois sur les valeurs mobilières est de protéger ce public au besoin contre un régime issu du système lui-même et qui peut menacer le public.

Chapitre 2: information et responsabilité

Dans une émission de titres avec appel public à l'épargne, l'information donnée à l'occasion de l'offre par le biais du prospectus, document légalement fourni, est réglementée de façon très stricte. Les auteurs de ce document obligatoire (199) peuvent voir leur responsabilité engagée aux termes même de la loi (200) en addition des recours du droit commun. Le champ d'application de cette responsabilité légale est étendu, ainsi, peuvent être poursuivis en dommages aussi bien l'émetteur, le porteur dont les titres ont été en infraction de la loi, que les dirigeants ou le courtier chargé du placement lorsque l'émission est faite sans prospectus

(199) Aux Etats-Unis, le document de base est le **registration statement** réglementé par la section 5 du S.A. de 1933, 15 U.S.C.A. §77 f. Différentes variantes sont prévues. Au Canada, voir la section 52(1) O.S.A., et l'article 11 L.V.M.Q.

(200) Au Canada, la responsabilité civile est prévue par la section 126 s. de l'O.S.A. et l'article 214 s. de la L.V.M.Q. Aux Etats-Unis, l'absence de documents entraîne une responsabilité civile légale selon la section 12 du S.A. de 1933, ainsi que des sanctions administratives et pénales: voir T.L. HAZEN, The Law of Securities Regulation, St Paul, Minn, West Publishing Co., 1985, p 180 s. Les omissions et informations trompeuses sont sanctionnées par la section 11 du S.A. 1933

d'information (201). On peut donc dire que le prospectus fait légalement partie de la phase pré-contractuelle, et qu'il a des effets légaux

Section 1: Fondements de la responsabilité

Deux cas se présentent dans ce domaine; soit il est possible de se référer à des dispositions légales qui traitent des problèmes de responsabilité de l'information dans les opérations sur titres (202), et alors on peut arriver à les appliquer aux informations fournies à l'occasion du placement privé, soit on utilise les concepts existant en droit commun aussi bien de la Common Law pour l'Ontario et les États-Unis, que ceux du Droit civil pour le Québec (203).

(201) Au Québec, il s'agira de l'émetteur ou du porteur de titres placés sans prospectus, ou encore des dirigeants ou des courtiers, article 214 al. 2 et 218. En Ontario, la section 126 vise l'émetteur, le porteur, le courtier, le directeur, les experts, et autres signataires du document. Aux États-Unis, selon la section 12, c'est le Vendeur qui peut être poursuivi. Ce terme est compris largement, on utilise le principe d'agency, pour ceux qui ont pris part activement aux négociations qui ont entraîné la vente. T. HAZEN, op cit. supra note 3, p. 184. Selon la section 11(a), la liste des défendeurs est peu étendue, elle englobe l'émetteur le signataire du document, les directeurs, et les experts.

(202) Id. note 200.

(203) On étudiera surtout le cas du Québec dans la mesure où de nombreux articles ont déjà été publiés sur ce point en Common Law.

1. Au Québec, les recours de droit civil

o - Information et période pré-contractuelle

* Analyse civiliste du document d'offre

Selon l'analyse traditionnelle du droit civil, il est possible de sanctionner contractuellement la faute du cocontractant soit au moment de la formation du contrat, soit lors de son exécution. Il est également concevable d'atteindre un cocontractant défaillant ou un tiers au contrat par le biais de la responsabilité civile délictuelle. En ce qui concerne la responsabilité pour information donnée dans le cadre d'un placement privé, le problème essentiel qui se pose est celui de la qualification du document qui supporte l'information: à partir de là, on peut décider si on se trouve ou non en période contractuelle, et donc envisager les divers recours possibles. Dans la mesure où, en pratique, les renseignements relatifs au placement sont fournis par le biais d'un document détaillé, du moins la plupart du temps, deux attitudes peuvent être adoptées

* l'avant contrat

Dans un premier temps, on peut penser que, étant donné la précision du document fourni, dans certains cas (204), il y aurait existence d'un avant contrat. Cette position n'a pas été adoptée à notre connaissance par la jurisprudence québécoise, mais les tribunaux français dans le domaine des obligations l'ont parfois fait pour pouvoir donner une force contractuelle à l'obligation de renseignement pré-contractuelle telle qu'elle est reconnue et

(204) Certains documents d'offre ressemblent beaucoup dans la réalité au prospectus d'émission des titres.

admise par le droit positif français (205). Le recours à l'article 1024 du Code civil québécois permettrait d'engager la responsabilité contractuelle de l'offrant si l'on soutient que l'objet de l'avant contrat est la fourniture d'information adéquate pour l'investissement envisagé, et qu'il résulte de l'équité que l'offrant est tenu de fournir une information exacte et adéquate. L'avantage essentiel de cette solution est à notre avis, double. D'une part elle permet une appréciation in concreto de la faute contractuelle, ce qui est particulièrement heureux dans le cas de transactions aussi particulières que les placements privés, où il serait injuste de ne pas tenir compte des caractéristiques des parties et de leur pouvoir de discussion éventuel. D'autre part, elle permet au plaignant de se prévaloir de la jurisprudence de l'affaire Wabasso (206), et d'invoquer à la fois la responsabilité contractuelle et délictuelle

* Offre et période pré-contractuelle

Une autre attitude consiste à dire qu'avec ce document d'offre, on se place dans la phase pré-contractuelle, et que c'est donc sur ce terrain qu'il convient de rechercher la responsabilité de l'offrant. On peut en effet dire qu'il s'agit d'une offre de contracter puisque sa spécificité et sa précision

(205) J. GHESTIN, Les obligations, le contrat dans Traité de droit civil, sous la direction de J. Ghestin, Paris L.G.D.J., 1980, p. 373

(206) Wabasso Ltd v. The National Drying Machinery Co. (1981) 1 R.C.S., 578

qui contiennent les éléments essentiels du contrat (207) répondent aux critères traditionnels de l'offre. Ce point appelle une intéressante analyse comparative, entre la France et le Québec.

Le droit positif français a reconnu et appliqué une obligation pré-contractuelle de renseignement qui est maintenant considérée comme faisant partie de la théorie générale des obligations. Les vices du consentement avaient mis l'accent sur la valeur du consentement, c'est-à-dire sur l'état d'esprit de la victime. Il est possible dans une autre optique de se concentrer sur les agissements de l'autre partie, elle doit donner les informations pour permettre de contracter avec une connaissance suffisante de la réalité (208). Selon le Pr Ghestin, reconnaître une responsabilité sur cette base, c'est compléter la théorie des vices du consentement (209), qui nous le verrons ultérieurement, peut être utilisée de façon limitée par le biais de l'erreur ou du dol par réticence. La responsabilité engagée sur le fondement de cette obligation est de nature délictuelle car la faute ne se rapporte pas à l'exécution des obligations du contrat. Il faut donc prouver les trois éléments constitutifs de la faute délictuelle: la faute, le dommage, et le lien de causalité. Il est habituel de dire que l'obligation précontractuelle de renseignement résulte soit de la

(207) J.L. BAUDOIN, Les obligations, Montréal, Ed. Yvon Blais, 2^e Ed., 1983, p. 86 et 89.

(208) J. GHESTIN, id note 205, 1980, p. 373.

(209) Id. p. 395.

jurisprudence, soit de la loi; dans ce dernier cas, les dispositions de la loi du 10 janvier 1978 relative à la protection et à l'information des consommateurs dans le crédit à la consommation, sont significatives de cette obligation.

Au Québec, à notre connaissance, une réelle obligation n'est pas encore reconnue expressément par les cours. Cependant, une partie de la doctrine l'envisage. Ainsi, selon le Pr. Baudouin, outre les qualités classiques d'intégrité et d'existence qui doivent caractériser le consentement lors de la formation du contrat, il faut maintenant en ajouter une troisième: le consentement doit être informé et réfléchi. Dans la première partie de cette qualification, on peut voir la reconnaissance de l'obligation pré-contractuelle de renseignement, dans la seconde, l'auteur inclut l'idée d'un délai de réflexion lors des transactions. Selon lui,

"...Le Droit ne vise plus seulement à protéger le cocontractant contre un marché qu'il n'a pas réellement voulu, il tend aussi à la protéger contre un mauvais marché..." (210).

Il semblerait qu'un début de travail ait été accompli par la loi et la jurisprudence, mais selon le Pr. Baudouin, on ne peut pas encore dire si cela aboutira à un principe général, même si la base pour une telle généralisation existe déjà (211). Le Droit exprime là une conception plus large de la bonne foi dans les rapports contractuels; cette loyauté se devrait d'être étendue à

(210) *Id.* note 207, p. 152. En sa faveur, voir aussi L. PERRET, "Une philosophie nouvelle des contrats basée sur l'idée de justice contractuelle" (1980) 11 R.G.D., p. 547.

(211) *Id.*, p. 154.

la période pré-contractuelle. D'ailleurs, on peut dire que la loi sur les valeurs mobilières, en mettant en place les recours que nous avons vus pour l'information ou la non information donnée au public dans un prospectus, fait partie du même type de législation que celle concernant la protection du consommateur, c'est-à-dire précisément un domaine du Droit tout à fait prêt à recevoir cette obligation. Or, bien que les placements privés soient une exception à la législation, on peut lui étendre l'esprit de la loi, qui est de maintenir la confiance entre les parties, et lui appliquer la notion d'obligation pré-contractuelle de renseignement. Ce n'est pas parce qu'une loi fixe des conditions pour l'information que lorsqu'il y a des exceptions à cette loi, les principes ne peuvent pas s'appliquer. Deux points sont intéressants à étudier; quelle est l'étendue de l'obligation retenue et quelle est son intensité.

* Etendue de l'obligation pré-contractuelle de renseignement

Une différence est faite en doctrine entre l'obligation de renseignement et celle de conseil. Dans le premier cas, il s'agit pour une des parties de fournir à l'autre, avant la formation du contrat, l'information sur des faits susceptibles d'influencer sa décision. Dans le deuxième cas, l'obligation va plus loin car elle consiste en outre à faire apparaître les conséquences sur l'opportunité de conclure le contrat; il y a une appréciation qui oriente la décision de l'autre contractant (212). Il est même possible d'affiner encore

(212) *Id.* note 208, p. 374-75. Voir aussi P. LEGRAND, "Pour une théorie de l'obligation de renseignement du fabricant en droit civil canadien", (1981) 26 McGill L.J., p. 209-210.

l'analyse et de trouver une obligation de nature intermédiaire, l'obligation de mise en garde (213), qui consiste à faire prendre conscience à l'autre partie des risques matériels de la transaction. L'application de la doctrine civiliste aux placements privés est intéressante.

Il nous semble que l'on pourra parler de simple obligation de renseignement dans deux cas: lorsque l'investisseur aura à faire affaire directement avec l'émetteur, ce dernier sera simplement tenu de lui fournir les renseignements utiles pour le placement envisagé. En effet, l'acquéreur est suffisamment averti en matière d'investissements de titres, dans le domaine des placements privés pour savoir de lui-même veiller sur ses intérêts sans compter outre mesure sur une révélation totale et sans faille de la part de la compagnie. Egalement, lorsque l'investisseur aura été approché par le courtier, mandataire de la compagnie, sans qu'il soit un de ses clients habituels, on peut estimer qu'en raison toujours d'une certaine sophistication personnelle, il sera capable de se méfier un peu et d'étudier les informations données avec d'autant plus d'attention. De cette hypothèse, on rapprochera le cas des investisseurs institutionnels dans la mesure où leur pouvoir de négociation est tel qu'ils sont à même de prendre soin de leurs intérêts seuls. En revanche, lorsque le courtier approche des investisseurs potentiels qui sont ses clients, et qu'il a été chargé du marketing de l'emis-

(213) Id. p. 376.

sion, on peut penser qu'une obligation plus lourde pèsera sur lui, en raison de son double mandat (214).

L'obligation de conseil nous semble un peu excessive pour deux raisons; tout-d'abord, l'investisseur soit que son courtier est chargé de la vente du placement; or, du fait de sa sophistication il peut se rendre compte du conflit d'intérêt de son courtier, ce qui doit l'inciter à une certaine prudence. De plus, la jurisprudence québécoise semble être assez restrictive en général quant à l'obligation de conseil qui pèse sur le courtier. Ainsi, dans le cas Jacques Ouellet c. J.T. Gendron Inc. et Claude (215), la Cour supérieure n'a pas retenu la faute du courtier envers son client. Le plaignant demandait réparation pour le préjudice causé par des pertes sur des investissements spéculatifs que lui avait conseillé son courtier. La cour a retenu que, étant donné l'expérience du client dans le domaine et la nature des titres demandés, l'obligation du courtier était de s'assurer qu'il y avait possibilité raisonnable de profit (216). Dans le cas des placements privés, la plupart du temps on retrouve également ces deux éléments: l'expérience des investisseurs et un certain risque inhérent, soit à la transaction elle-même, soit à la nature de la transaction (le caractère privé supprime en principe les recours et obligations légales habituelles). En conséquence, on peut penser que dans un cas de placement privé, la cour

(214) Le courtier est toujours reconnu mandataire ou "agent" de l'émetteur dans le placement privé. D.F. SULLIVAN, loc. cit. supra note 49, p. 81.

(215) Jacques Ouellette c. J.T. Gendron Inc. et al (1976) C.S. 721.

(216) Id. p 723.

serait tentée de raisonner de la même façon; le degré de l'obligation de renseignement serait sans doute élevé en raison des relations de courtier à client, mais cela ne pourrait aller au delà, d'après nous, d'une obligation de mise en garde. On peut s'interroger toutefois sur les cas particuliers des placements faits auprès d'un nombre limité d'acquéreurs (217). Les dispositions légales précises concernant la compréhension des investisseurs, notamment au Québec, font douter de leur degré véritable de sophistication. Une cour appelée à statuer sur un cas les concernant pourrait, à notre avis, adopter une des deux démarches suivantes. Soit on dit que les exigences légales, s'appliquant essentiellement à rechercher leur bonne estimation du placement, font peser un poids plus lourd de renseignement sur l'émetteur ou le courtier dans la mesure où c'est justement celui-ci qui leur fournit l'information nécessaire, dans ce cas il s'agira d'une obligation de conseil. Soit, et c'est nous semble-t-il la solution à retenir, on estime que l'investisseur, en choisissant la formule du placement privé, comprend le risque qu'il prend et, s'il ne se sent pas capable de l'évaluer, aura recours aux services d'un spécialiste pour le conseiller; on peut alors dire que la multiplication des exigences légales doit lui servir en quelque sorte de signal d'alarme.

** Intensité de l'obligation pré-contractuelle de renseignement*

La question de l'intensité de l'obligation est particulièrement intéressante dans le sujet qui nous concerne; en effet c'est, selon nous, elle

(217) Section 71(1)(p) O.S.A. et article 47 L.V.M.Q.

qui permet de faire véritablement la différence entre le type d'obligation qui pèse sur l'émetteur de prospectus ou le vendeur envers, soit le public, soit le consommateur; dans notre cas, nous sommes en présence d'un contrat de gré à gré, appelé aussi contrat de libre négociation (218). En revanche, dans les deux autres hypothèses, il s'agit de contrat d'adhésion. On voit que, là encore, en cas de conflit, le juge aura à tenir compte de la nature du contrat pour déterminer l'étendue de la faute. Cette question sera particulièrement importante dans la mesure où, s'agissant de responsabilité délictuelle, la faute s'appréciera in abstracto; il sera donc utile d'avoir cet élément caractéristique du contrat ultérieur pour introduire, de façon détournée, la prise en compte des circonstances particulières de la transaction.

* Les personnes responsables

Un dernier problème se pose: celui des personnes susceptibles de voir leur responsabilité engagée. Comme il s'agit de responsabilité de type délictuel (219) dans le cas où l'on retient la responsabilité précontractuelle, toute personne même un tiers au contrat de vente de titres pourra être poursuivie dans la mesure où il a participé à la commission de la faute, et que sa responsabilité peut être prouvée; cela veut dire que, non seulement la compagnie émettrice, mais aussi le courtier, les réviseurs, ou tout autre participant à l'opération pourra être concerné. C'est là une solution qui revient à adopter la même attitude que celle retenue dans la loi pour le

(218) Id note 208, p 16 "contrat négocié"

(219) G. VINEY, La Responsabilité, Tome IV, Paris L.G.D.J, 1982, p. 235.

prospectus. En revanche, si l'on retient la notion de l'avant contrat, il sera plus difficile a priori d'engager la responsabilité des autres personnes que l'émetteur; en effet, la règle de l'effet relatif des contrats pourrait être invoquée par les défendeurs à l'action. Il faudrait alors engager une action parallèle en responsabilité délictuelle. Deux approches peuvent selon nous être dégagées en raison de la structure même de la L.V.M.Q. Cette loi est la seule au Canada à prévoir expressément des recours civils lorsque les exigences légales d'information du marché ne sont pas respectées (220). Jusqu'à la réforme de 1985 ces recours n'étaient applicables qu'aux cas d'émissions publiques. Cependant, la modification de l'article 221(2) a étendu le droit d'action de l'investisseur lésé, lorsque les documents comportant des informations fausses ou trompeuses, aux bénéficiaires du nouveau régime de la notice d'offre (221). Il faut remarquer de plus que la loi établit une distinction entre les recours pour absence de documents (222) et ceux pour information fausse (223). Dans le premier cas, seul l'émetteur ou le courtier peut être poursuivi alors que dans le second, toute personne ayant participé à l'information peut en fait être attaquée (224). On peut décider de cette structure de la responsabilité, donc la

(220) T. HADDEN, op. cit. supra note 3, p. 441.

(221) Article 66 s. du règlement.

(222) Article 214 L.V.M.Q.

(223) Article 217 s L.V.M.Q.

(224) L. LA ROCHELLE, et al., "Quebec's New Securities Act, One Year Later..", loc. cit. supra note 4, p. 216.

dualité de situation quant aux personnes susceptibles d'être poursuivies doit s'appliquer aux cas des placements privés. En effet, il est possible de dire, semble-t-il, que les dernières modifications législatives veulent intégrer plus ou moins le régime des placements privés aux règles s'appliquant à l'information sur le marché. Donc, un investisseur d'un placement privé pourrait poursuivre toute personne participant à l'information du placement si celle-ci est trompeuse, ou seulement l'émetteur et le courtier si elle est insuffisante. Une seconde approche consiste à dire que le placement privé est une exemption, également, au régime légal de responsabilité; on retombe alors dans le droit commun. La responsabilité mise en oeuvre à partir de la violation de l'obligation de renseignement a pour effet l'octroi de dommages et intérêts à la partie lésée, il ne saurait être question de rescision du contrat. Il en va différemment si l'on fonde son action sur un problème survenu lors de la formation du contrat. Cette seconde attitude nous paraît plus conforme à la conception traditionnelle du placement privé, exemption des exigences habituelles légales. C'est cette dispense qui, ne l'oublions pas, est un des traits essentiels du placement. Accepter des dérogations à cette idée de base, ce qu'il faut faire de toute façon avec l'exemption de l'article 56 du Règlement, dénature l'institution.

b - Information et formation du contrat

Les causes d'annulation de contrat en droit civil sont les vices du consentement erreur, violence, dol. En matière de mauvaise ou de non information, il semble que l'on pourrait essentiellement tenter une action sur la base de l'erreur et même du dol. La violence est difficilement imaginable dans le domaine qui nous intéresse, quant au dol, il paraît être envisageable dans le cas de la non information car en droit québécois la notion de réticence dolosive est peu à peu acceptée (225). Cependant, dans l'utilisation de la notion de dol, une difficulté peut surgir car c'est un concept qui suppose l'intention de tromper et non la simple négligence de la part de la partie faisant la manoeuvre dolosive (226); or dans un placement privé, cet élément n'existe que si la non information est l'expression d'une volonté délibérée d'induire en erreur.

On peut alors penser utiliser la notion d'erreur sur la considération principale telle qu'elle est admise par l'article 992 du Code civil. Par ce biais, une erreur sur la valeur non admise en principe par le droit civil peut sous certaines conditions constituer une cause de nullité (227). La défense d'erreur sur les qualités substantielles de l'objet ne saurait en effet être admise. Selon M Baudoin, ce serait en fait.

(225) id. note 207, p. 153. L. PERRET, id. Note 180, p. 549-550.

(226) P. LEGRAND, id. note 212, p. 253.

(227) M. TANCELIN, Des obligations, contrat et responsabilité, Montréal, Wilson & Lafleur, SOREJ, 1984, p. 60.

"...L'erreur sur le motif déterminant extériorisé. (228)"

D'après la jurisprudence, c'est le motif déterminant qui a poussé la partie à contracter. Cependant, les tribunaux exigent pour la reconnaître, soit la connaissance par le cocontractant de ce motif, soit en raison de circonstances particulières une présomption de cette connaissance, soit enfin l'inclusion de ce motif comme condition de ce contrat ou du moins son énonciation dans le contrat. Dans l'arrêt Bernard Laverdure c Les entreprises N. Dubois Limitée (229), la cour a retenu l'erreur sur la considération principale dans une espèce qui intéressait les relations courtier/client. Le courtier avait vendu des titres aux demandeurs qui étaient venus le trouver en leur assurant que ceux-ci seraient prochainement inscrits à la cote. Cela ne s'est jamais produit, et les titres se sont révélés être un mauvais placement. Les juges ont estimé que les acquéreurs avaient acheté sur la foi des assurances qui leur avaient été faites. Elle a donc accepté l'annulation du contrat pour erreur. Cet arrêt est intéressant car il traite d'un cas où les parties n'avaient pas de relation antérieure d'affaires; la confiance entre elles devait alors être assez limitée. On peut imaginer le cas dans un placement privé où l'acquéreur traite avec le courtier pour la première fois, ou avec l'émetteur du placement. On peut alors estimer que les informations qui lui sont fournies sont déterminantes pour prendre sa décision, celui qui

(228) Id. note 207, p. 102.

(229) Bernard Laverdure c Les Entreprises N. Dubois Ltée (1977) C.S. 1004.

fournit l'information en conscience, spécialement dans un cas aussi particulier qu'un placement privé, ou l'information légale n'est pas disponible, et où d'importants montants financiers sont en jeu. Dans cette hypothèse, la partie lésée aura peut-être moins de difficultés à soulever l'erreur sur la considération principale plutôt que d'invoquer une obligation de renseignement qui pourra être difficilement mise en oeuvre si la confiance qui peut être présumée dans le cas de relations antérieures ou d'affaires. Une limite nous semble cependant devoir être apportée à l'utilisation de l'erreur sur la considération principale: il paraît difficile de l'appliquer en cas de non information car cette erreur doit être un motif extériorisé; il semble que cela s'applique davantage dans le cas d'un manquement par action que par omission. C'est la mauvaise information qui est donc la plus susceptible d'être retenue. Dans le cas d'un défaut d'information, on se tournera plus volontiers, semble-t-il, vers le recours de la réticence dolosive, ou du manquement à l'obligation de renseignement.

2 - Les recours de Common Law

a. Le droit commun

Lorsque la transaction envisagée fait appel public à l'épargne, et qu'elle est soumise au prospectus, la section 126 de l'O.S.A, prévoit que la responsabilité civile d'un certain nombre de personnes sera présumée si ces dernières se sont rendues coupables de **misrepresentation** dans le document fourni au public. Le terme est défini dans la section 1(1)24 comme étant:

- i. an untrue statement of material fact or,
- ii. an omission to state a material fact that required to be stated or that is necessary to make a statement not misleading in the light of the circumstances in which it was made."

Le plaignant aura le choix entre un droit d'action pour dommages, ou un droit de rescision. Le défendeur pourra lui opposer la connaissance de la **misrepresentation**, et dans certains cas limités, l'absence d'intention frauduleuse et la preuve de la diligence suffisante dans l'établissement des documents-(230).

Dans le cas d'un placement privé, ces recours ne sont pas utilisables. Les plaignants devront, comme en droit civil, utiliser les solutions de droit commun. En ce qui concerne la responsabilité civile, on pourra fonder une action soit sur la notion de **deceit**; elle ouvrira alors droit à des dommages. Il sera aussi possible de baser son action sur une **misrepresentation** ce qui permet, outre l'allocation de dommages, de demander la rescision du contrat (231). Le problème qui se pose alors est de savoir si la défense de **due diligence**, c'est-à-dire de diligence suffisante s'applique pour limiter l'utilisation de la **misrepresentation**.

(230) Section 126(2) et (3) de l'O.S.A.

(231) S.M. WADDAMS, The Law of Contracts, 2nd ed., Toronto, Canada Law Book Ltd., 1984, p. 315.

Certains auteurs estiment que cette obligation de diligence a toute sa place en matière de placement privé, car il s'agit selon eux d'un concept clé en droit des valeurs mobilières, même s'il n'est pas toujours expressément mentionné (232). Il semble donc que pour cette partie de la doctrine, les lois de valeurs mobilières, soient influencées par l'idée que les parties font les efforts suffisants pour une bonne information générale à l'occasion des placements, mais que l'on doit tenir compte aussi du caractère particulier des intervenants. En accédant au marché financier, ceux-ci ne sont pas dans la position du consommateur courant; ils savent d'eux-même qu'en raison de la nature des opérations, ils prennent un certain risque, ils ne peuvent demander à leur courtier de leur être redevable pour toute l'information ou les conseils fournis.

La jurisprudence concernant la **negligent misrepresentation** semble intéressante à appliquer dans le cadre d'un placement privé bien que certains auteurs n'y soient pas très favorables (233). L'arrêt Hedley Byrne & Co. v. Heller Partners Ltd (234) a accepté une poursuite en dommages lorsqu'une information négligente a été fournie, que le plaignant a pris en

(232) Id. note 200, p. 261. D.W. DRINKWATER et al., op. cit. supra, note 31, p. 110.

(233) D.W. DRINKWATER et al., id. p. 107.

(234) (1964) A.C. 465

compte cette information défectueuse pour prendre sa décision (concept de la **reliance**), et qu'il existait entre les parties une relation de confiance à l'époque où le renseignement a été donné (235). Cet arrêt a donc reconnu la validité d'une action en réparation relevant du domaine de la responsabilité délictuelle de la Common Law, **torts**, pour une fausse information de nature contractuelle (236). La principale difficulté dans le cas des placements privés sera de définir la notion de relation de confiance afin de décider si l'émetteur ou le courtier peuvent voir leur responsabilité mise en jeu sur cette base. Néanmoins, il paraît possible de dire que cette action sera vraisemblablement surtout utilisable contre un courtier qui place les titres auprès de ses clients; on peut penser que ce ne sera pas le cas si l'émetteur traite directement avec l'investisseur. On peut alors penser qu'il sera simplement tenu par une relation d'affaires impliquant normalement certes un certain degré de confiance mais d'intensité moindre que dans le cas précédent. En revanche, dans les cas où l'investisseur est contacté directement par le courtier, cela arrive parfois lorsque celui cherche à monter un financement par un client, s'il n'y a pas entre eux de relations d'affaire antérieures, on peut estimer que la relation de confiance sera bien mince. De toute façon, ce sera essentiellement une question d'espèce (237).

(235) Id. note 231, p. 259.

(236) Id., p. 258.

(237) Dans un cas de vente à construire d'une maison, la Cour a retenu l'existence d'un **quasi-fiduciary duty**, Ontario Ltd. v. Bogo Jevski, (1984) 46 O.R. (2d) 161, 168.

Un problème pourrait se poser dans le cas de non fourniture de l'information nécessaire à la décision d'investissement. La question est de savoir si cela constitue une **misrepresentation**. Selon le droit commun, en principe, le simple silence n'est pas condamnable (238); il a été reconnu aussi que des révélations incomplètes pouvaient être aussi dommageables qu'une information fausse. Elles sont alors été traitées comme des **misrepresentations** (239). Pour retenir la responsabilité en cas de totale non information, il sera préférable de prouver une relation de confiance entre les parties. Là encore, un investisseur de placement privé ne pouvant se prévaloir d'une telle relation, risque fort d'avoir des difficultés à mettre en jeu la responsabilité de la compagnie ou de son agent; il se verra très certainement opposer sa sophistication. On constate donc une inégalité de traitement au niveau des recours en responsabilité qui peut se produire dans les cas d'investissements privés, entre les différents types d'acquéreurs. A cet égard, la solution de l'O.S.A. reconnaissant une certaine valeur au contenu de la notice d'offre est intéressante. Il est également concevable d'utiliser la fiction légale du **collateral contract** pour donner un droit d'action à la partie lésée (240). Celui qui fait la **misrepresentation**

(238) Id. note 235, p. 262.

(239) Voir par exemple Link v. Schaible (1961) 27 D.L.R. (2d) 461, B.C. Ct of Appeal. —

(240) Id. note 231, p. 320.

garantit la véracité de ses dires. En retour, l'autre partie s'engage dans le contrat principal (241).

b - La politique de l'O.S.C. envers le contenu de la notice d'offre

En principe, comme nous l'avons vu précédemment, le contenu du mémoire d'offre n'est pas réglementé au Canada, mais fait l'objet d'un certain nombre de dispositions aux Etats-Unis (242). Or, il est remarquable que aux Etats-Unis il n'est pas fait référence à des dispositions concernant la responsabilité pour l'information donnée. La discrétion de la S.E.C. est plus surprenante; elle peut être due au sentiment qu'il existe suffisamment de dispositions réglementaires dans le domaine de la fraude (243), lesquelles sont les plus souvent d'application générale, pour prévenir ou condamner les cas d'abus les plus flagrants. En revanche, l'Ontario a, dans certains cas limités, adopté des dispositions destinées à étendre la responsabilité du donneur d'information. La différence avec le Québec dans ce domaine est que la loi d'Ontario exige la mention d'un droit contractuel d'action, alors que la loi québécoise donne directement ce droit par dispositions légales.

(241) Heilbut, Simons & Co. v. Buckleton (1913) A.G. 30 (H.L.)

(242) J. HALPERIN, op. cit. supra note 39, p. 166.

(243) L'utilisation de la fameuse Rule 10b-5 peut notamment être envisagée.

Selon la Police 6-1 (244), un droit contractuel d'action en cas de **misrepresentation** doit être mentionné dans la notice d'offre s'il s'agit d'un placement privé de plus de 97,000\$ (245) ou d'un placement de valeurs relevant de la section 14(g) du règlement. Le principe de ce droit est posé par la section 21 du règlement mais son application est précisée par la police sus-mentionnée. En effet, avec l'élargissement de l'exemption de la section 71(d) aux individus, l'O.S.C. avait craint que la nouvelle exemption:

"...might be relied upon to facilitate the sale of securities of doubtful merit as to which it is undesirable to abandon completely the protection of the prospectus filling requirements and related rules." (246)

En fait, il semble bien que l'utilisation de la publicité pour placer les titres requalifie en quelque sorte l'opération; on cherche alors à protéger les investisseurs qui sont perçus comme un genre de public du placement privé. Le droit doit être exercé 90 jours après la date initiale du paiement, et seul l'émetteur peut être mis en cause. Ce champ d'application très limité de l'action est sans doute dû au fait que le législateur intervenant dans un domaine normalement exempté; il aurait donc été difficile de justifier le maintien d'une exemption si, sur un point aussi important que la responsabilité, la Commission avait édicté un régime proche du droit commun, ou de la loi. Certains auteurs ont dit qu'il fallait voir cette

(244) O.S.C. Policy 6-1.

(245) Section 71(1)(d).

(246) O.S.C. Weekly Summary, March 30, 1979, Supp. X-1, p. 1.

disposition comme une tentative de donner à l'investisseur un remède contre la **misrepresentation** car, même un investisseur sophistiqué peut se fourvoyer et il peut avoir des difficultés à prouver qu'il a compté sur les mauvaises informations données pour prendre sa décision (247). D'après la section 21(1)(a) du règlement, ce droit contractuel d'action en dommages ou rescision doit raisonnablement correspondre au droit d'action d'origine légale qui résulte de la section 126 de l'O.S.A. Bien que ces deux droits soient très proches, ils sont de nature différente: c'est pourquoi on demande à ce qu'il soient similaires et non semblables (248). L'inclusion du droit d'action dans le mémoire d'offre a pour effet de qualifier celui-ci comme tel. La seule défense pour l'émetteur est de prouver que l'acheteur a contracté en connaissant la fausseté ou l'insuffisance de l'information fournie (249).

c - Les autres recours légaux

Le législateur ontarien a prévu un certain nombre de dispositions pour sanctionner la mauvaise information. On doit cependant souligner leur manque de précision quand on les compare avec celles du Québec (250). La

(247) R. SORELL, "Offering Memoranda Under the O.S.A. 1978", (1980) 4 Can. Bus. L.J., p. 471.

(248) Selon la section 21(1)(a)(iii) ce droit: "reasonably corresponds to the rights provided in section 16 of the Act, applicable to a prospectus...".

(249) *Id.* note 233, p. 94.

(250) T. HADDEN, *et al.*, *id.* note 3, p. 440.

partie XII de l'O.S.A. traite du commerce de valeurs mobilières en général; dans la mesure où selon la section 1(42)(v) ce commerce ou **trade** peut se caractériser par toute sollicitation publicité, démarche ou négociation pour vendre ou disposer d'une valeur mobilière, on peut penser que le mémoire d'offre fait partie de la négociation. Ainsi la section 37 peut s'appliquer visant à indiquer que les titres vendus seront rachetés ou revendus par le vendeur originel (251). Il est également interdit de donner aucune assurance quant à la valeur future du titre (252), ni quant à son inscription à venir sur un marché officiel (253). Il est important de souligner que ces interdictions visent aussi bien les engagements écrits qu'oraux. C'est très largement la période de négociation, c'est-à-dire la période pré-contractuelle qui est visée. Cependant cette disposition a un effet limité pour les placements privés; en effet, selon le paragraphe 3 de la section, ces règles ne s'appliqueront pas pour un engagement donné par écrit pour une opération dont le c t global d'acquisition est supérieur à 50,000\$ (254). On peut considérer que là encore le législateur a pris en compte un élément de sophistication basé sur la valeur de l'investissement. Il faut remarquer qu'en raison de la limite fixée, les investissements relevant de la section

(251) Section 37(1).

(252) Section 37(2).

(253) Section 47(3).

(254) Il y a des dispositions similaires dans l'article 199 L.V.M.Q.

71(d) sont exclus de la protection de la section 37. Or, dans la mesure où les dispositions de la police 6-1 imposent un droit d'action en rescision ou dommage pour toute **misrepresentation**, on voit qu'en fait l'imposition de ce droit prend le relais des dispositions de la section 37; la seule différence est que, dans ce dernier cas, il n'y a pas une limite pour la période d'exercice du recours. De plus en raison de la différence du montant global entre les deux dispositions, les investisseurs privés faisant par exemple un placement de 70,000\$ sont laissés sans autre recours que le droit commun. Ce résultat est assez choquant. Il serait alors bon soit de généraliser l'application de la section 37, soit de porter la limite du paragraphe (4) au même montant que celui de la section 71(d).

3 - Limitation de responsabilité

Le problème peut être vu de deux façons; il s'agit de savoir si les parties peuvent déroger expressément aux dispositions de la loi lorsque celles-ci existent. Il est utile aussi de s'interroger sur la valeur de certaines déclarations faites par les acheteurs lors de l'acquisition, afin de voir si par la suite l'émetteur peut leur opposer une sophistication qu'ils ont eux-même reconnus.

* Dispositions pénales

En ce qui concerne en premier lieu les dispositions pénales, telles qu'elles résultent de l'article 197 de la loi québécoise, il semble difficile pour ne pas dire impossible d'y déroger, le droit pénal en effet est d'application impérative car il est inspiré par l'idée d'ordre public.

* Clauses d'exclusions ou de limitation de responsabilité.

Hors des dispositions de la loi, il est possible de s'interroger sur la valeur des clauses d'exclusion ou limitation de responsabilité pour les informations données à l'occasion du placement privé. Ces clauses ne peuvent jouer que pour des informations données par écrit, c'est-à-dire la plupart du temps dans la notice d'offre. En droit commun, qu'il s'agisse de droit civil ou de Common Law, on peut dire de façon très générale que rien ne s'oppose à ce que les parties décident de leur propre chef d'organiser elles-mêmes le régime de leur responsabilité, c'est l'application du principe du consensualisme (255) Cependant le développement du droit tend à une limitation de ce principe, c'est ce que les auteurs civilistes appellent l'évolution vers un droit objectif, c'est-à-dire considéré en fonction des besoins sociaux et non des seuls intérêts des individus. Cela se traduit en matière de clauses exonératoires de responsabilité par une limitation

(255) Id. note 212, p. 251.

importante de leur validité tant par l'action du juge que du législateur. Mais le fondement de cette limitation est la plupart du temps dû au désir de protéger une partie plus faible comme par exemple un consommateur. Or, dans le cas des placements privés, l'émetteur n'est pas toujours la partie la plus avantagée. De même, le courtier intermédiaire voudra se dégager parfois de sa responsabilité pour une information donnée sur la foi des déclarations de l'émetteur. Rien n'empêche de telles dispositions a priori; en fait il semble que ces clauses soient relativement courantes dans les transactions internationales, comme par exemple en matière de prêts syndiqués bancaires (257). Il est très probable que si une telle question venait à se poser les tribunaux seraient amenés à prendre en considération des éléments comme la nature des relations entre les parties, le degré de confiance qui en résulte, l'étendue de l'exclusion ou de la limitation de responsabilité. Ainsi, dans le cas du courtier intermédiaire, il y aurait possibilité pour lui de se décharger d'une responsabilité pour mauvaise information ou information insuffisante, en se prévalant du contrat de mandat (ou agent pour la Common Law) qui le lie avec l'émetteur. Au regard des règles du droit civil, il faudra cependant que la représentation soit parfaite pour que sa responsabilité soit écartée. En tout état de cause, la fraude ou l'intention de nuire ne pourront bénéficier d'une exemption même

(256) Id. note 227, p. 2

(257) Id. note 231, p. 260.

partielle de responsabilité (258). Cependant, une partie de la doctrine adopte une attitude restrictive vis-à-vis de l'interprétation du placement privé (259) Elle estime en effet que lorsqu'un tel placement soumis aux exigences de la notice d'offre déroge aux conditions posées, l'exemption n'est plus susceptible de jouer. En effet, la conception canadienne des dispenses est basée sur une série de critères précis qui doivent être respectés. Ce raisonnement nous semble devoir totalement s'appliquer. Il faut remarquer cependant qu'il ne concerne que les cas de placements privés avec notice d'offre. Cela met encore l'accent sur le caractère exceptionnel de ce régime particulier de placement, à l'intérieur de la catégorie des placements privés. La possibilité de déroger au droit d'action qui doit être inclus dans le mémoire d'offre selon la section 21 des règlements d'Ontario est plus discutable; d'un côté, il s'agit d'une disposition de nature réglementaire, donc en principe s'imposant aux parties. Cependant, selon les termes même du texte, ce droit est de nature contractuelle; en conséquence, on peut émettre l'hypothèse selon laquelle les parties sont tenues de mentionner le droit dans le document d'offre, mais il leur est possible d'aménager les modalités d'application. Sinon, on ne voit pas très bien en quoi consisterait un droit de nature contractuelle, il serait en fait tout à fait légal. En ce qui concerne les dispositions de l'article 221 L.V.M.Q., leur nature strictement légale nous semble interdire une dérogation

(258) P-A. CREPEAU, "Des régimes contractuels et délictuels de responsabilité civile en droit civil canadien" (1962) 22 R. du B., p. 517.

(259) L. LAROCHELLE, et al., loc cit. supra note 4, p. 216.

* Valeur des déclarations d'intention

On peut s'interroger également sur la valeur des déclarations d'intention (260) faites par les acquéreurs au sujet de leur sophistication. Cette pratique s'est d'abord développée aux Etats-Unis où, en raison de la difficulté d'application des critères de sophistication et d'accès à l'information, on a pris l'habitude de faire signer aux investisseurs des engagements relatifs à leur connaissance dans le domaine de l'investissement. La jurisprudence à la fois au Canada et aux Etats-Unis refuse de leur reconnaître une quelconque valeur pour accepter la qualification d'investisseur sophistiqué. En fait, les arrêts en la matière refusent à l'émetteur le droit de se réclamer de ces déclarations pour engager la responsabilité des investisseurs du fait de fausses déclarations sur leurs qualités. Dans ces cas, l'émetteur voulait utiliser la lettre d'intention comme une décharge de responsabilité quand il était poursuivie par l'acquéreur. Dans l'arrêt Anastasi (261), la compagnie a compté sur les déclarations des investisseurs pour se conformer à l'exigence du

(260) Il s'agira très souvent de questionnaires envoyés par l'émetteur à ses investisseurs, voir par exemple le modèle proposé dans J.R. SORAGHAN, "Private Offerings: Determining Access, Investment, Sophistication, and Ability to Bear Economic Risk", 8 Sec Reg. LJ, p. 41.

(261) Anastasi vs. American Petroleum Inc., District Ct, District of Colorado, Feb. 7, 1984, CCH Fed. Sec. L Rep., Transfer Binder 1983-84, Decisions, § 99711.

reasonable belief de l'ancienne Règle 146 (162). Il a ensuite poursuivi les acheteurs en contribution pour le dommage souffert par lui pour la perte du statut de placement privé. Son action a été repoussée au motif que si l'enquête avait été suffisante, il n'aurait pas été induit en erreur. En fait dans ce cas, la limitation de responsabilité qui a priori devrait favoriser l'émetteur a bénéficié aux investisseurs. La même attitude a été retenue au Canada dans l'arrêt Buck River Resources Ltd (263). Il a été décidé que le principe des dispositions réglementaires en la matière était de protéger l'investisseur non averti. La cour a décidé que c'était le cas en l'espèce, et qu'il fallait laisser la commission libre de juger de la valeur des déclarations des investisseurs. Une solution plus souple a été adoptée par le Code de l'A.L.I. dans son article 242(b)(8), il reconnaît la validité des engagements écrits des investisseurs à condition que l'émetteur soit de bonne foi. C'est là une position bien éloignée de celle retenue dans l'arrêt Anastasi. En fait, il semble bien que les engagements relatifs à la sophistication des acquéreurs ne constituent des limitations de responsabilité qu'à l'égard de ces derniers, ils sont interprétés en leur faveur.

(262) 39 Fed. Reg. 15261

(263) Regina v. Buck River Resources Ltd., Alta. Prov.Ct., (1984). 25 Bus. L.R. 209.

* Le contrat de l'article 47 de la L.V.M.Q.

On peut se demander aussi quelle est la valeur en matière de responsabilité du contrat passé en vertu de l'article 47 de la L.V.M.Q. (ou également de l'article 48) qui indique que les investisseurs ont connaissance des divers aspects de la transaction et sont conscients des risques qu'ils prennent. En effet, ce document n'est pas seulement formé sur une base volontaire; il est le résultat d'une exigence légale et est qualifié de contrat, pas seulement de déclaration d'intention. On peut dire tout d'abord que puisque cette exigence a été posée au départ pour protéger une catégorie d'investisseurs de placements privés qui avaient subi quelques abus, il serait normal de ne pas interpréter ce contrat en leur défaveur en limitant les recours qu'ils pourraient avoir contre l'émetteur. Mais, il est aussi possible de dire que l'exigence légale donne une solennité particulière au document et donc que son signataire en sera particulièrement conscient. De plus, ayant une nature contractuelle expressément reconnue, il engage complètement l'acquéreur. C'est l'application du principe de la force obligatoire des contrats, renforcé par la volonté légale.

Section 2 - Les prévisions financières

Une catégorie particulière d'informations présente selon nous un intérêt dans le cadre de la réglementation des placements privés: les prévisions financières. Un débat existe actuellement en doctrine sur l'opportunité de la réglementation de l'information financière telle qu'elle est exigée par les divers états au nom de la protection du public. De plus en plus, cet argument, fondement du droit des valeurs mobilières, est remis en cause (264). En effet, on s'aperçoit que le soi-disant destinataire de l'information, le public, ne s'intéresse que très peu aux diverses publications. Il s'en remet aux conseils des analystes financiers qui traitent et interprètent l'information. Dans cette hypothèse, il semble que pour des professionnels des questions de l'investissement, la différence se fasse non seulement sur la qualité de l'information fournie, mais surtout sur une information plus raffinée telle les prévisions financières. Ces dernières combleraient un manque qui existe chez l'investisseur averti (265). Les avis sont très partagés sur la question de la publication de ce que l'on appelle la **soft information**. A l'enthousiasme de certains s'oppose les

(264) H. KRIPKE, "The Myth of the Informed Layman", (1973) 28 Bus. Lawyer, p. 637 et A F CONARD, op. cit. supra note 55, p. 282.

(265) D.H. DURRY, Les prévisions de résultat: principes et modalités d'application, Société des comptables en management du Canada, 1982, p. 2.

réticences de la pratique (266). Divers arguments sont avancés: Il est certain que les prévisions financières ne sont pas l'idéal en matière d'information, elles n'évitent pas à l'utilisateur de prendre des risques injustifiés. C'est essentiellement un problème de responsabilité pour l'information fournie qui les fait hésiter (267). Les praticiens en Amérique du Nord soutiennent aussi que le manque d'habitude dans ce domaine rend la publication de tels documents difficile à réglementer.

Il est intéressant de noter dans ce domaine la différence avec la Grande-Bretagne où la publication des prévisions financières est de pratique courante (268). Depuis les années soixante, les experts comptables anglais publient les prévisions financières des sociétés. Aucun document particulier n'est requis par la réglementation; le contenu est assez condensé et traite en général des bénéfices nets, parfois des bénéfices et ventes avant impôt, et rarement des bénéfices et ventes ventilés par produit. L'hypothèse de base servant de fondement à la prévision est obligatoirement donnée. Les comptables ont la responsabilité exclusive de l'information qu'ils ont révisée. Le consensus est tout à fait favorable à cette pratique; il faut noter que le système fonctionne bien, mais cela est dû aux caractéris-

(266) Id. p. 24.

(267) Ibid.

(268) Id. p. 18-19.

tiques propres de ce marché: la période des prévisions est très courte (269), en général inférieure à six mois, ce qui permet une exactitude intéressante; de plus le système dans son ensemble a une éthique assez grande pour inciter les intervenants à ne publier que des informations relativement sûres. D'ailleurs, il est intéressant de remarquer que les banques d'affaires qui traitent habituellement avec l'entreprises sont étroitement associées à la préparation des prévisions, ce qui augmente encore leur fiabilité.

En Amérique du Nord, la réticence est plus nette. Aux Etats-Unis, la S.E.C. avait fait une proposition de réglementation des prévisions financières dès 1975 (270), mais les milieux financiers avaient marqué une telle opposition qu'elle a finalement retiré son projet. Il visait à établir un système élaboré pour les compagnies décidant de rendre publiques leurs prévisions. La principale critique adressée à ces suggestions venait du caractère trop réglementé qu'aurait eu le système menant, selon la pratique, à une plus grande difficulté de communication entre des compagnies devenues réticentes et la communauté financière. Ce projet n'a finalement abouti qu'à une réglementation limitée et à des règles refuges fournies dans

(269) Il faut noter que c'est un élément important dans l'exactitude des prévisions, voir T.J. FIFLIS, H. KRIPKE, Accounting for Business Lawyers, 2nd ed., St. Paul, Minnesota, West Publishing Co., 1977, p. 504 s.

(270) Release 33-5581 (April 28, 1975) et en jurisprudence, l'arrêt Beecher v. Able 374 F. Supp. 341, US District Ct, N.Y., 1974 avait dit que les prévisions dans le prospectus n'étaient pas illégales mais il fallait qu'elles soient faites sur une base raisonnable, c'est-à-dire basée sur des faits dont un investisseur prudent considérerait la réalisation probable.

les dispositions des règles 175 (271) pour les cas relevant du Securities Act de 1933 et la règle 3-b6 (272) pour les situations concernées par le **Securities Exchange Act** de 1934. La révision comptable de ces prévisions n'est pas exigée; en revanche lorsqu'elle a lieu, certaines révélations doivent être faites, concernant notamment les relations de la compagnie avec l'expert. Aucune disposition n'est prévue non plus quant à la durée de couverture des prévisions (273). En fait, la principale exigence est celle de la bonne foi qui doit caractériser la révélation de ces informations. Les règles refuges sont d'ailleurs là pour fournir la protection de la loi aux prévisions faites à partir d'hypothèses raisonnables et de bonne foi. Il faut noter que seules sont protégées les compagnies qui sont des **reporting issuers**, c'est-à-dire des émetteurs assujettis du **Securities Exchange Act**. Sont aussi concernées les compagnies non assujetties mais qui auront rempli des formulaires d'enregistrement imposés par le **Securities Act**. A priori donc, les prévisions financières figurant dans des documents d'offre de placements privés ne sont pas couvertes par les règles refuges. Mais, d'après certains auteurs, il semblerait que la S.E.C. soit prête à étendre l'application des règles aux placements privés (274).

(271) 17 C.F.R. 230.175.

(272) 17 C.F.R. 240.3b-6.

(273) J. HALPERIN, op. cit. supra note 39, p. 254.

(274) Id. p. 255.

L'évolution au Canada a suivi la même voie qu'aux Etats-Unis. Après avoir refusé la reconnaissance des prévisions financières, les commissions de valeurs mobilières ont fini par admettre récemment leur publication mais selon certaines exigences. En Ontario, c'est la police 5-8 qui envisage le problème des **financial forecasts**. Au Québec, il s'agit de l'instruction générale Q-11. Comme aux Etats-Unis, les prévisions financières ne sont réglementées que dans le cas de publications légales; au Canada il s'agira du prospectus essentiellement mais aussi de la publication des documents relatif au statut de l'émetteur assujetti. Dans les deux provinces la publication des prévisions est facultative, mais l'Ontario souligne que, lorsqu'elle a lieu, elle doit consister en une révélation totale et complète des prévisions. Par cette disposition, il semble que l'O.S.C. veuille éviter une publication sélective des prévisions seulement favorables à l'image de l'entreprise; on peut se demander comment la Commission définit l'ensemble de la documentation à publier; notamment si elle inclut tout type de prévisions. Il semble que l'on puisse tirer de la lecture de l'instruction générale la conclusion que ne sont concernées que les prévisions présentant les caractères suivants: elles doivent être fondées sur des bases raisonnables, et faites de bonne foi; elles doivent être régulièrement révisées et tout changement matériel doit être porté à la connaissance du public. Elles doivent également compter une estimation des revenus

(**earnings**) ou d'une étendue de revenus (**range of earnings**). Le Québec a adopté des dispositions similaires mettant aussi l'accent sur la révision comptable, et la notification dans tout changement. Il n'a plus inclus de dispositions concernant le contenu des prévisions, mais en revanche insiste sur la concordance avec les publications ultérieures des résultats lorsqu'ils sont connus. Tout écart trop important doit être expliqué

En ce qui concerne l'application de ces dispositions aux placements privés, la même attitude peut être adoptée à première vue que pour les États-Unis; les dispositions concernent des cas de placements publics. Donc a priori il devrait être possible de ne pas être tenu par elles et de donner les informations que l'on veut. Mais il semblerait qu'il faille adopter une position plus restrictive, bien qu'aucune indication n'ait été donnée à ce sujet par les Commissions. Mais, il faut mettre à part le cas de la notice d'offre à fournir dans le cas de placement de valeurs refuge: selon la rubrique 17 de l'instruction générale Q-16, lorsque des prévisions financières sont fournies, elles doivent être conformes aux instructions générales de la commission; c'est-à-dire aux indications de l'instruction Q-11. Deux éléments nous semblent pouvoir venir limiter la liberté apparente de la divulgation de prévisions financières dans le placement.

En premier lieu, une question de responsabilité va faire hésiter les participants au placement à donner tout type de prévisions (275). Si le

(275) En effet, en droit civil notamment, le donneur d'information pourra se retrouver poursuivi sur le plan de la faute délictuelle (Art. 1053 Code civil).

respect des critères fixés par les commissions ne fournit pas comme aux Etats-Unis de règle refuge, on peut cependant dire qu'en cas de litige, cela fournit une sorte de présomption de bonne foi à l'émetteur ou au courtier, qui peuvent le décharger d'une obligation de renseignement, obligation de moyens au regard du droit civil, ou lui permettre d'invoquer l'innocent misrepresentation et la défense de la bonne foi en Common Law. De plus, dans un cas où l'information est donnée par le biais d'une notice d'offre de type ontarien, il faut noter que l'information prévisionnelle fournie dans le mémoire fera éventuellement l'objet d'un recours sur la base du droit d'action donné par le document. Quoiqu'il en soit, l'émetteur aura toujours intérêt à prévenir le lecteur du caractère particulier des prévisions financières, et à limiter sa responsabilité en les accompagnant de réserves quant à leur exactitude. Cela pourra prendre la forme d'une mise en garde rédigée par exemple dans les termes suivants:

"Bien que la compagnie considère les chiffres donnés comme raisonnables, leur réalisation n'est pas garantie; les résultats peuvent être sujets à variation."

respect des critères fixés par les commissions ne fournit pas comme aux Etats-Unis de règle refuge, on peut cependant dire qu'en cas de litige, cela fournit une sorte de présomption de bonne foi à l'émetteur ou au courtier, qui peuvent le décharger d'une obligation de renseignement, obligation de moyens au regard du droit civil, ou lui permettre d'invoquer l'**innocent misrepresentation** et la défense de la bonne foi en Common Law. De plus, dans un cas où l'information est donnée par le biais d'une notice d'offre de type ontarien, il faut noter que l'information prévisionnelle fournie dans le mémoire fera éventuellement l'objet d'un recours sur la base du droit d'action donné par le document. Quoiqu'il en soit, l'émetteur aura toujours intérêt à prévenir le lecteur du caractère particulier des prévisions financières, et à limiter sa responsabilité en les accompagnant de réserves quant à leur exactitude. Cela pourra prendre la forme d'une mise en garde rédigée par exemple dans les termes suivants:

"Bien que la compagnie considère les chiffres donnés comme raisonnables, leur réalisation n'est pas garantie; les résultats peuvent être sujets à variation."

Il nous semble qu'en associant une telle clause dans le document d'offre avec le respect des dispositions réglementaires des commissions en la matière, la compagnie se mettra à l'abri d'éventuels recours. En effet, elle pourrait alors en toute bonne foi invoquer la sophistication des investisseurs pour soutenir qu'ils ont eu les renseignements nécessaires eu égard à leur position, pour établir une bonne décision d'investissement.

Le second risque qui nous paraît possible est celui de la divulgation d'informations privilégiées (276). En effet, on peut émettre l'hypothèse selon laquelle en raison de la nature particulière du placement et du pouvoir des investisseurs ainsi que de leurs relations avec l'émetteur, ils peuvent bénéficier par le biais des prévisions financières d'informations qui ne sont pas à la disposition du public. Les prévisions pourraient en effet toucher des révélations concernant la politique commerciale de l'entreprise, information qui peut ne pas être ouvertement révélée dans un souci de ne pas favoriser la concurrence (277). Il faudra donc veiller à ce que l'information donnée dans les prévisions financières soit disponible pour le public. Les praticiens ne semblent pas considérer ce risque comme trop sérieux; le

(276) Voir, par exemple, les dispositions des articles 226 et suivants de la L.V.M.Q.

(277) Art 79 L.V.M.Q. et section 75 O.S.A. définissent les initiés à l'égard d'un émetteur assujéti

principal argument avancé est celui de l'éthique des milieux intervenants accentuée, il est vrai, par la crainte de la mise en jeu de la responsabilité du fournisseur de l'information

On peut s'interroger sur l'opportunité d'une réglementation des prévisions financières dans le cadre des placements privés; ou plus exactement, sur l'opportunité de la mise en place de règles refuges comme celles qui existent aux Etats-Unis pour les publications dans le cadre d'un prospectus. Un premier argument pourrait consister à soutenir qu'il faut suivre la tendance canadienne dans le domaine des placements privés qui est de laisser aux intervenants une assez grande liberté, et donc de s'en remettre au droit commun pour régler d'éventuels problèmes. Mais il serait aussi possible de dire qu'une réglementation de ce point en matière de placement privé pourrait servir de test aux Commission; en effet, les prévisions financières sont habituellement considérées comme de l'information sophistiquée à utiliser avec prudence. Cependant, nous l'avons vu, la communauté financière est favorable en principe à son utilisation mais est arrêtée par les considérations de responsabilité. Or, en raison de la sophistication des investisseurs, il pourrait être intéressant de tenter de mettre en place des dispositions concernant cette responsabilité, cette dernière pouvant être allégée en raison de la qualité des intervenants.

Chapitre 3 les reventes

L'exemption légale des placements privés telles que nous l'avons étudiée s'applique sans aucun doute aux premiers placements de titres. Le problème se pose de savoir quel sera le régime de ces titres exemptés lorsqu'ils seront revendus à d'autres investisseurs.

On peut en effet se demander si l'exemption suit le titre ou si au contraire l'octroi légal de la dispense étant par nature une mesure extraordinaire dérogeant du droit commun de l'information, les opérations ultérieures sur le titre exempté devraient être soumises au régime habituel.

En ce qui concerne le marketing financier du placement, c'est là un point à ne pas négliger. En effet, un investisseur de valeurs mobilières est très souvent soucieux de la liquidité de son placement à plus ou moins long terme. S'il acquiert des titres qu'il ne pourra librement négocier à raison de restrictions légales et réglementaires, il pourra s'interroger sur l'opportunité de l'investissement. En revanche, les autorités boursières peuvent s'inquiéter des risques d'abus qu'entraînent la libération complète de la revente de titres exemptés. Elles ont voulu éviter l'utilisation de l'exemption des placements prévus comme point de départ de la distribution de valeurs mobilières au public en dehors de la réglementation sur l'enregistrement ou le prospectus. Certains refusaient de reconnaître cependant la validité d'une telle menace (278)

(278) J.M. ROBINSON, éd. Comparative Survey of Securities Laws, New York, International Bar Association, 1980, p. 43.

Deux attitudes ont donc été adoptées au Canada et aux États-Unis. La première, qui est aussi la plus ancienne, consiste à continuer d'accorder l'exemption lorsque la revente n'est pas faite au public. L'analyse est alors centrée sur la notion d'offre au public. Mais, à la différence des critères adoptés pour la transaction originaire, tels que nous les avons étudiés précédemment, le critère déterminant doit être rattaché aux motifs du premier investisseur. Ce dernier doit prouver qu'il avait l'intention d'investir et qu'il n'avait pas en vue la revente spéculative des titres lorsqu'il a bénéficié de l'exemption. Le problème était alors de déterminer cette intention (279). La deuxième solution d'adoption plus récente, résulte des difficultés d'interprétation qui se sont posées dans les deux pays pour apprécier cette intention d'investir. Un certain nombre de situations précises ont été définies selon des critères objectifs, permettant alors d'accorder l'exemption de prospectus de façon limitative et interdisant, au moins au Canada, le recours à la dispense dans les autres cas.

Section 1 - Octroi de la dispense. étude de la solution traditionnelle fondée sur l'intention d'investir "**investment intent**"

Outre l'exemption de base fournie pour les offres privées par la section 4(2) du **Securities Act** de 1933, une autre possibilité existe avec la section 4(1) qui fournit des exemptions basées sur l'intention d'investir de

(279) G.L. WOOD, "The Investment Dilemma in Secondary Transactions" (1964), 39 N.Y. Un. L.R., p. 1046.

l'acquéreur. Elle est disponible pour tout acheteur autre qu'un émetteur, un courtier ou un preneur ferme. Cette section doit être lue en parallèle avec la section 2(11) qui définit le preneur ferme ou **underwriter**. C'est une personne qui achète des titres dans le but de les revendre. Le problème est alors de déterminer si l'acquéreur prend les valeurs mobilières dans le but de les détenir comme instrument spéculatif et donc éventuellement de les revendre (280), ou s'il veut en faire un investissement personnel et donc en cas de revente pourra bénéficier de l'exemption de la section 4(1) (281). L'emphase est donc mise dans le **Securities Act** sur l'intention originelle de la bonne foi de l'acheteur; le public n'a pas souffert lors de la première opération, il ne saurait non plus le faire pour la deuxième, c'est-à-dire la revente. Cette argumentation visant à prouver que le public est protégé en fait par la nature de l'opération première nous semble assez spécieux, c'est peut être la raison pour laquelle les tribunaux ont adopté une attitude très restrictive pour déterminer les cas où l'investisseur avait bien cette intention d'investir.

Au Canada, le problème s'est surtout posé dans la législation antérieure à celle que nous connaissons maintenant. Ainsi, l'**Ontario Securities Act**

(280) Id. p 1045.

(281) N.N. ANTAKI, loc. cit. supra note 108, p. 729.

de 1966 s'intéressait essentiellement aux marchés primaires. Il accordait peu d'attention à l'origine au problème des reventes de titres exemptés. Le principe de base était que la revente était libre de toute obligation de fournir et de publier l'information dans la mesure où elle n'était pas faite au public (282). Selon les termes de la section 35(1) qui était la disposition de base du système de révélation de l'information (283):

"No person or company shall trade in a security where such trade would be in the course of distribution to the public of such security until they have filled with the Commission both a preliminary prospectus and a prospectus."

La définition de distribution au public qui se trouvait dans la section 1(1)6a, incluait d'abord les transactions primaires, et ensuite les transactions secondaires passées par les personnes détenant le contrôle de la compagnie. Si dans le premier cas la loi impose l'obligation du prospectus, c'est pour la raison traditionnelle de la protection du public et du fait de la nature même de la transaction alors que dans le deuxième cas, c'est la nature de la personne faisant l'achat qui est susceptible de causer, en raison de sa position, une menace pour le public (284). En ce qui concerne les transac-

(282) Id. p. 772.

(283) P J DEY, "Exemptions Under the Securities Act" (1972) LSUC Lectures, p., 130

(284) R L. SIMMONDS, id. note 240, p. 44-45

tions primaires, la loi de 1966^o avait ajouté ce que l'on appelle parfois l'**underwriter extension** (285):

"...whether such trade (distribution to the public) are made through an underwriter or otherwise and include transactions, a purchase or sale, or repurchase and resale in the course of or incidental to such distribution."

A partir des dispositions de ces deux sections, on pouvait dire qu'une distribution au public était soumise aux exigences du prospectus. Or le commerce par le biais d'un *underwriter* est considéré comme tel. Ce dernier était défini dans la section 1(1)25 comme une personne qui achète des valeurs mobilières:

"...with a view to...a distribution to the public..."

Cela revenait à se poser un problème similaire à celui qui existait aux Etats-Unis; il fallait définir l'intention d'investir. La revente des titres exemptés ne se faisait que si l'acquéreur n'était pas qualifié d'*underwriter* (286). La difficulté a consisté à trouver un critère indiquant l'intention d'investir de l'acquéreur. Différentes attitudes ont été adoptées selon les époques. Il faut remarquer que cette solution, abandonnée par l'Ontario en

285) Id p 41.

(286) F.H. BUCKLEY, loc. cit. supra note 15, p. 341.

1978 et par le Québec en 1982 reste encore en vigueur dans la législation des autres provinces canadiennes, excepté l'Alberta (287). Les difficultés d'interprétation de la notion ont cependant été nombreuses.

On parle soit du critère subjectif (288), soit du dilemme de l'intention d'investir (289) lorsque l'on se réfère aux problèmes de définition qui se sont posés. C'est très significatif du malaise ressenti par les auteurs quand ils devaient exposer les règles de la S.E.C. ou des tribunaux dans ce domaine. Trois tests avaient été appliqués aux transactions secondaires; ces tests étaient ceux définis pour les transactions initiales, à savoir: le nombre de personnes sollicitées, les circonstances de l'opération, et le **need to know test**. La nature de la transaction était alors étudiée même si l'interprétation des textes aurait dû conduire à penser que le seul point à déterminer était l'intention d'investir de l'investisseur. En fait, ce critère a seulement été reconnu en 1957 dans l'affaire Crowell Collier (290), même si dès 1938 le conseil général de la S.E.C. avait donné des indications à ce sujet (291). Le commencement tardif de cette interprétation s'explique par le fait que jusqu'à la guerre de 1939-45, il se produisait assez peu de placements privés.

(287) D.W. DRINKWATER et al., op. cit. supra note 31, p. 114.

(288) Id. note 281, p. 765.

(289) Id. note 279, p. 1043.

(290) S.E.C. Securities Act Release No. 3825, Aug. 12, 1957.

(291) S.E.C. Securities Act Release No. 1862, p. 2, Dec. 13, 1938.

Il n'y avait donc pas de réelle protection du marché à assurer. L'explosion de cette forme de financement a marqué le début des abus. Le besoin de protection s'est alors fait sentir. En 1938, la S.E.C. avait affirmé le principe de l'autonomie de l'intention par rapport à la période de détention des titres. Cependant, elle avait aussi indiqué qu'une détention d'une année créerait une forte présomption de cette intention, sauf preuve d'un montage préparé visant à vendre les titres dès l'expiration du délai d'un an... Dans l'affaire Crowell, la S.E.C. a dû faire face à deux problèmes. Elle a dû se prononcer sur la valeur de lettres d'intention, et elle a pris position sur la question des périodes de détention. Il s'était développée une habitude qui consistait pour les investisseurs à exprimer leur intention de faire un investissement et donc de conserver les titres dans leurs portefeuilles. Cette pratique existe encore comme nous l'avons vu précédemment, et les auteurs pensent que c'est le signe de la bonne foi (292). Dans le cas qui nous intéresse, malgré leurs engagements, les acquéreurs avaient revendu tout de suite. Bien que soulignant le fait que certains des acheteurs ne se rendaient pas très bien compte de la portée de leur engagement, la S.E.C. refusa d'en tenir compte pour octroyer le bénéfice de l'exemption. Elle précisa en fait qu'il n'y avait pas de réponse ferme et définitive pour le problème des périodes de détention (293). Il s'agissait là d'une position extrême, opposée à l'attitude précé-

(292) M.F. DONAHUE, loc. cit. supra note 87, p. 237.

(293) Id. note 253, p. 7.

dente de la Commission. Elle refusait ainsi de donner valeur à tout signe extérieur d'intention d'investir. Or il est bien difficile d'évaluer l'intention des personnes sans support matériel.

Une autre série de problèmes s'est posée; alors que le **Securities Act** sépare clairement les exemptions pour les offres privées et celles pour l'intention d'investir, le droit positif a eu souvent tendance à les mélanger. Ainsi, dans l'affaire Gilligan (294), la cour a montré qu'elle était prête à appliquer l'analyse des offres publiques à celle de l'intention d'investir. En bref, son attitude consistait à dire que, lorsqu'elle pouvait, du fait des circonstances extérieures, être traitée comme une offre publique, l'absence d'intention d'investir était alors établie et on ne pouvait se prévaloir de l'exemption de la section 4(1). Cette solution a été très critiquée comme étant contraire à l'esprit de la loi de 1933 puisque le législateur avait clairement séparé les deux exemptions. Cette affaire conduisait à nier l'utilité du test de l'intention d'investir. A cette occasion, la cour avait aussi adopté une attitude très stricte concernant les changements de situations qui peuvent affecter la décision de revente de l'investisseur; elle avait refusé comme motif valable le fait que les circonstances avaient changé dans la marche des affaires de l'émetteur. Les circonstances qui pourraient affecter la vie de l'investisseur lui-même, ou des changements réellement très importants dans la société, seraient seuls susceptibles d'attirer la bienveil-

(294) 267 F. 2d 461 (2nd Cir., 1959).

lance de la Commission; c'était pousser un peu loin la théorie du risque pour le participant au développement de la société (295). De plus, dans un domaine aussi mouvant que celui des marchés financiers, ce n'était pas une position très réaliste. En Ontario, la même position a été adoptée dans l'affaire Warren Exploration par l'O.S.C. (296). Elle a refusé à cette occasion d'être liée par aucune période de détention. Mais, sur les demandes de la pratique, la Commission a finalement reconnu dans la police 3-33 qu'elle prendrait en considération une période de détention de deux années. Elle précisait qu'avant ce délai elle se sentait autorisée à demander toutes les informations nécessaires pour rechercher cette intention d'investir (297).

Section 2: La solution moderne: mise en place de situations objectives

A. Le closed system du Québec et de l'Ontario

Fidèles à l'esprit qui a caractérisé la mise en place des dispenses³, les lois de valeurs mobilières ont déterminé des situations précises pour lesquelles l'exemption originelle de la transaction s'applique aux opérations postérieures de revente (298). La principale justification du système mis

(295) C.R. ORRICK, "Non Public Offering of Corporate Securities Limitations on the Exemptions under the Federal Securities Act" (1959), 21 U. Pitt. L. Rev. 1-16.

(296) C.C.H. Canadian Sec. 1. Rep. *54-958.

(297) O.S.C. Policy 3-53 "Private Placements; bona fide Change in Investment Intent: Form 11 and 12", C.C.H. Canadian, *54959, p. 10297.

(298) R.L. SIMMONDS, loc. cit. supra note 1, p. 52 et suivants.

en place nous semble devoir être trouvée dans la volonté délibérée des Commissions d'encourager le système d'information permanente en développant divers avantages pour les émetteurs assujettis. On a appelé ce régime le système fermé car, lorsqu'une situation de revente ne répond pas aux conditions légales, l'exemption ne lui est pas accessible, et l'émetteur devra alors se conformer aux exigences légales du prospectus d'information. Une revente de titres exemptés sera elle-même dispensée de prospectus dans trois hypothèses:

- lorsque le second acquéreur aura lui-même été un des acquéreurs originaires dispensé (299)
- lorsque l'opération pourra satisfaire aux conditions habituelles d'exemption telles que nous les avons étudiées précédemment
- lorsque la revente bénéficiera d'une dispense définitive telle qu'elle est définie dans la loi (300).

Le régime de la dispense définitive est essentiellement fondé dans les deux provinces sur le statut d'émetteur assujetti et une période de détention variant de 6 à 18 mois des titres. Sur ce dernier point il faut remarquer une tendance à l'uniformisation. Le Québec, depuis 1985, n'a plus que deux périodes de 6 ou 12 mois (301), et l'Ontario prévoit une période unique de 12 mois (302). Certes, d'un côté on peut dire que la différence de longueur de

(299) Articles 47 al 2 et 48 al 2 de la L.V.M.Q., par exemple.

(300) Article 58 de la L.V.M.Q. et section 71(4) et (5) de l'O.S.A.

(301) Article 58 (1) et (2) nouveau.

(302) Projet de loi d'Ontario, loc cit. supra note 91, p. 1-341.

ces périodes est nécessaire pour s'adapter aux caractéristiques de chaque type de titre, mais d'un autre côté on peut estimer que la condition préliminaire relative du statut de l'émetteur est suffisante pour s'assurer de la non-spéculation sur les titres. Point n'est besoin de multiplier les dispositions. L'émetteur assujéti quant à lui ne doit pas avoir manqué à ses obligations légales (303). Sur ce dernier point il faut noter que le Québec a récemment limité cette condition au cas où le vendeur est initié à l'égard de l'émetteur (304). C'est là une disposition qui ne nous semble pas apporter grand chose d'intéressant au cas de reventes. En revanche, une nouvelle disposition québécoise, qui n'existe pas en Ontario, nous semble positive: selon l'alinéa 2 des articles 47 et 48, la version à une personne ayant des "liens" avec l'acquéreur original bénéficie de l'exemption de prospectus. La définition récemment élargie de cette notion de liens (305) comprend la possession de titres d'une société:

"...lui assurant plus de 10% d'une catégorie d'actions comportant le droit de vote ou le droit de participe, sans limite, au bénéfice et au partage en cas de liquidation."

Cette conception est plus large que celle de l'ancien paragraphe (1) de la loi qui ne prenait en considération que ce même pourcentage appliqué aux droits

(303) Section 71(4)(a) O.S.A.

(304) Article 58 L.V.M.Q.

(305) Article 5(1) L.V.M.Q.

de vote afférents à tous les titres émis. On peut ainsi concevoir le cas d'une compagnie en mauvaise santé financière, ayant acquis des titres exemptés, qui pourrait céder en toute liberté ces titres à un créancier, pourrait prétendre à 10% lors du partage des bénéfices. Enfin, on peut s'interroger sur l'utilisation de la dispense définitive dans un cas de titres acquis sous le régime de la section V des règlements (306). Rien n'est en effet prévu à notre connaissance pour les cas de reventes. Néanmoins, il nous semble possible de dire que le même régime de la dispense définitive devrait s'appliquer dans la mesure où il s'agit d'un aménagement particulier de la dispense prévue à l'article 47 de la loi.

Dans tous les autres cas, la revente sera soumise aux dispositions concernant le prospectus. Il s'agira en effet pour l'Ontario d'une **distribution** (307) et pour le Québec d'un placement. Dans ce dernier cas, l'article 5(3) de la loi prévoit expressément le cas des reventes de titres dispensés lorsque le régime de la dispense définitive ne peut pas être invoqué.

On peut remarquer que, dans les deux provinces, le système n'est pas complètement fermé aux émetteurs non assujettis. Ces derniers auront toujours la solution de recourir au **shelf prospectus** qui permettra de faire entrevoir une liquidité plus grande du placement aux investisseurs (308). Il

(306) (1985) 117 G.O.Q. II, 1777.

(307) Section 71(4) O.S.A.

(308) Article 68 L.V.M.Q. et section 52(2) O.S.A.

est possible de concevoir que la compagnie s'engagera à remplir un tel document dans un temps plus ou moins long, à l'occasion de l'accord de vente. Le problème est de savoir si ce statut pourra s'appliquer rétroactivement aux titres acquis. Il semble que l'O.S.C. soit prête à l'accepter (309), la C.V.M.Q. ne s'est pas, à notre connaissance, prononcée sur ce point.

b) La solution adoptée aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la réaction face aux incertitudes et atternoissements issus du **Securities Act**, ont déclenché la mise en place de règles très strictes et précises prises par la S.E.C. (310). La règle 144 (311) a institué une période de détention de deux ans assortie de diverses conditions (312) pour octroyer le bénéfice de l'exemption. De la même façon, la règle 237 (313) permet à un

(309) Mossey Fergusson Ltd., (1963) 5 O.S.C. Bulletin, 1213, Feb. 25, 1963
cité par D.W. DRINKWATER et al., op. cit. supra note 29, p. 129

(310) N.N. ANTAKI, id. note 281, p. 767

(311) 17 C.F.R. 230.144.

(312) Il s'agit essentiellement de la fourniture de l'information publique habituelle concernant l'émetteur. Cela peut se faire de deux façons: en étant un émetteur assujéti selon le S.E.A. 1934; ou en fournissant une information comparable: T.L. HAZEN, op. cit. supra note 17, p. 154.

(313) Release no 33-524, Jan. 10, 1972, C.C.H. (Fed.) 77-72 decisions *2358A.

investisseur indépendant de revendre librement ses titres détenus pendant cinq ans si l'émetteur³¹⁴ satisfait à certaines conditions (314). Comme au Canada, on peut dire que la réglementation systématique des périodes de détention est la preuve de l'existence de fait du critère de l'intention d'investir, mais que ce dernier est désormais apprécié sur des bases objectives. L'investisseur américain pourra toujours, s'il n'arrive pas à satisfaire aux conditions des différentes règles, tenter de prouver son intention d'investir et se prévaloir de la section 4(1) du **Securities Act**. Dans la réglementation D qui traite des offres publiques, il est possible de trouver trace du problème de l'intention d'investir de façon plus diffuse puisque l'émetteur est obligé de s'assurer avec une diligence raisonnable que l'acheteur n'acquière pas les titres avec le but de les distribuer (315). Cependant, il ne semble pas que le manquement à cette condition entraîne de conséquences trop graves pour l'émetteur. Cela permet de déplacer le fardeau de la preuve de l'investisseur sur l'émetteur qui doit prendre les mesures nécessaires .

En ce qui concerne le Code de l'A.L.I selon la section 512(a), les exigences d'enregistrement ne s'appliquent pas à l'**underwriter**. Une exemption est

(314) Id. note 312.

(315) M.G. WARREN, loc. cit. supra note 128, p. 365.

aussi possible selon la section 512(d) pour les distributions secondaires (qui remplissent) selon certaines conditions. L'**underwriter** est défini comme une personne intervenant soit comme distributeur primaire, soit comme agent en quelque sorte de l'émetteur. Dans sa définition de la distribution, le Code rejette le concept d'offre limitée. Celui-ci fait l'objet de l'exemption de la section 242(b). Il semble à première vue que la notion d'intention d'investir ait disparu du Code comme si ce dernier avait voulu se concentrer exclusivement sur les hypothèses d'exemptions venant de la section 4(2). Cependant, il est possible encore là d'en trouver des manifestations. Ainsi, la section 242(b)(4) autorise la Commission à exiger que le vendeur ou tout revendeur dans une période de un à trois ans, obtienne un engagement écrit de son acheteur que les titres sont acquis dans le but et le cadre d'une offre limitée. Cette disposition vise à s'assurer que les participants à l'opération n'en fassent pas à court ou moyen terme une opération publique de distribution.

Il semble que la mise en place des périodes de détention tant aux Etats-Unis qu'au Québec satisfasse la pratique. C'est un concept qui est facile à utiliser, donc bien accepté. De plus, comme il garantit l'utilisation de l'exemption de placement privé dans un but essentiellement d'investissement et non de spéculation, il nous paraît d'autant plus recommandable; en effet, les abus naissent de situations spéculatives, or dans la mesure où le domaine des placements privés de valeurs mobilières est relativement peu réglementé et a intérêt à le rester, il est bon d'encourager des dispositions visant de façon indirecte à limiter de tels risques.

Conclusion générale

Choix de politique financière, exception au droit commun de l'information, le placement privé jouit d'une popularité importante en Amérique du Nord. La souplesse générale du système est un élément fondamental de ce succès. Pourtant, nous avons vu au cours de cette étude l'hésitation du pouvoir réglementaire partagé entre un désir de non interventionisme, et la réalité de certaines dispositions restrictives du laissez-faire de principe en cette matière.

Le caractère privé de la transaction est d'abord déterminé par les caractéristiques des intervenants. Des divers critères qui sont appliqués aux investisseurs pour déterminer leur capacité, celui de la sophistication est, de nos jours, le plus important. Au vu de l'étude que nous avons faite, il est possible de trouver une double nature à cette caractéristique. Dans un sens traditionnel, en vigueur aux Etats-Unis et en Ontario, la sophistication est une sophistication personnelle, c'est-à-dire s'appliquant en fonction de qualités propres de l'investisseur. Cependant, le Québec semble dégager une autre notion, celle de sophistication adaptée: en effet, dans le cas particulier des dispenses pour offres limitées, de plus en plus d'exigences sont posées afin de s'assurer de la capacité d'analyse de l'investisseur appliquée à l'investissement particulier proposé. Cette séparation du concept semble provenir de la distinction entre les placements privés relevant de l'idée

de démarrage du capital (**seed capital**) et de ceux servant à financer des compagnies plus seniors, ou tout au moins ayant davantage l'habitude de recourir au marché financier.

Cette séparation se retrouve très logiquement au niveau de l'information que l'émetteur doit fournir à ses investisseurs. On note encore l'interventionnisme plus ou moins marqué des agences administratives pour les cas se rattachant à la première catégorie d'exemptions. Le régime de responsabilité nous semble devoir être imprégné des mêmes considérations lorsque l'on cherche à mettre en place, à son sujet, un système de fonctionnement. Il faut cependant remarquer, quant à ce dernier point, que le raisonnement est essentiellement théorique dans la mesure où au Canada, tout au moins, la question n'a pas été traitée par les cours.

On peut remarquer que la dichotomie a aussi affecté le régime des reventes puisque le statut d'émetteur assujéti est un des éléments de base du **closed system**.

La dualité de régime ou du moins d'intensité de régime amène à s'interroger sur la valeur des exigences réglementaires renforcées qui existent au Canada pour les exemptions des offres limitées. Une pareille

interrogation ne nous semble pas cruciale pour les Etats-Unis dans la mesure où, lorsque des critères restrictifs sont mis en place par la SEC dans ses réglementations, ils n'ont pas un caractère définitif puisque l'émetteur pourra toujours, s'il ne remplit pas certaines conditions du **safe harbor** plaider l'exemption sur la base du **Securities Act**.

Le régime particulièrement détaillé qui a été mis en place au Québec en application des articles 47 de la loi, et 66 du règlement, va à l'encontre de la philosophie de base du placement privé: le non-interventionnisme réglementaire. Il y a dans ce cas un rapprochement très net du régime du placement privé et de celui des émissions de titres d'un émetteur assujéti (316). Cela va certainement à l'encontre d'un des principaux avantages reconnus au placement privé: la non soumission aux exigences habituelles d'information. Cette question ne se pose pas en Ontario où la Commission a gardé une séparation nette d'avec les conditions d'information du prospectus. Cela s'explique sans doute par un désir de respecter une institution plébiscitée par la pratique, mais également peut-être par le fait que dans son système d'information, l'Ontario, à la différence du Québec, ne connaît pas de degré intermédiaire (comme celui

(316) Selon l'article 70 des règlements, l'information de la notice d'offre doit être celle de l'annexe VI (notice d'offre (petites entreprises)). Or, si on la compare avec l'annexe IV, partie A et B qui est celle du prospectus simplifié d'un émetteur assujéti, on constate une grande similitude, l'annexe VI pose cependant plus d'exigences quant aux renseignements concernant les dirigeants, principaux porteurs, et membres de l'exécutif (rubriques 9, 10, 11, 15, 16, 17, 18, 19) et aux sanctions civiles (rubrique 24).

de l'annexe VI partie A et B) entre prospectus de base, et prospectus simplifié.

On peut alors se demander s'il est souhaitable que le Québec conserve un tel régime dérogatoire au sein des dispenses habituelles; il serait en effet possible, semble-t-il, de rattacher directement ce régime à celui du prospectus simplifié. Les obligations d'information ne seraient pas plus lourdes que présentement, et de plus cela permettrait une liquidité complète des titres puisque le problème de la revente, exclusivement lié à la dispense, ne se poserait plus. Cela aurait aussi l'avantage de laisser des titres intéressants à la disposition du marché public. L'inconvénient de cette solution serait de soumettre la compagnie au statut d'émetteur assujéti avec d'autres obligations d'information du marché. Or dans la mesure où les compagnies visées se sont surtout de petites ou moyennes entreprises, un tel statut sera trop lourd tel qu'il existe dans la législation actuelle.

La solution québécoise est un compromis cherchant à ménager la protection de certains investisseurs avec la liberté théorique du placement privé. En fait, c'est un moyen de ne pas qualifier de public, un groupe d'investisseurs qui, à notre avis, en fait partie. Lorsqu'on est obligé de multiplier les dispositions réglementaires pour protéger les investisseurs, qu'en conséquence on ne se fie pas à leurs qualités personnelles, il ne nous semble pas logique si l'on adopte la philosophie traditionnelle du domaine des valeurs mobilières, de garder une exemption. En admettant comme hypothèse de départ, la validité de la réglementation des valeurs mobilières comme protection du public et, la non réglementation lorsque cette protection n'est pas nécessaire, il paraît difficile d'accepter des

dispositions dérogeant par trop à cette logique de base. Un petit émetteur, s'il désire s'adresser au marché de valeurs mobilières, doit être prêt à en assumer les conséquences, sinon il peut toujours trouver d'autres moyens de financement (317).

Le placement privé est un instrument privilégié de financement. Sa popularité prouve qu'il doit le rester. A côté de ses applications nationales, on ne peut oublier de mentionner la potentialité qu'il a sur le plan international. Il faudra cependant ne pas négliger les restrictions législatives nationales qui peuvent exister, notamment en Europe.

D'une façon générale, il ne nous paraît pas bon car contraire à l'esprit de l'institution de multiplier les exigences légales d'information. Il vaut mieux garder à une exemption tout son intérêt quitte à en restreindre le champ d'application, en limitant par exemple les critères de sophistication acceptables.

(317) A l'opposé, voir la position du Pr Buckley loc. cit. supra note 15.

Bibliographie

MONOGRAPHIES

- ALBOINI, V.P., Ontario Securities Law, Toronto, Richard de Boo, 1980.
- BAUDOIN, J.L., Les obligations, Cowansville (Québec), Ed. Yvon Blais, 1983.
- BENSTON, G.J., Corporate Financial Disclosure in the U.K. and the U.S., Farnborough, Saxon House, 1976.
- BUCKLEY, F.H., CONNELLY, M.Q., Corporations; Cases, Texts and Materials, Toronto, Edmond Montgomery Publications Ltd., 1984.
- CEREXHE, E., Le droit européen; la libre circulation des personnes et des entreprises, Bruxelles, Ed. Nauwelaerts, 1982.
- COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE, Rapport au président de la République, 16e rapport, Paris, C.O.B., 1983.
- CONARD, A.F., Corporations in Perspective, Mineola, Foundation Press, 1976.
- DECOPMAN, N., La C.O.B. et le droit des sociétés, Paris, Economica, 1980.
- DRINKWATER, D.W., ORR, W.K., SORELL, R., Private Placements in Canada, Toronto, Carswell, 1985.
- DRURY, D.H., Les prévisions de résultats; principes et modalités d'application, Toronto, Société des comptables en management du Canada, 1982.
- FIFLIS, T.J., KRIPKE, H., Accounting for Business Lawyers, 2d ed., St. Paul, Minnesota, West Publishing Co., 1977.

FORBES, R.E., JOHNSTON, D.L., Canadian Companies and the Stock Exchange, Toronto, CCH Canadian Ltd, 1982.

GHESTIN, J., Les obligations. Le contrat dans Traité de droit civil sous la direction de J. GHESTIN, Paris, LGDJ, 1980

GOLDSMITH, R.W., Institutional Investors and Corporate Stock - A background study, New York, National Bureau of Economic Research, 1973.

HALPERIN, J.H., Private Placement of Securities, New York, Wiley Law Publications, 1984.

HADDEN, T., FORBES, R.E., SIMMONDS, R.L., Canadian Business Organizations Law, Toronto, Butterworths, 1984.

HAZEN, T.L., The Law of Securities Regulation, St. Paul, Minnesota, West Publishing Co., 1985.

KELLOUGH, H.J., McQUILLAN, P.E., Taxation of Private Corporations and their Shareholders, Toronto, Canadian Tax Foundation, 1983.

KLEIN, W.A., Business Organization and Finance; Legal and Economic Principles, New York, Foundation Press, 1982.

KRIKPE, H., The S.E.C. and Corporate Disclosure, Regulation in Search of a Purpose, New York, Law and Business, 1979.

LAHEY, K.A., Corporate Taxation, Toronto, Edmond Montgomery Publications Ltd., 1984.

LAMY, (Ed.), LAMY Sociétés; droit de sociétés commerciales, Paris, Lamy, 1983.

LEIGH, L.H., JOFFE, V.H., GOLDBERG, D., Introduction to Company Law, 3e Ed., Londres, Butterworths, 1983.

LOSS, L., Fundamentals of Securities Regulation, Boston, Little Brown et Co., 1983.

PAINTER, W.H., The Federal Securities Code and Corporate Disclosure, Charlottesville, Va., The Michie Co., 1979.

PROSSER, W.L., Law of Torts, St. Paul, Minnesota, West Publishing Co., 1982.

PYLE, W.W., WHITE, J.A.; ZIN, M., Fundamental Accounting Principles, 2e Edition canadienne, Toronto, Irwin Dorsey Ltd., 1976.

RATNER, D.L., Securities Regulations in a Nutshell, St. Paul, Minnesota, West Publishing Co., 1982.

REID, R.J., Tax Aspects of Incorporation, Toronto, Butterworths, 1983.

ROBINSON, J.M., ed., Comparative Survey of Securities Law, New York, International Bar Association, 1980.

SARNA, L., Corporate Structure, Finance and Operations, Vol. 3, Toronto, Carswell, 1984.

SARPKAYA, S., The Money Market in Canada: How it Works; the Arrangements, Practices, and Instruments, 2e Ed., Toronto, Butterworths, 1980.

SCHMIDT, J., Négociations et conclusion de contrats, Paris, Dalloz, 1982.

SIMMONDS, R.L., MERCER, P.P., An Introduction to Business Associations in Canada, Toronto, Butterworths, 1984.

SMITH, K., KEENAN, D.J., Company Law, 3e Ed, Londres, Pitman Publishing, 1976.

SULLIVAN, D.F., Methods of Long Term Corporate Financing, dans Corporate Tax Management Conference 1980, Toronto, Canadian Tax Foundation.

TANCELIN, M., Des obligations; contrat et responsabilité, Montréal, Wilson & Lafleur, Sorej, 1984.

Université libre de Bruxelles, les émissions de titres de sociétés en Europe et aux USA, colloque du 21 au 23 novembre 1968, Bruxelles, 1970.

VINEY, G., Les obligations, la responsabilité, dans Traité de droit civil, sous la direction de J. GHESTIN, Paris, L.G.D.J., 1982.

WADDAMS, The Law of Contracts, 2e Ed., Toronto, Canada Book Ltd., 1984.

WOOD, P., Law and Practice of International Finance, Londres, Sweet & Maxwell, 1982.

WYMEERSCH, E., Le contrôle des marchés de valeurs mobilières dans la Communauté Européenne, Collection Etudes, série Concurrence-Rapprochement des législations, Commission des Communautés Européennes, No 31, Bruxelles, 1977.

WYMEERSCH, E., Le contrôle des marchés de valeur mobilières dans les états membres de la Communauté Européenne, Rapport sur les systèmes de contrôle nationaux, Collection Etudes, série Concurrence-Rapprochement des législations, Commission des Communautés Européennes, No 32 et 33, Bruxelles, 1978 et 1979.

DOCUMENTS GOUVERNEMENTAUX

Canada

- Proposals for a Securities Market Law for Canada, vol 1, 2, et 3, Ottawa, Ministry of Supply and Services Canada, 1979.
- Rapport d'activités 1984-1985, C.V.M.Q., Montréal, Direction générale des publications gouvernementales.

Etats-Unis

- Federal Securities Code, American Law Institute, 1980.

France

- 16e Rapport au Président de la République, C.O.B., Paris, Documentation française, 1983.

LOIS ET REGLEMENTS

Canada

- Loi sur les valeurs mobilières, L.R.Q, chapitre Y-1.1 telle que modifiée par: Projet de loi 7, (1985) 117 G.O.Q. II, 1375-1402
- Règlement sur les valeurs mobilières Décret 660-83 du 30 mars 1983 (1983) 115 G.O.Q. II 1511-1627 tel que modifié par (1985) 117 G.O.Q. II 1775-1813.
- Ontario Securities Act R.S.C. 1980 c. 466 as amended
- Ontario Securities Regulation R.R.O. 1980, Reg. 910 as amended, in force November 16, 1981.

Etats-Unis

- Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77a et seq.
- Securities Act of 1934, 15 U.S.C. § 78a et seq.
- Regulation D, 17 C.F.R. 230, 501-506 (adoptée le 8 mars 1982)

ARTICLES

BLOCK, O.J., SCHWARZFELD, N., "Curbing the Unregulated Tender Offer", (1978-79) 6 Sec. Reg. 133-156.

BUCKLEY, F.H., "Small Issuers Under the O.S.A. 1978: a Plea for Exemptions" (1979) U. of Toronto L.J. 309-365.

COFFEE, Jr., J.C., "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System" (1984) 70 Va. L.R. 716-754

CREPEAU, P.-A., "Des régimes contractuels et délictuels de responsabilité civile en droit civil canadien", (1962) 22 R. du B. 501-557.

DEY, P., "Exemptions under the Securities Act", (1972) Lectures, L.S.U.C., 127-182.

DONAHUE, M.F., "New Exemptions from the Registration Requirements of the Securities Act of 1933", Regulation D, (1982), Sec. Reg. L.J. 235-242.

EASTERBROOK, F.H., FISCHER, D.R., "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors" (1984) 70 Va. L.R. 669-716

EMERSON, H.G., "Business Finance under the Closed System of the O.S.A., Statutory Scheme and Pitfalls" (1982) Lectures L.S.U.C., 29-102.

FAMA, S., "Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work", (1970) 25 J. Fin., 383.

GILSON, R.J. et KRAAKMAN, R.H., The Mechanisms of Market Efficiency (1984) 70 Va. L.R., 549-644

GROYER, W.M.H. et BAILLIE, J.C., "Disclosure Requirements" dans Proposals for a Securities Market Law for Canada, Draft Act, volume 3, Ottawa, Minister of Supply and Services, 1979.

HELMAN, M.A., "The Sophisticated Accredited Investor; Securities Exempted from Registration", (1981) 14 Rev. Sec. Reg, 861-867.

INGRAM, R.W., "Effects of Financial Disclosure Regulation on Security Market Behaviour", (1983) 58 Accounting Review 562-580.

KRIPKE, H., "The Myth of the Uninformed Layman", (1973), 28 Bus. Lawyer 631-658.

LA ROCHELLE, L., SIMMONDS, R.L., PEPIN, F., "Bill 85, Quebec's New Securities Act" (1983) 29 McGill L.J., 84-140.

LAROCHELLE, L., PEPIN, F., SIMMONDS, R.L., "Quebec's New Securities Act - One Year Later" dans SARNA, S., Corporate Structure Finance and Operations, vol 3, 1984, p 175-235

LEBEL-CHEVALIER, L., "Les pouvoirs discrétionnaires de la CVMQ dans l'exercice de sa compétence et les contrôles possibles de ses décisions" (1983) 43 R. du B. 849-870.

LEGRAND, P., "Pour une théorie de l'obligation de renseignements du fabricant en droit civil canadien", (1981) 26 McGill L.J., 207-288.

NICHOLAS, N., "The Integrated Disclosure System and its Impact upon Underwriters' Due Diligence: Will Investors be Protected?" (1983) 11 Sec. Reg. L.J 3-43

O'CONNOR, C.E., "The Securities Act in Operation: Public and Private Distribution of Securities in Ontario" (1982) L.S.U.C., 103-153

ORRICK, C.R., "Non Public Offering of Corporate Securities, Limitations on the Exemptions Under the Federal Securities Act", (1959) 21 U. Pitt. L. Rev. 1-16.

PERRET, L., "Une philosophie nouvelle des contrats fondée sur l'idée de justice contractuelle", (1980) 11 R.G.D. 538-602.

SARMET, M., "Le prospectus européen d'admission en bourse" (1972) 11 Analyse Financière, 1-4.

SCHMIDT, J., "La sanction de la faute pré-contractuelle" (1974) Rev. Trim. Dr., Civ., 72

SIMMONDS, R.L., "Of Prospectuses and Closed System, an Analysis of Some Present and Proposed Legislation in Canada and the U.S." (1981) 19 Osgoode Hall L.J., 28-99.

SORAGHAN, J.R., "Private Offerings, determining Access, Investment Intent, Sophistication, and Ability to Bear Economical Risk" (1980-81) 8 Sec. Reg. L.J., 33-41

SORELL, R., "Offering Memoranda under the O.S.A., 1978" (1980) 4 Can. Bus. L.J., 467-549

WARREN, M.G. III, "A Review of Regulation D, the Present Exemption Regime for Limited Offerings under the SA of 1933" (1984) 33 Am. U. L.R., 355-384.

WOOD, G.L., "The Investment Dilemma in Secondary Transactions" (1964) 39 N.Y. Un. L.R., 1043-1062.