

## Le droit des valeurs mobilières et les placements privés

Nabil N. Antaki et Gilles Leclerc

Volume 20, numéro 4, 1979

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/042346ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/042346ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (imprimé)

1918-8218 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Antaki, N. N. & Leclerc, G. (1979). Le droit des valeurs mobilières et les placements privés. *Les Cahiers de droit*, 20(4), 725–782.  
<https://doi.org/10.7202/042346ar>

Résumé de l'article

The overwhelming control of the different North American securities commissions over the capital market compels businessmen and corporate lawyers to a permanent search for new means to avoid the registration and prospectus requirements of the acts.

The authors try in this article to analyse the private placement exemption which seems to be most frequently relied upon. They discuss its development since the United States Supreme Court's decision in *Ralston Purina*. They explain the pros and cons of the subjective « need to know » and the capability of investors to « fend for themselves » tests as well as their byproducts. The recent and certainly more objective standards adopted by the S.E.C. and Ontario are also discussed. Finally, the resale of the restricted securities acquired in a private placement transaction is studied.

In this context, the Quebec law is hardly adequate and needs substantial clarifications.

# Le droit des valeurs mobilières et les placements privés

---

Nabil N. ANTAKI \*  
Gilles LECLERC \*\*

*The overwhelming control of the different North American securities commissions over the capital market compels businessmen and corporate lawyers to a permanent search for new means to avoid the registration and prospectus requirements of the acts.*

*The authors try in this article to analyse the private placement exemption which seems to be most frequently relied upon. They discuss its development since the United States Supreme Court's decision in Ralston Purina. They explain the pros and cons of the subjective « need to know » and the capability of investors to « fend for themselves » tests as well as their by-products. The recent and certainly more objective standards adopted by the S.E.C. and Ontario are also discussed. Finally, the resale of the restricted securities acquired in a private placement transaction is studied.*

*In this context, the Quebec law is hardly adequate and needs substantial clarifications.*

---

	<i>Pages</i>
<b>Introduction</b> .....	726
<b>1. Les conditions relatives à l'offre</b> .....	732
1.1. Le nombre d'investisseurs impliqués .....	732
1.1.1. Le droit des États-Unis .....	732
1.1.2. Le droit de l'Ontario .....	734
1.2. La durée de l'opération .....	735
1.2.1. Le droit des États-Unis .....	735
1.2.2. Le droit de l'Ontario .....	737
1.3. Les techniques de vente .....	739

---

\* Professeur titulaire, Faculté de droit, Université Laval; Conseiller en loi, Barreau du Québec.

\*\* LL.B. (Laval).

2. Les conditions relatives à la qualité de l'investisseur .....	741
2.1. La définition du « public » .....	741
2.1.1. Le droit des États-Unis .....	741
2.1.2. Le droit canadien .....	743
2.2. L'accessibilité aux informations concernant l'émetteur .....	744
2.2.1. Les règles jurisprudentielles .....	744
2.2.1.1. L'expression principale de la règle sur l'accessibilité aux informations .....	745
2.2.1.1.1. La période restrictive: de <i>Gilligan, Will &amp; Co.</i> à <i>Continental Tobacco</i> .....	745
2.2.1.1.2. La période libérale: depuis <i>Woolf</i> et <i>Doran</i> ...	748
2.2.1.2. La divulgation des informations par l'émetteur .....	750
2.2.1.3. Le pouvoir de négociation et l'accessibilité aux informations	751
2.2.2. Les règles subsidiaires au droit commun sur l'accessibilité .....	753
2.2.2.1. Le droit des États-Unis .....	753
2.2.2.2. Le droit de l'Ontario .....	753
2.3. La capacité d'autodéfense de l'investisseur .....	755
2.3.1. Les règles jurisprudentielles .....	755
2.3.2. Les règles subsidiaires au droit commun sur la capacité d'autodéfense	758
2.3.2.1. Le droit des États-Unis .....	758
2.3.2.2. Le droit de l'Ontario .....	759
3. La distribution publique des valeurs à circulation restreinte .....	761
3.1. Le droit des États-Unis .....	762
3.1.1. Le droit jurisprudentiel .....	762
3.1.1.1. L'intention d'effectuer un placement .....	762
3.1.1.2. Les nouvelles circonstances .....	765
3.1.2. Les règles subsidiaires au droit commun sur l'intention de l'investisseur	767
3.1.2.1. Le droit des États-Unis .....	767
3.1.2.1.1. La disponibilité des informations publiques ...	768
3.1.2.1.2. La durée de l'investissement .....	769
3.1.2.1.3. L'importance du bloc de valeurs vendues .....	770
3.1.2.1.4. Les moyens utilisés pour la vente .....	771
3.1.2.2. Le droit de l'Ontario .....	771
3.1.2.2.1. La période des critères subjectifs .....	772
3.1.2.2.2. La période des critères objectifs .....	775
3.1.2.3. Le droit du Québec .....	776
Conclusion .....	780

## Introduction

1. Le droit des valeurs mobilières est un droit envahissant qui soumet au contrôle et à la surveillance d'une vigilante Commission spécialisée un grand secteur d'activités économiques<sup>1</sup>.

1. Voir de façon générale N.N. ANTAKI: «Le contrat de placement de fonds: une valeur mobilière envahissante», (1978) 19 C. de D., 903.

Une des pierres angulaires de l'ensemble de la réglementation dans ce domaine<sup>2</sup> est le prospectus, document d'information complet et complexe, qui doit nécessairement être remis à tout investisseur lors de la première distribution des valeurs dans le public<sup>3</sup>, sauf si cette distribution est exemptée<sup>4</sup>. Le coût élevé du prospectus, les longs délais nécessités par sa préparation, l'ampleur des informations exigées et la responsabilité découlant de l'enregistrement des valeurs expliquent l'intérêt qu'il peut y avoir à en être exempté<sup>5</sup>. L'étude des exemptions statutaires, réglementaires ou administratives revêt donc un intérêt pratique évident. Cet article est consacré aux exemptions relatives aux transactions de nature privée.

2. La complexité du sujet est décourageante. Elle nécessite que le cadre législatif et réglementaire des opérations de nature privée soit précisé. C'est l'objet principal de cette introduction. Nous envisageons ensuite les conditions relatives à l'offre dans une première partie et celles relatives à la qualité de l'investisseur dans un deuxième temps. La troisième et dernière partie de

---

2. Il existe une similitude remarquable entre les différentes législations nord-américaines dans ce domaine. Les solutions admises aux États-Unis trouvent une application généralisée au Canada, tant au niveau de la législation et de la réglementation que de l'interprétation judiciaire. Cf. la décision de la Cour suprême dans l'affaire *Pacific Coast Coin Exchange of Canada, Ltd. v. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, [1978] 2 R.C.S. 112. Cette étude couvre l'essentiel des problèmes soulevés par l'exception relative aux placements privés tels que prévus dans la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q. 1977, c. V-1 (L.V.M.Q.); *The Securities Act, 1978* de l'Ontario, S.O. 1978, c. 47 (S.A.O., 1978) et son prédécesseur, *The Securities Act, R.S.O. 1970*, c. 426, (S.A.O., 1966); ainsi que dans *The Securities Act of 1933*; 15 U.S. Code, Secs 77a-77aa, s.a. 33 (S.A., 33). Ce dernier régit les transactions sujettes au droit fédéral américain.

Dans cette étude, la Commission des valeurs mobilières du Québec sera désignée par le sigle « C.V.M.Q. », celle de l'Ontario, « O.S.C. », et la Commission fédérale américaine, « S.E.C. ». Depuis la rédaction de cet article, le gouvernement fédéral a rendu public un avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières. Deux études contenues dans cet avant-projet intéressent particulièrement le sujet de cet article: F. IACOBUCCI, « Comment la loi doit définir une valeur mobilière », *Avant-projet*, vol. 3, 249 et W.M.H. GROVER et J.C. BAILLIE, « Exigences en matières de divulgation », *Avant-projet*, vol. 3, 395, et notamment les pages 475 à 523.

3. S.A.O. 1978, *supra*, note 2, arts 52 et ss.; S.A.O. 1966, *supra*, note 2, art. 35; L.V.M.Q., *supra*, note 2, art. 67; S.A. 1933, *supra*, note 2, art. 5(b).

4. S.A.O. 1978, *supra*, note 2, art. 71; S.A.O. 1966, *supra*, note 2, arts 19 et 58; L.V.M.Q., *supra*, note 2, arts 67 et 70; S.A. 1933, *supra*, note 2, art. 4.

5. Il n'est pas dans notre objectif d'analyser les considérations économiques qui font choisir un mode de financement plutôt qu'un autre. Il demeure cependant que le coût économique d'un plan de financement par placement privé est un facteur important dans le processus menant à ce choix. Voir à titre d'exemple J.F. WESTON, E.F. BRIGHAM, P. HALPERN: *Essentials of Canadian Managerial Finance*, Toronto, Holt, Rinehart and Winston, 1979, partie IV (ch. 13 et ss.); « Note: "SEC Rule 144 and 146: Private Placements for the Few" », 59 *Virg. L. Rev.* 886, pp. 889-90 (1973).

l'étude est consacrée à la distribution publique des valeurs à circulation restreinte acquises à la suite d'une transaction de nature privée.

3. Le droit des valeurs mobilières étant un droit essentiellement intéressé à la protection du public investisseur, les transactions qui portent sur des valeurs mobilières doivent être enregistrées toutes les fois où elles risquent d'atteindre directement ou indirectement le public. À l'inverse, lorsque les valeurs faisant l'objet de ces transactions n'atteignent pas le public, les différentes lois des valeurs mobilières les exemptent des formalités de l'enregistrement. C'est autour de cette distinction fondamentale que pivotait l'ensemble de la structure juridique traditionnelle.

4. Quelles que soient les circonstances particulières qui peuvent justifier l'exemption d'une transaction spécifique des exigences de l'enregistrement, il est possible de dire qu'en principe, une exemption est susceptible d'exister lorsque l'investisseur potentiel a les moyens de prendre une décision rationnelle et éclairée et qu'il est capable d'assumer les conséquences financières de sa décision. Autrement dit, lorsque l'investisseur a accès aux renseignements pertinents et qu'il est suffisamment riche et sophistiqué pour effectuer un placement donné sans la protection de la loi.

5. En utilisant cette approche, les lois des valeurs mobilières ont d'abord exempté des exigences du prospectus les transactions où l'une des parties est une banque, une compagnie d'assurance ou une institution financière du même genre<sup>7</sup>. Ces investisseurs sont présumés avoir les moyens financiers, l'expertise et le pouvoir de négociation qui les habilite à négocier des contrats qui leur conviennent. On a aussi assimilé à cette catégorie les institutions exemptées par une décision de la commission concernée<sup>8</sup>, l'exemption étant dans ce dernier cas laissée à l'appréciation de l'autorité administrative et se trouvant accordée habituellement pour un temps déterminé. On peut aussi rapprocher de ces deux catégories l'exemption

---

6. *Pacific Coast Coin Exchange of Canada, Ltd. v. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, *supra*, note 2; voir aussi *Gregory & Co. Inc. v. Quebec Securities Commission*, [1961] R.C.S. 584. Il faut se rappeler cependant que le mandat d'une C.V.M. est plus large.

7. S.A.O. 1978, *supra*, note 2, art. 71(1)(a); S.A.O. 1966, *supra*, note 2, art. 19(1)(3); L.V.M.Q., *supra*, note 2, art. 28(g); la loi du Québec et la nouvelle loi de l'Ontario exigent que l'acheteur soit une institution; S.A. 1933, *supra*, note 2, art. 4(2). À ce sujet voir pour le droit américain: Committee on Developments in Business Financing, Section of Corporation, Banking and Business Law of the A.B.A.: «Institutional Private Placements under the Section 4(2) Exemption of the Securities Act of 1933», 31 *Bus. Law* 515, note 1 (1975).

8. S.A.O. 1978, *supra*, note 2, art. 73; S.A.O. 1966, *supra*, note 2, art. 59; L.V.M.Q., *supra*, note 2, art. 29, S.A. 1933, *supra*, note 2, art. 4(2). Désormais toutes ces personnes seront dénommées des «investisseurs institutionnels».

accordée lorsque l'acquéreur achète des valeurs pour un montant au moins égal à \$97 000<sup>9</sup>. Là aussi l'investisseur est présumé être suffisamment éclairé et suffisamment capable financièrement pour assumer un tel engagement. Ces trois catégories de transactions sont habituellement désignées comme étant des transactions de placement privé<sup>10</sup>.

6. Comme certains émetteurs pourraient être tentés d'éviter les exigences de l'enregistrement en utilisant la technique du placement privé comme un tremplin pour une distribution publique de valeurs, le législateur a dû prévoir des bornes de sécurité<sup>11</sup>. Traditionnellement, on exige de l'acquéreur intéressé à un placement privé une intention réelle d'effectuer un « placement » par opposition à une intention de spéculation ou de distribution des valeurs à court terme. La revente rapide des valeurs, sans que celle-ci ne soit nécessitée par un changement de circonstances de nature à modifier l'intention initiale de l'investisseur, fait présumer l'absence de cette intention. Ceci compromet ainsi l'existence même de l'exemption<sup>12</sup>. L'acquéreur qui dispose rapidement de ses valeurs est assimilé à un souscripteur procédant à une distribution sans enregistrement préalable<sup>13</sup>.

7. Les textes législatifs consacrés aux placements privés sont lapidaires. Ils ont donné lieu à un imposant arsenal de décisions judiciaires et administratives, notamment aux États-Unis. Finalement, certains critères ont été dégagés pour définir les émissions destinées à une circulation privée par opposition à celles plutôt destinées au public. Les critères auxquels on réfère le plus souvent prennent en considération le nombre des personnes sollicitées, la nature de la relation préexistante entre ces différentes personnes et la nature de leur relation avec l'émetteur, le nombre des valeurs offertes,

---

9. S.A.O. 1978, *supra*, note 2, art. 71(1)(d); S.A.O. 1966, *supra*, note 2, art. 19(3). Désormais, nous l'appellerons le « \$97 000 » directement. Ce montant vient en fait d'un achat minimal d'une valeur de \$100 000 duquel une commission de 3% a été déduite; cf. D.L. JOHNSTON, *Canadian Securities Regulation*, Toronto, Butterworths, 1977, pp. 191 et ss.

10. D.L. JOHNSTON, *id.*, p. 194. Des idées semblables se retrouvent dans d'autres exemptions traditionnelles, comme celles accordées pour émettre des valeurs aux officiers ou actionnaires des compagnies. On pourrait aussi rapprocher de ces catégories les exemptions relatives aux émissions effectuées par les compagnies privées. Dans ce dernier cas cependant, l'exemption est aussi accordée pour des raisons pratiques et afin de faciliter le financement des petites entreprises.

11. Voir J.C. BAILLIES, « The Protection of the Investor in Ontario », (1965) 8 *Adm. Pub. Can.* 172, plus particulièrement aux pages 187, 191 et 244-45.

12. Cf. *infra*, para. 62 et ss.

13. Nous avons traduit l'expression « underwriter » par « souscripteur »; S.A. 1933, *supra*, note 2, art. 4(1), (4); voir aussi O.S.C. Policy Re Private Placement; *Re: Warren Explorations Ltd. et al.*, CCH, *Can. Sec. L. Rep.*, # 54-958, ci-après cité CCH (Can).

l'importance de l'émission et les moyens utilisés pour en disposer<sup>14</sup>. La S.E.C. a aussi souligné dès 1962 l'importance pour l'investisseur d'avoir accès à l'information pertinente concernant l'émetteur et l'émission<sup>15</sup>. Plus récemment, on a dit que les critères pertinents concernaient la qualité des investisseurs pressentis, la disponibilité de l'information, les méthodes utilisées pour effectuer l'offre et l'absence de redistribution des valeurs acquises<sup>16</sup>.

8. Les nombreuses tentatives visant à définir avec un minimum de prévisibilité les concepts de « public » et « d'intention d'effectuer un placement » se sont avérées particulièrement difficiles. Il en est résulté un corps de décisions désarticulées, fondé sur des appréciations essentiellement subjectives et ne pouvant offrir aux intéressés qu'une sécurité moins que relative<sup>17</sup>. Devant cette situation, les droits des États-Unis et de l'Ontario ont, dans une étape récente de leur évolution juridique, dégagé des critères objectifs pour remplacer, lorsque ceci est possible, les critères essentiellement subjectifs qui prévalaient antérieurement.

Aux États-Unis, le Règlement 146 adopté en 1974<sup>18</sup> prévoit des conditions qui, lorsqu'elles se trouvent toutes respectées, font accorder à l'émission le statut privilégié de placement privé, et la dispense donc des exigences du prospectus. Cependant, ce Règlement n'est pas exclusif, et il est expressément prévu qu'une émission qui ne répondrait pas à l'ensemble de ses exigences pourrait encore être qualifiée de privée en vertu de l'article 4(2) du *Securities Act* de 1933 si les principes dégagés par la pratique antérieure et la jurisprudence sont respectés<sup>19</sup>.

En Ontario, le paragraphe (1)(p) de l'article 71 du nouveau *Securities Act* de 1978 est le premier texte adopté au Canada dans cette perspective<sup>20</sup>. Ce texte n'a pas la portée générale du Règlement 146 puisqu'il crée une nouvelle possibilité d'exemption pour les placements privés qui ne peut être utilisée par l'émetteur qu'une seule fois et uniquement à l'occasion d'un

---

14. « Factors Involved in Determining Whether Transaction is "Public Offering" », Release n° 33-285, Jan. 24, 1935; CCH, *Fed. Sec. L. Rep.*, # 2740, ci-après cité CCH (Fed.).

15. « Non-Public Offering Exemption », Release n° 33-4552, November 6, 1962; CCH (Fed.) # 2770.

16. Federal Regulation of Securities Committee... : « Section 4(2) and Statutory Law, Position Paper », 31 *Bus. Law*, 483 (1975).

17. *Infra*, para. 31 et ss.

18. « Transactions by an Issuer Deemed not to Involve Any Public Offering », Release n° 33-5487, April 23, 1974, CCH (Fed.) # 2709, ci-après cité comme le Règlement 146.

19. Règlement 146(b)(2); *supra*, note 18.

20. S.A.O. 1978, *supra*, note 2.

financement initial<sup>21</sup>. Elle sera surtout utilisée dans des plans d'abris fiscaux.

Cette particularité mise à part, le paragraphe (1)(p) de l'article 71 est fondé sur des principes analogues à ceux du Règlement 146 et il est possible d'étudier leurs dispositions conjointement. Indépendamment des textes, il semble que l'O.S.C. entende utiliser sa discrétion pour accorder parfois l'exemption, même si toutes les conditions de l'article ne sont pas satisfaites<sup>22</sup>. Si tel est le cas, la situation se rapprocherait beaucoup de celle connue aux États-Unis.

Le droit du Québec dans le domaine des placements privés est encore rudimentaire. La seule exemption statutaire est celle concernant les banques, les compagnies d'assurance et les institutions du même genre. La loi permet par ailleurs à la C.V.M.Q. d'accorder le statut d'acheteur exempté à d'autres institutions et corporations. Elle ne contient pas d'exemptions similaires à celle des « \$97 000 » ou à celle réservée au « financement initial ». La C.V.M.Q. peut utiliser, et utilise effectivement le dernier alinéa de l'article 67 pour accorder les exemptions qu'elle juge opportunes. Cependant, il n'existe pas encore au Québec d'énoncé de politique sur la question, même si les décisions rendues par la Commission réfèrent abondamment au droit américain. De toute façon, il n'existe pas plus de texte québécois adoptant des critères objectifs semblables à ceux dégagés par le Règlement 146 des États-Unis et par le paragraphe (1)(p) de l'article 71 de la nouvelle loi de l'Ontario.

9. Au premier stade de leur évolution, les lois des valeurs mobilières réglementaient principalement le marché primaire, les valeurs offertes dans un marché secondaire n'étant soumises à l'autorisation préalable que lorsque la vente pouvait affecter le contrôle de l'émetteur. Puis la législation évolua de manière à placer l'emphase sur la distribution elle-même, soumettant en principe toute distribution primaire ou secondaire au contrôle préalable. Finalement, dans le but de faciliter le financement des émetteurs soumis au régime de la divulgation continue<sup>23</sup> et d'encourager les autres à s'y soumettre, le Règlement 144 adopté par la S.E.C.<sup>24</sup> et le paragraphe (4) de l'article 71 de la nouvelle loi de l'Ontario permirent, à certaines conditions, à l'acquéreur des valeurs acquises en vertu d'une exemption de placement privé, de les

---

21. *Id.*, art. 71(1)(p)(iv); voir aussi « Exemptions from Prospectus Filing Requirements After Proclamation of the Securities Act, 1978 », O.S.C. *Weekly Summary*, 30 mars 1979, Supplément X-1; CCH (Can) # 70-119.

22. *Cf. infra*, para. 48 et 60.

23. Ce concept de « reporting issuer » est défini au paragraphe (1)(38) de l'article 1 du S.A.O. 1978, *supra*, note 2.

24. « Persons Deemed Not to Be Engaged in a Distribution and Therefore Not Underwriters », Release n° 33-5223, Jan. 11, 1972; (1971-72) CCH (Fed.) # 78,487, ci-après cité comme le règlement 144. Le texte de celui-ci se trouve cependant à CCH (Fed.) # 2705 A.



distribuer au public sans avoir à obtenir une autorisation préalable. Ces dispositions n'ont pas encore leur équivalent au Québec.

10. Grâce à cette évolution législative en dehors du Québec, les notions de « public » et « d'intention de placement » gardent toute leur importance chez nous mais deviennent moins utiles, en tant que telles, dans les autres juridictions étudiées<sup>25</sup>. Cette remarque explique en grande partie le plan que nous avons choisi pour cette étude. En effet, le droit jurisprudentiel développé par les tribunaux aux États-Unis depuis 1933 est indispensable à la compréhension du droit canadien, aussi bien québécois qu'ontarien. Ce droit fait partie intégrante, au moins au niveau des grands principes, de notre droit national. Par ailleurs, le droit nouveau, alternatif, développé aux États-Unis et en Ontario, répond à des préoccupations identiques des deux côtés de la frontière. La valeur et la portée de l'un ne peuvent pas être appréciées de manière indépendante de l'autre. De plus, comme le droit du Québec doit être modifié dans ce domaine, nous avons voulu exposer l'alternative possible.

## 1. Les conditions relatives à l'offre

11. L'étude des conditions de l'offre et celle de la qualité des investisseurs approchés est indispensable pour qualifier un placement privé exempté en application de l'article 4(2) du *Securities Act* ou du Règlement 146 américains. Cette étude est aussi indispensable pour l'application du paragraphe (1) de l'article 71 du *Securities Act*, 1978. Nous pensons que les principes dégagés sont aussi pris en considération par la C.V.M.Q. dans l'étude des dossiers qui lui sont soumis.

Dans cette partie consacrée aux conditions relatives à l'offre, nous aborderons successivement les restrictions qui portent sur le nombre d'investisseurs impliqués, celles concernant la durée globale de l'opération et enfin les exigences d'une promotion restreinte.

### 1.1. Le nombre d'investisseurs impliqués

#### 1.1.1. Le droit des États-Unis

12. Un placement privé est de sa nature même un placement réservé à un nombre limité de personnes. Cependant, s'il est vrai qu'un placement

---

25. Cependant, la notion de public devra être encore utilisée pour déterminer si une compagnie privée (S.A.O. 1978, art. 1(31)) agit comme compagnie publique lorsqu'il sera question de suspendre son enregistrement. Elle sera également utilisée par l'O.S.C. lors de l'exercice de sa discrétion en vertu de l'article 73 de la nouvelle loi.

offert à un grand nombre d'individus est, par définition, public<sup>26</sup>, l'inverse ne l'est pas nécessairement. Ainsi, il est bien établi qu'une offre, même faite à une seule personne considérée comme avertie, pourrait être considérée comme une offre publique soumise aux exigences des lois des valeurs mobilières<sup>27</sup>. Ceci signifie qu'en principe, il faut considérer la qualité des personnes approchées plutôt que leur nombre<sup>28</sup>. L'offre faite à un petit groupe de personnes dont l'une fait partie du « public » pourrait devenir une offre entièrement publique. Ces principes demeurent valables. Cependant, pour des raisons de commodité, la S.E.C. avait émis l'opinion que :

[...] under ordinary circumstances an offering to not more than approximately twenty-five persons is not an offering to a substantial number and presumably does not involve a public offering.<sup>29</sup>

13. Le Règlement 146, qui prévoit des critères plus objectifs exige, pour pouvoir être invoqué, un maximum de trente-cinq acheteurs pour l'ensemble d'un placement privé particulier<sup>30</sup>. Si le nombre dépasse cette limite, l'émetteur doit alors invoquer l'article 4(2) et prouver qu'en vertu des principes généraux, son offre est une offre privée. Théoriquement, l'émetteur demeure alors libre d'offrir son émission à un nombre illimité d'investisseurs potentiels. Cette liberté n'est cependant qu'apparente puisque, d'une part, l'offre faite de façon imprudente deviendrait vite une offre publique en vertu des principes généraux et que, d'autre part, les autres dispositions de ce Règlement limitent substantiellement les méthodes de sollicitation et exigent que tous les investisseurs potentiels approchés soient qualifiés pour un placement privé.

14. Dans le calcul du nombre maximum d'acheteurs prévu par le Règlement 146, on exclut certaines personnes. Il s'agit de cas de relations de parenté avec un acheteur ou d'appartenance économique à ce dernier ou à sa famille. Par ailleurs, on compte comme un seul acheteur les personnes *bona fide* autres que les individus. Cependant le voile de la personnalité morale indépendante sera levé si une corporation a été constituée dans le seul but de participer au placement privé. Finalement, on ne compte pas dans ce nombre les acheteurs qui s'engagent à acheter des valeurs de l'émetteur pour un montant minimum de \$150 000<sup>31</sup>.

---

26. *Nash v. Lynde*, [1929] A.C. 158; *R. v. Piepgrass*, (1959) 29 W.W.R. 218; 23 D.L.R. (2d) 220; 125 C.C.C. 364.

27. *Nash v. Lynde*, *supra*, note 26.

28. *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119; 73 S. Ct 981 (1953).

29. Release n° 33-285, *supra*, note 14, # 2740; Release n° 33-4552, *supra*, note 15, # 2771.

30. Règlement 146 (g)(1); *supra*, note 18.

31. Règlement 146 (g)(2); *supra*, note 18.

### 1.1.2. Le droit de l'Ontario

15. Les principes que nous venons de dégager peuvent s'appliquer sans difficulté en Ontario. Toutefois, l'émetteur qui voudrait bénéficier des critères objectifs prévus au paragraphe concernant l'exemption de financement initial doit respecter une double restriction. Il lui est interdit de solliciter plus de cinquante personnes et il doit limiter ses ventes à vingt-cinq acheteurs réels<sup>32</sup>.

16. Le terme sollicitation n'est pas défini dans la loi ontarienne, mais doit être entendu au sens très large dégagé par la jurisprudence canadienne à l'occasion de la définition du commerce des valeurs mobilières. Il doit même comprendre toute tentative de sollicitation ainsi que toute action, transaction, annonce, conduite ou négociation préliminaire ayant pour objet ou pour effet de réaliser directement ou indirectement une sollicitation<sup>33</sup>. Comme les personnes sollicitées sont des acheteurs potentiels, ils doivent être tous admissibles au statut d'acheteur. Cette disposition est d'application hasardeuse pour l'émetteur, et une erreur de jugement au moment de la sollicitation risquerait de compromettre l'ensemble de l'exemption. Néanmoins, ce risque se trouve limité, comme aux États-Unis, par les restrictions statutaires imposées aux méthodes de sollicitation.

17. L'administration de la règle imposant un maximum de vingt-cinq acheteurs est plus facile que la règle américaine puisqu'elle s'appuie sur le contrat d'achat. Font donc partie du groupe tous les acheteurs effectifs, qu'ils soient de l'Ontario ou de l'extérieur<sup>34</sup>. Cette disposition ne prévoit pas d'exemption analogue à celle du Règlement 146 pour les fins du calcul des acheteurs. Ceci implique à notre avis qu'ils doivent tous être comptabilisés, même s'ils sont apparentés à un autre acheteur ou se trouvent juridiquement sous son contrôle économique exclusif<sup>35</sup>. La question peut devenir importante lorsqu'un acheteur déterminé achète en bloc des unités d'une valeur supérieure à \$97 000, étant ainsi qualifié pour une exemption en vertu du paragraphe (1)(d) de l'article 71. Ce problème est d'autant plus plausible que l'O.S.C. exige parfois que les investisseurs de l'Ontario effectuent un

---

32. S.A.O. 1978, art. 71(1)(p), *supra*, note 2. Voyez cependant la décision *Woods*, D.S.C. *Weekly Summary*, 15 novembre 1979 où la O.S.C. a accepté que les offres soient faites à 75 personnes et que les ventes soient faites à 50 acheteurs.

33. Voir *Gregory & Co. Inc. v. Quebec Securities Commission*, *supra*, note 6.

34. S.A.O. 1978, Regulations, art. 19; O. Reg. 478/79, publié le 28 juillet 1979; CCH (Can) # 50-434.

35. Voir à ce sujet l'énoncé de politique « Exemptions From Prospectus Filing Requirements After Proclamation of the Securities Act, 1978 », *supra*, note 21, pp. 12697-64, 65.

placement pour un montant minimum de \$100 000<sup>36</sup>. Le mot acheteur n'étant pas autrement défini, il nous semble que celui-ci pourrait aussi bien être un individu qu'une personne morale, la personne morale devant acheter *bona fide* et non dans l'intention d'une distribution plus ou moins immédiate à ses actionnaires ou membres<sup>37</sup>.

## 1.2. La durée de l'opération

18. Il est de l'intérêt de l'émetteur et des investisseurs impliqués dans un placement privé que l'ensemble de l'opération soit limitée dans le temps afin que les circonstances de son déroulement soient connues et que ses acteurs puissent être identifiés avec précision<sup>38</sup>. La portée des textes américains et ontariens étant différente, cette limite temporelle est soumise à des mécanismes différents aux États-Unis et en Ontario.

### 1.2.1. Le droit des États-Unis

19. L'article 4(2) du *Securities Act* et le Règlement 146 permettent à l'émetteur d'utiliser l'exemption de placement privé aussi souvent qu'il le désire à condition de réserver chaque émission à un nombre raisonnable d'investisseurs, dans le cas de l'article 4(2), et à un maximum de trente-cinq acheteurs dans le cas du Règlement 146. Toutes ces dispositions étant axées sur l'offre faite à des investisseurs potentiels, il est indispensable pour les respecter, notamment en ce qui concerne le nombre des investisseurs impliqués et leur qualité, de déterminer, chaque fois que l'émetteur entend recourir à un placement privé, si cette offre fait partie d'une offre plus globale; autrement dit si elle doit être intégrée à une offre plus globale<sup>39</sup>.

20. La réponse à la question posée dépend essentiellement des circonstances particulières de l'affaire. Cependant, avant l'adoption du Règlement 146, la S.E.C. avait déjà émis un énoncé de politique en regard de l'article 4(2) du *Securities Act*. Elle avait notamment fait savoir que :

---

36. *Northumberland Mines Ltd.*, O.S.C. *Weekly Summary*, 17/11/78, p. 8A; *DEB. Canadian Resources 1978*, O.S.C. *Weekly Summary*, 5/1/79, p. 11A; *Tormor Exploration Partnership (1979)*, O.S.C. *Weekly Summary*, 16/2/79, p. 10A.

37. Voir à ce sujet: *Re: Warren Explorations Ltd. et al.*, *supra*, note 13; voir également L. LOSS, *infra*, note 186, à la page 2596 et les décisions suivantes: *Westminster Company*, *infra*, note 48; *S.E.C. v. Universal Major Industries Corp. et al.*, *infra*, note 115; *Shaw v. United States*, 131 F. 2d 476, p. 480 (1942) (9<sup>e</sup> circuit); Release n° 33-4552, *supra*, note 15.

38. Cf. T.A. ALBORG, « Application of the Securities Doctrine of Integration to Real Estate Syndicates », 46 *S. Cal. L. Rev.* 428, pp. 448-452 (1972-73).

39. Règlement 146, note préliminaire n° 3; *supra*, note 18.

A determination whether an offering is public or private would also include a consideration of the question whether it should be regarded as a part of a larger offering made or to be made. The following factors are relevant to such question of integration: whether (1) the different offerings are part of a single plan of financing, (2) the offerings involve issuance of the same class of security, (3) the offerings are made at or about the same time, (4) the same type of consideration is to be received, (5) the offerings are made for the same general purpose.

What may appear to be a separate offering to a properly limited group will not be so considered if it is one of a related series of offerings. A person may not separate parts of a series of related transactions, the sum total of which is really one offering, and claim that a particular part is a non-public transaction.<sup>40</sup>

Ces critères sont encore applicables aux décisions fondées sur l'article 4(2) du *Securities Act*<sup>41</sup>. Le Règlement 146 vise, encore une fois, à établir des règles de jeu réalistes. Il précise clairement que les règles usuelles de l'intégration des offres s'appliquent aux cas visés par le Règlement<sup>42</sup>. Cependant, une présomption limitative de la période des offres est prévue. Une offre faite en vertu de l'article 4(2) du *Securities Act* est présumée ne pas devoir être intégrée à des offres ayant eu lieu avant les six mois précédant immédiatement l'offre en question ou après les six mois suivant immédiatement la dernière offre de l'opération, à la condition toutefois que l'émetteur n'offre pas durant cette période des valeurs similaires aux valeurs faisant l'objet de l'émission<sup>43</sup>. Ce halo est d'un an au moins mais, pour déterminer son rayon exact, il faut connaître avec précision la date de la dernière offre ou de la dernière vente faite en application de l'article 4(2). Si à l'intérieur du halo, l'émetteur offre des valeurs semblables à celles qu'il voudrait voir bénéficier de l'exemption, la présomption d'indépendance des deux opérations est écartée, et toutes les offres ainsi que toutes les ventes de valeurs assimilables doivent alors être intégrées pour les fins de l'exemption prévue au paragraphe (b)(1) du Règlement 146.

21. Ces principes déjà difficiles à énoncer sont d'une manipulation encore plus complexe et se refusent à une systématisation poussée. Dans certains cas, il est facile de conclure que les offres sont différentes<sup>44</sup>. Dans d'autres cas la situation est plus délicate. Il en est ainsi lorsque les deux offres sont faites au même investisseur ou lorsqu'elles sont faites par des entités juridiques indépendantes en apparence seulement.

40. Release n° 33-4552, *supra*, note 15, # 2781, 82.

41. CCH (Fed.), # 2345.052; 2345.0510; cf. également *J.I.C. Drilling Companies*, S.E.C. Decision, 23 août 1976; CCH (Fed.) '76-'77 Decisions, # 80,765.

42. Règlement 146, note préliminaire 3, *supra*, note 18, # 2709.

43. Règlement 146(b), *supra*, note 18.

44. *Remote Computing Corporation*, SEC Decision, 28 novembre 1972; CCH (Fed.) '72-'73 Decisions, # 79,182; *Metropolitan Capital Corporation*, SEC Decision, 1<sup>er</sup> mars 1976; CCH (Fed.) '75-'76 Decisions, # 80485.

Ainsi, les différentes offres doivent être intégrées si elles font partie d'un plan unique visant à financer des intérêts identiques. C'est le cas de deux sociétés en commandite qui ont le même associé gérant et qui utilisent le capital souscrit pour exécuter le même forage pétrolier<sup>45</sup>. À l'inverse, lorsqu'il s'agit de deux entités juridiques entièrement séparées, la théorie de l'intégration ne jouera pas, même s'il s'agit de financer deux forages géographiquement proches<sup>46</sup> ou de réaliser deux projets identiques<sup>47</sup>. Dans tous ces cas, il faut apprécier la vraie nature de l'opération ainsi que sa finalité juridique, et ne pas se contenter de sa manifestation extérieure<sup>48</sup>. C'est ainsi qu'il a été décidé que deux offres ne devraient pas être intégrées même si elles étaient faites à la même personne, pour des valeurs semblables, lorsqu'il était certain qu'il ne s'agissait pas du même plan de financement et que le capital n'était pas destiné à la même fin dans les deux cas<sup>49</sup>. La décision peut être semblable même si deux sociétés en commandite ont le même associé gérant, si d'autres éléments distinguent les deux opérations<sup>50</sup>. En dehors de ces quelques lignes directrices, il faut chercher la solution dans les faits mêmes de chaque cas particulier.

### 1.2.2. Le droit de l'Ontario

22. L'Ontario aborde le problème de la durée d'une opération de placement initial privé de manière différente de celle qui prévaut aux États-Unis. Cette différence est la conséquence directe de l'interdiction ontarienne d'utiliser cette exception plus d'une seule fois de même que du choix fait par le législateur ontarien de retenir le concept d'achat de préférence à celui de l'offre.

23. Le paragraphe (1)(p) de l'article 71 de la Loi exige que toutes les ventes soient conclues à l'intérieur des six mois suivants la première vente qui pourrait être exemptée<sup>51</sup>, la loi ne limitant pas directement la durée des

---

45. *Thomas H. Chamber*, SEC Decision, 27 mai 1976; CCH (Fed.) '76-'77 Decisions, # 80168.

46. *Martin Exploration Company*, SEC Decision, 7 sept. 1976; CCH (Fed.) '76-'77 Decisions, # 80794.

47. *Tele Tower, Inc.*, SEC Decision, 25 jan. 1978; CCH (Fed.) 1978 Decisions, # 81540.

48. *Westminster Company*, SEC Decision, 23 sept. 1976; CCH (Fed.) '76-'77 Decisions, #80791.

49. *Pacific Resources, Inc.*, SEC Decision, 13 juil. 1976; CCH (Fed.) '76-'77 Decisions, # 80714.

50. *Thomas H. Chamber*, *supra*, note 45.

51. La SEC avait d'abord pensé insister sur la vente plutôt que sur l'offre, mais cette approche a été jugée moins satisfaisante. Voir CCH (Fed.), # 2710, pp. 2907-9 (explications fournies par la SEC relatives au Règlement 146).

sollicitations qui précèdent la première vente. Par ailleurs, le paragraphe (1)(p) de l'article 71 autorise les ventes après la fin des six mois ; celles-ci doivent toutefois être faites à des personnes ayant déjà acheté des unités à l'intérieur des six mois et en vertu d'un contrat qui a été écrit lui aussi à l'intérieur de cette période. Il s'agit-là d'une souplesse introduite dans un système particulièrement rigide par ailleurs. Son but est d'interdire les nouvelles sollicitations, tout en permettant l'exercice d'options accordées au moment du premier achat.

24. Il nous semble que le problème de l'intégration des offres ne peut se poser en Ontario que lorsque l'émetteur entend utiliser simultanément l'exemption des « \$97 000 » et celle du financement initial, pour vendre des valeurs identiques ou assimilables à plus de trente-cinq acheteurs. Si, par contre, un émetteur continue d'offrir ses valeurs après l'écoulement des six mois, il nous paraît clair que toutes les ventes faites en vertu du paragraphe (1)(p) de l'article 71 se trouveraient entachées d'illégalité en application du principe du « tout ou rien »<sup>52</sup>, et à cause du sous-paragraphe (iv) qui permet à l'émetteur d'utiliser l'exemption du financement initial une fois seulement. Cette solution pourrait être évidemment inéquitable pour l'acheteur de bonne foi. La seule porte de sortie qui nous paraît possible est de faire valoir l'existence d'une autre exemption applicable comme, par exemple, celle prévue au paragraphe (1)(d) du même article.

25. Le sous-paragraphe (iv) interdit le recours à l'exemption de financement initial lorsque le promoteur, qui n'est pas un courtier, a participé dans l'année qui précède à une autre émission exemptée en vertu du même paragraphe. Le but de cette disposition est évident. Il s'agit de s'assurer que cette technique de financement ne soit pas utilisée plus fréquemment que prévu pour le bénéfice du même émetteur par le biais de moyens détournés. L'O.S.C., consciente des nécessités pratiques, notamment dans le domaine des abris fiscaux, a émis à ce sujet une opinion qui mérite d'être rapportée :

This limitation reflects the principal purpose of 71(1)(p), to provide a « seed capital » provision designed to facilitate the initial financing of a new enterprise. In that context, the limitation presents no substantial difficulties of interpretation. However, experience to date indicates a desire to place reliance on 71 (1)(p) with at least equal frequency to facilitate the distribution of tax-oriented securities, designed to take advantage of special tax concessions for multiple unit residential buildings, motion pictures and oil and gas drilling. In most of these situations, a promoter organizes a fund for a specific purpose and sells interests in that fund. If the fund is the issuer of the securities, the limitation that any issuer may rely upon 71(1)(p) only one presents no particular difficulty ; by contrast, if the promoter is the issuer, the limitation may be of serious concern to that promoter. Also, the

---

52. R.H. KINDERMAN, « The Private Offering Exemption : An Examination of its Availability Under and Outside Rule 146 », 30 *Bus. Law.* 921, pp. 925-926 (1975).

determination of who is the issuer has significant implications in the application of rules as to regular financial disclosure subsequent to the distribution. For example, if at the time of the distribution the fund comprises an organization separate from the promoter and with its own management, then it would probably be regarded as the issuer of the securities. At the other end of the spectrum, if the fund is simply a convenient technique for the pooling of money to be invested and administered by the promoter, then the promoter would probably be regarded as the issuer. The determination of where on the spectrum between these situations a particular transaction belongs, and the corollary determination of who is the issuer in each situation, require careful legal analysis<sup>53</sup>.

Il est raisonnable de croire que les critères auxquels réfère la Commission dans ce texte sont semblables aux critères dégagés aux États-Unis en application de la théorie des offres intégrées.

### 1.3. Les techniques de vente

26. L'un des objectifs majeurs de la réglementation des placements privés est de s'assurer que les valeurs ne soient pas distribuées au public sans autorisation préalable. Or, il est bien évident que les techniques de ventes utilisées peuvent transformer une émission qui aurait pu être effectuée en placement privé en émission publique. De manière générale, la jurisprudence aussi bien américaine que canadienne a toujours étudié les méthodes de distribution pour apprécier le caractère public ou privé d'une émission.

27. Dès 1935, la S.E.C. avait émis l'opinion que les

[...] transactions which are effected by direct negotiation by the issuer are much more likely to be non-public than those effected through the use of the machinery of public distribution.<sup>54</sup>

Plus tard, en 1962, la S.E.C. a de nouveau insisté sur ces critères en disant, notamment

When the services of an investment banker, or other facility through which public distributions are normally effected, are used to place the securities, special care must be taken to avoid a public offering [...] Public advertising of the offerings would, of course, be incompatible with a claim of a private offering. Similarly, the use of the facilities of a securities exchange to place the securities necessarily involves an offering to the public.<sup>55</sup>

Ces principes généraux se retrouvent au paragraphe (c) du Règlement 146 et au sous-paragraphe de l'article sur le financement initial de la loi de

---

53. « Exemptions From Prospectus Filing Requirements After Proclamation of the Securities Act, 1978 », *supra*, note 21, p. 12697-64, 65. Dans les faits, la O.S.C. ne semble pas respecter la restriction statutaire relative au promoteur, voyez *Woods*, *supra*, note 32.

54. Rel. 33-285, *supra*, note 14, # 2744.

55. Rel. 33-4552, *supra*, note 15, # 2776. Voir aussi *Halsey v. E.F. Hutton & Co., Inc.*, CCH (Fed.) 1978 *Decisions*, # 93360 (E.D.N.Y., 30 jan. 1978).



l'Ontario. Même si cette dernière disposition se contente d'interdire laconiquement *any advertisement*, nous croyons que ce terme comprend implicitement les principes dégagés aux États-Unis en regard de la disposition qui interdit *any form of general sollicitation or general advertising*. Ceci comprend notamment toute publication et toute annonce dans un journal écrit ou par le moyen de la radio, de la télévision ou d'autres média. L'interdiction doit aussi comprendre, comme aux États-Unis, toute sollicitation par le moyen de réunions ou de séminaires ainsi que toute communication écrite quand les personnes contactées ou présentes à ces réunions ne sont pas qualifiées pour acheter les valeurs offertes. Cette codification incorpore en quelque sorte les définitions américaines de la publicité par l'utilisation de différents moyens de communications tels que la poste<sup>56</sup>, les lettres personnelles<sup>57</sup>, la diffusion de livres<sup>58</sup>, de dépliants<sup>59</sup> ou l'utilisation des télécommunications<sup>60</sup>.

28. Le droit de l'Ontario distingue aussi entre les moyens de promotion utilisés pour exiger ou non la communication aux investisseurs d'un mémorandum. Ainsi lorsque la publicité par les média est autorisée, et c'est le cas des placements destinés aux institutionnels et aux investisseurs intéressés aux placements de plus de \$97 000, le mémorandum est obligatoire<sup>61</sup>. Lorsque par contre, aucune publicité du genre mentionné n'est faite, le mémorandum n'est pas exigé. Par ailleurs, toute publicité étant interdite dans le cas d'un placement initial de nature privée, le mémorandum ne devrait pas être exigé dans ce cas non plus. Tels sont les principes. Cependant, l'O.S.C. a déjà atténué ces nuances<sup>62</sup> et entend exiger la production du document explicatif dans le cas des exemptions prévues aux sous-paragraphes (a), (d) et (p) de l'article 71(1). Elle l'a dit dans les termes suivants :

While such memoranda will not always be used in connection with those distributions, it is reasonable to assume that they will be used by the promotor or distributor in distributions that involve approaches to a significant number, of prospective investors. As indicated above, the Commission would expect such

56. *SEC v. Ralston Purina Co.*, *supra*, note 28.

57. *People v. Montague et al.*, 274 N.W. 347, p. 351 (Sup. Court of Mich., 1937).

58. *Securities and Exchange Commission v. C.R. Richmond & Co. et al.*, 565 F. 2d 1101, p. 1105 (9<sup>e</sup> circuit, 1977).

59. *Tumblewood Bowling Corp. v. P.T. Matisse*, 388 S.W. 2d. 479, p. 483 (Texas Civil Appeal, 1965).

60. *Federal Trade Commission v. National Commission on Egg Nutrition*, 517 F. 2d 485 (7<sup>e</sup> circuit, 1975). Il ne s'agit cependant pas d'une affaire de droit des valeurs mobilières. Voir aussi *Selby v. Horn Advertising, Inc.*, 505 S.W. 2d 417 (Texas Civil Appeal, 1974) où l'on imposa une certaine limite à ce concept vis-à-vis certains écrits bien précis.

61. Voir *infra*, para. 48 et notes 144-146.

62. « Exemptions From Prospectus Filing Requirements After Proclamation of the Securities Act, 1978 », *supra*, note 21, p. 12697-65.

memoranda to be used in any distribution for which advertising is undertaken *and* for any distribution in which 71(1)(p) is relied upon to permit approaches to prospective investors not closely acquainted with the principals<sup>63</sup>.

29. Nous avons, dans les paragraphes qui précèdent, analysé les conditions relatives à une offre de placement privé. Nous avons été amenés, à plusieurs reprises, à référer aux qualités particulières de l'investisseur pouvant être approché lors d'une telle offre. Ces qualités sont déterminantes. Les développements qui suivent essaieront de les préciser.

## 2. Les conditions relatives à la qualité de l'investisseur

30. Ces conditions sont aussi complexes que celles relatives à l'offre elle-même. Elles trouvent leur origine dans la pratique de la S.E.C. ainsi que dans l'interprétation des tribunaux, notamment des tribunaux américains. Dernièrement, le Règlement 146 aux États-Unis, et les dispositions sur le financement initial en Ontario ont essayé d'introduire des critères plus objectifs. Toutefois, ces précédents n'en demeurent pas moins valables et utiles puisque les tribunaux semblent considérer que les nouveaux textes ne font que codifier leurs décisions antérieures<sup>64</sup>. L'ensemble de ces règles a pour objectif de bloquer la distribution publique des valeurs non enregistrées.

### 2.1. La définition du « public »

#### 2.1.1. Le droit des États-Unis

31. *S.E.C. v. Ralston Purina*<sup>65</sup> est la seule décision rendue par la Cour suprême des États-Unis dans le domaine des placements privés. Elle demeure la clef de voûte de toutes les discussions concernant ces questions et définit notamment le sens qu'il faut donner au « public »<sup>66</sup>.

*Ralston Purina* est une importante multinationale qui fabrique et distribue différents produits alimentaires. Elle avait un plan annuel

---

63. *Ibid.*

64. Voir à titre d'exemple: *Woolf et al. v. S.D. Cohn & Co. et al.*, 515 F. 2d 591 (1975), (5<sup>e</sup> circuit), renversé pour d'autres motifs par la Cour suprême: 426 U.S. 944 (1976), à la page 612.

65. *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*, *supra*, note 28. Pour de brefs commentaires, on consultera avec avantage les revues suivantes: P.B. CAMPBELL, 52 *Mich. L. Rev.*, pp. 298-300 (1953-54); commentaire à 21 *Fordham L. Rev.*, pp. 183-185 (1952).

66. Cette notion de public a été abondamment traitée par différents auteurs. On aura avantage à consulter sur le plan canadien D.L. JOHNSTON, *Canadian Securities Regulation*, *op. cit.*, note 9, aux pp. 148-154 et 191 et ss. et un article signé par lui en 1971: « Public Offering Companies and Non-Public Offerings Companies Under the Ontario Business Corporation Act, 1970 », (1971-72) 5 *Ottawa L.R.*, 1, p. 23.

d'émission de valeurs réservée à ses employés modèles (*key employees*). De 1947 à 1951, elle distribua ainsi directement à ses employés des valeurs non enregistrées pour plus de deux millions de dollars. Près de huit pour cent de ses employés, soit plus de cinq cent personnes, profitèrent de cette possibilité. La S.E.C. soutenait qu'il s'agissait d'une émission publique sans enregistrement. La Compagnie prétendait au contraire qu'il s'agissait d'un placement privé exempté puisque l'offre n'était pas faite à tous ses employés, mais seulement à la catégorie ainsi définie :

It would include an individual who is eligible for promotion, an individual who especially influences others or who advises others, a person whom the employees look to in some special way, an individual, of course, who carries some special responsibility, who is sympathetic to management and who is ambitious and who the management feels is likely to be promoted to a greater responsibility.<sup>67</sup>

La Cour, par la plume du juge Clark, trancha le débat en faveur de la S.E.C. Elle cita d'abord, en l'approuvant, une décision britannique devenue classique, *Nash v. Lynde*<sup>68</sup>, à l'effet qu'il n'est pas nécessaire qu'une offre soit faite au monde entier pour qu'elle soit considérée comme publique<sup>69</sup>. Il suffit qu'elle soit faite à deux personnes, parfois même, nous l'avons vu, à une seule personne<sup>70</sup>. La Cour poursuit en précisant l'objet de la loi et le premier critère applicable :

Exemption from the registration requirements of the Securities Act is the question. The design of the statute is to protect investors by promoting full disclosure of information thought necessary to informed investment decisions. The natural way to interpret the private offering exemption is in light of the statutory purpose. Since exempt transactions are those as to which « there is no practical need for \*\*\* (the bill's) application », the applicability of § 4(1) [devenu 4(2) depuis] should turn on whether the particular class of persons affected need the protection of the Act. An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction « not involving any public offering ».<sup>71</sup>

La Cour ne se contenta cependant pas de ce seul énoncé et explicite davantage sa décision. En ce faisant, elle énonça un second principe qui introduisit une confusion considérable dans la jurisprudence ultérieure. Le paragraphe en question disait notamment :

67. *Supra*, note 28, p. 983.

68. *Nash v. Lynde*, *supra*, note 26. Cette décision fut reprise et citée par toutes les décisions canadiennes. Cf. *infra*, para. 32.

69. *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*, *supra*, note 28, p. 983. La Cour a aussi référé, à la p. 984, à *S.E.C. v. Sunbeam Gold Mines*, 95 F. 2d 699, 701 (1938) (9<sup>e</sup> circuit), où il a été dit notamment : To determine the distinction between « public » and « private » in any particular context, it is essential to examine the circumstances under which the distinction is sought to be established and to consider the purposes sought to be achieved by such distinction.

70. *Id.*, p. 984.

71. *Ibid.*

The exemption, as we construe it, does not deprive corporate employees, as a class, of the safeguards of the Act. We agree that some employee offerings may come within § 4(1), e.g., one made to executive personnel who because of their position have access to the same kind of information that the Act would make available in the form of a registration statement. Absent such a showing of special circumstances, employees are just as much members of the investing « public » as any of their neighbors in the community.<sup>72</sup>

### 2.1.2. Le droit canadien

32. Cette décision est systématiquement citée et approuvée au Canada. Les arrêts *Empire Dock*<sup>73</sup>, *Pieprgrass*<sup>74</sup>, *Golden Shamrock*<sup>75</sup>, *McKillop*<sup>76</sup> et *Kiefer*<sup>77</sup> auxquels s'ajoutent les décisions de l'O.S.C.<sup>78</sup> et de la C.V.M.Q.<sup>79</sup>, reflètent le flottement et l'indécision connus aux États-Unis. Cela est principalement dû au fait qu'il s'agit le plus souvent d'une appréciation de la preuve factuelle présentée au juge<sup>80</sup>.

Le professeur Johnston a tenté de faire la synthèse du droit sur cette question. Il est arrivé à des conclusions peu satisfaisantes en soi. Il résume ainsi sa pensée :

- [...] it seems the Canadian law distinguishes among three classes of people:
- (1) those who are not members of the public either because
    - (a) they do not have a need to know the information contained in a prospectus,  
or
    - (b) they are close friends or business associates of an issuer,
  - (2) those who are members of the public, and
  - (3) those who are members of the public but have been statutorily exempted from the forced disclosure provisions.

---

72. *Ibid.*, p. 985.

73. *R. v. Empire Dock Ltd.*, (1940) 50 B.C.R. 34.

74. *R. v. Pieprgrass*, *supra*, note 26.

75. *R. v. Golden Shamrock Mines Ltd.*, [1965] 1 O.R. 692.

76. *R. v. McKillop*, [1972] 1 O.R. 164.

77. *R. v. Kiefer*, [1976] 6 W.W.R. 541 (B.C.C.C.) où le juge cite abondamment l'affaire *Pieprgrass*. Il s'agit de l'appel d'une décision condamnant les appelants suite à des infractions commises en vertu de l'article 37 du *Securities Act*, B.C. L'appel fut rejeté.

78. Voir entre autres : *In the Matter of Section 28 of the Securities Act and In the Matter of James Jeffrey Forsythe*, O.S.C. *Monthly Bulletin*, aug. 1972, pp. 167-68-69; *In the Matter of Shelter Corporation of Canada Ltd. and In the Matter of Section 59 of the Securities Act*, O.S.C. *Bulletin*, jan. 1977, § 6, pp. 13-14.

79. Tout spécialement, *Les Mines Chandor Ltée*, C.V.M.Q., décision 4181, 5/6/74; *B.H.*, vol. V, n° 22, pp. 4-5; il s'agit d'une affaire sous l'article 63 de la loi québécoise et de l'audition accordée subséquentement à la compagnie pour faire valoir son point de vue. L'ordre de cesser de faire le commerce des valeurs de l'appelante fut maintenu.

80. Voir aussi les autres arrêts cités par JOHNSTON, *supra*, note 9, p. 154, en note, ainsi que les brefs commentaires émis sur les autres décisions citées plus haut.

A trade to the third category of person is still a distribution to the public but without compulsory prospectus disclosure. Moreover there is an overlap between categories one and three because in a number of instances the common law tests from category one are used to create a statutory exemption in category three.<sup>81</sup>

Les difficultés inhérentes à la définition du concept de « public » amenèrent les rédacteurs du *Merger Report*<sup>82</sup> à en proposer l'abandon. Leur découragement devant la difficulté du concept s'est traduit en ces termes :

To clear away the confusion which now surrounds the concept of « public » in the present Act we recommend that, excepting for those places in which it is found in section 19(2) the word be eliminated [...] The result of eliminating the use of the word « public » would be that unless the trade falls clearly within one of the exemptions a prospectus or offering circular is mandatory. This will eliminate the necessity for the kinds of introspective and philosophical examinations of relationships between proposed sellers and buyers that engaged the Committee in attempting to produce a general definition for the word.<sup>83</sup>

Le mot « public » disparaîtra effectivement du droit de l'Ontario lorsque toutes les dispositions de la loi entreront en vigueur, i.e. dans environ quinze mois, à la fin de la période transitoire. Mais, même là, la notion demeurera présente, ne fût-ce que pour trancher les cas où une compagnie privée semblerait procéder à une distribution publique<sup>84</sup>, ou encore pour utiliser la discrétion accordée par l'article 73 de la loi lorsqu'il s'agit d'exempter une compagnie qui ne répond pas entièrement aux critères du paragraphe (1)(p) de l'article 71. Au Québec, le concept de « public » demeure particulièrement important<sup>85</sup>.

33. Dans les paragraphes qui suivent, nous analyserons les différents critères utilisés par les tribunaux pour distinguer l'investisseur public de l'investisseur privé.

## 2.2. L'accessibilité aux informations concernant l'émetteur

### 2.2.1. Les règles jurisprudentielles

34. Ce critère était dans un état latent dans les anciens énoncés de politique de la S.E.C.<sup>86</sup> qui n'en a jamais précisé le sens ni les limites<sup>87</sup>. Sa

81. JOHNSTON, *supra*, note 9, pp. 154-155.

82. Department of Financial and Commercial Affairs : *Report of the Committee of the Ontario Securities Commission on the Problem of Disclosure Raised for Investors by Business Combination and Private Placements*, Toronto, février 1970 (Merger Report).

83. *Id.*, pp. 44-45.

84. *Supra*, para. 9.

85. L.V.M.Q., *supra*, note 2, art. 67.

86. Release n° 33-285, *supra*, note 14; release n° 33-4552, *supra*, note 15.

87. Ce n'est qu'en 1974 que la S.E.C., par le Règlement 146, tenta une codification de la notion. Voir *supra*, note 18.

première expression, sous forme de principe, se trouve dans *Ralston Purina*<sup>88</sup>. Cependant cette décision souleva d'emblée une foule de questions. Le problème fut clairement exposé par un auteur dans les termes suivants :

The U.S. Supreme Court held an offering was private whenever the offerees could « fend for themselves. » On the facts of the Ralston Purina offering, the offerees could fend for themselves only if they had access to corporate financial information of the type that would be available to executive personnel of the corporation. « Access » was a requirement on the Ralston facts, but did this mean that in no case could an offeree « fend for himself » unless he had « access » ? Or could an offeree « fend for himself » in some situations merely by possessing investment experience and financial sophistication ? Would the « access » requirement be met, when it was required, if the issuer opened up the company books to the offeree ? Or did the « access » have to stem from a pre-existing relationship between the issuer and the offeree such as employment of the offeree in an executive capacity by the issuing company ?<sup>89</sup>

On peut facilement dire que durant une première période de près de vingt-cinq ans, les tribunaux ont appliqué *Ralston Purina* de plus en plus restrictivement pour en revenir, depuis quelques années, à une application plus libérale et, à notre avis, plus conforme aux principes de la décision mère.

#### **2.2.1.1. L'expression principale de la règle sur l'accessibilité aux informations**

##### **2.2.1.1.1. La période restrictive : de *Gilligan, Will & Co.* à *Continental Tobacco***

35. Il était évident que *Ralston Purina* modifiait la pratique juridique antérieure<sup>90</sup>. Les tribunaux ne tardèrent pas à l'appliquer restrictivement. Ainsi dès 1959, on décida qu'il s'agissait d'une émission publique dans un cas où l'information nécessaire selon la loi n'avait pas été disponible, et où les acheteurs n'avaient pas été *in such a relation to the issuer as to have access to such information concerning the company*<sup>91</sup>. Cette simple nécessité pour l'investisseur d'être « en relation » avec la compagnie s'est transformée quelques années plus tard en une nécessité absolue d'avoir une relation privilégiée avec celle-ci. C'est le sens de la décision *Tax Service*<sup>92</sup> qui dit notamment :

---

88. *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*, *supra*, note 28.

89. J.D. TEMPLE, « Securities : The Private Offering Exemption and Rule 146 », 35 *Mont. L. Rev.*, 299, p. 307 (1974).

90. *Id.*, p. 303.

91. *Gilligan, Will and Co. v. S.E.C.*, 267 F. 2d 461 (1959) (2<sup>e</sup> circuit), Appel à la Cour suprême refusé, 361 U.S. 896; 80 S. Ct. 200.

92. *S.E.C. v. Tax Service, Inc.*, 357 F. 2d 143 (1966) (4<sup>e</sup> circuit).

In view of the issuer's failure to establish specifically that the individuals within the class of offerees were in a special position with respect to knowledge of or access to the information which registration would provide, it is plain that appellants have failed to sustain the burden of proof which the Supreme Court found in *Ralston Purina* [...].

The mere fact that the offerees were attorneys or subscribers to the issuer's publications has no bearing on the critical question respecting the offerees' access to the kind of information which would be made available to them by registration. Obviously, familiarity with the issuer's publications would not connote familiarity with the issuer's financial status.<sup>93</sup>

36. Dans *Custer Channel Wing*<sup>94</sup>, la Cour d'appel fédérale exigea en plus que les investisseurs soient des gens avertis en matière de financement<sup>95</sup> et énonça clairement que ce nouveau critère n'était pas subsidiaire au premier<sup>96</sup>.

Dans *Lively*<sup>97</sup>, la Cour renchérit sur le critère élaboré précédemment. Après avoir interprété *Ralston Purina* dans une optique très étroite<sup>98</sup>, la Cour reconnut que les personnes approchées n'étaient pas des novices. Mais elle fit également remarquer que l'on n'avait pas satisfait au critère de l'accès-

93. *Id.*, pp. 144-45.

94. *United States of America v. Custer Channel Wing Corp. et al.*, 376 F. 2d 675 (1967) (4<sup>e</sup> circuit). Appel à la Cour suprême refusé, 389 U.S. 850.

95. Il s'agit ici du concept américain de *sophisticated investor* que nous traduirons ainsi.

96. « Purchasers were not able "to fend for themselves", nothing that they were "sophisticated investors" and "businessmen of mature experience". But "sophistication" is not a substitute for "access to the kind of information which registration would disclose". Ce critère fut également appliqué dans *Parvin v. Davis Oil Company et al.*, 524 F. 2d 112, 118 (1975) (9<sup>e</sup> circuit); *Woolf et al. v. S.D. Cohn & Co. et al.*, supra, note 64, 902; *Doran v. Petroleum Management Corp.*, infra, note 116, 609; *Lawler v. Gilliam et al.*, infra, note 132. Cf. aussi, de façon générale, Note: « Securities Act of 1933: Business Experience and Access to Corporate Records Required for Private Offering Exemption », *Duke L.J.*, 1017 (1971).

97. *Lively et al. v. Hirschfeld et al.*, 440 F. 2d 631 (avril 1971) (10<sup>e</sup> circuit).

98. Le juge Seth affirmait alors, à la p. 633, que « *The Supreme Court in its description of a possible "private" group in Ralston Purina includes only persons of exceptional business experience and "a position where they have regular access to all the information and records which would show the potential for the corporation"*. Nous croyons quant à nous que jamais la Cour suprême n'avait été aussi loin dans l'appréciation de son exemple. Le juge Clark avait en effet écrit: « *We agree that some employees offerings may come within § 4(1)*, e.g., one made to executive personnel who because of their position... (les soulignés sont de nous). Il s'agissait ici d'un exemple que donnait le juge de la Cour suprême. D'ailleurs, le magistrat avait pris soin de circonscrire les limites de l'expression *key employee* telle que définie par *Ralston Purina* (pp. 121, 122). Il avait ensuite rejeté l'action sur l'absence de preuve faite quant à l'accessibilité des informations nécessaires par les employés visés, et non leur manque d'« *exceptional business experience* ». Cette notion est plutôt le fruit des décisions postérieures à *Ralston Purina*, qui n'ont d'ailleurs jamais accepté la seule expérience des affaires sans preuve de la disponibilité des informations. Cf. *Custer Channel*, supra, note 94.

sibilité. En l'occurrence, la seule preuve de la sophistication n'était pas suffisante.

37. *Hill York Corp.*<sup>99</sup> est une autre décision extrêmement importante<sup>100</sup>. La Cour y reprit les critères indicatifs énoncés par la S.E.C. en 1935<sup>101</sup> et commenta le critère relatif au nombre et à la qualité des personnes pressenties dans les termes suivants :

The relationship between the offerees and the issuer is most significant. If the offerees know the issuer and have special knowledge as to its business affairs, such as high executive officers of the issuer would possess, then the offering is apt to be private. [...]

Also to be considered is the relationship between the offerees and their knowledge of each other. For example, if the offering is being made to a diverse and unrelated group, i.e. lawyers, grocers, plumbers, etc..., then the offering would have the appearance of being public; but an offering to a select group of high executive officers of the issuer who know each other and of course have similar interests and knowledge of the offering would more likely be characterized as a private offering.<sup>102</sup>

Cette décision ajoute donc à l'exigence de l'accessibilité aux informations et à la sophistication de l'investisseur la nécessité d'un lien privilégié avec l'émetteur et la preuve d'une relation pertinente aux affaires de ce dernier entre les différentes personnes pressenties<sup>103</sup>.

38. L'affaire *S.E.C. v. Continental Tobacco*<sup>104</sup> est en même temps le dernier et le plus parfait exemple important du courant restrictif amorcé au lendemain de *Ralston Purina*. Après avoir cité en l'approuvant de longs extraits de *Hill York Corp.*<sup>105</sup>, la Cour conclut :

As pointed out by the Commission, « Even if it were assumed that Continental's prospectus provided those offerees to whom it was disseminated with all the

---

99. *Hill York Corp. et al. v. American International Franchises, Inc. et al.*, 448 F. 2d 680 (sept. 1971) (5<sup>e</sup> circuit).

100. Voir entre autres : « Note: Private Offering Remedies », 62 *Iowa L. Rev.*, 236, p. 241 (1976).

101. Rel. 33-285; *supra*, note 14.

102. *Hill York Corp. et al. v. American International Franchises, Inc. et al.*, *supra*, note 99, p. 688. Ce critère avait cependant déjà été esquissé en 1969 dans l'arrêt *United States v. Hill*, 298 F. Supp. 1221 (1969).

Cette décision allait beaucoup plus loin que celle qui avait été rendue dans l'affaire *Hill York*. Elle y disait ce qui serait repris en d'autres mots dans *Continental Tobacco*, *infra*, note 104. L'arrêt dans *Hill York* fut rendu sur le fait que les acheteurs n'avaient pas bénéficié de toutes les informations qu'on aurait dû leur fournir.

103. *Henderson, III v. Hayden, Stone Inc. et al.*, 461 F. 2d 1069 (juin 1972) (5<sup>e</sup> circuit).

104. *S.E.C. v. Continental Tobacco Co. of South Carolina Inc.*, 463 F. 2d 137 (juin 1972) (5<sup>e</sup> circuit). Pour de brefs résumés des décisions voir : J.D. TEMPLE, *supra*, note 89, p. 308, 09; T.A. ALBERG; M.E. LYBECKER, « New SEC Rule 146 and 147: The Non-public and Intrastate Offering Exemption From Registration For the Sale of Securities », 74 *Colum. L. Rev.*, 627-28 (1974); 34 *Ohio S.L.J.*, 439 (1973); 50 *Texas L. Rev.*, 1447 (1972); 25 *Vand. L. Rev.*, 1274 (1972).

105. *Hill York Corp. et al. v. American International Franchises, Inc. et al.*, *supra*, note 99.



information that registration would disclose, this would not suffice to establish the requisite relationship of those offerees to the company ». That the mere disclosure of the same information that would be contained in a registration statement does not assure exemption was emphasized by this Court in *Hill York v. American International Franchises, Inc.*, *supra*, (Footnote 5). [...]

Continental did not affirmatively prove that all offerees of its securities had received both written and oral information concerning Continental, that all offerees of its securities had access to any additional information which they might have required or requested, and that all offerees of its securities had personal contacts with the officers of Continental.<sup>106</sup>

Cette décision rejeta la prétention de *Continental Tobacco* de bénéficier de l'exemption de placement privé parce que celle-ci n'avait pas été en mesure de convaincre la Cour que chacune des personnes pressenties avait eu cette relation privilégiée indispensable avec la compagnie, qu'elle avait obtenu toutes les informations verbales et écrites voulues et qu'elle avait eu le loisir de rencontrer et de discuter avec les officiers et les dirigeants<sup>107</sup>. Autrement dit, il n'avait pas été prouvé que chacune des personnes pressenties était un *initié* de l'émetteur<sup>108</sup>. Cette approche fut reprise par d'autres décisions<sup>109</sup>.

#### 2.2.1.1.2. La période libérale: depuis *Woolf* et *Doran*

39. *Continental Tobacco* fut très fortement critiquée par la doctrine qui y voyait une interprétation abusive des propos du juge Clark dans *Ralston Purina* ainsi qu'une restriction injustifiée de l'utilisation de l'exemption statutaire prévue à l'article 4(2) du *Securities Act* de 1933<sup>110</sup>.

106. *S.E.C. v. Continental Tobacco Co. of South Carolina Inc.*, *supra*, note 104, p. 160.

107. Le dernier paragraphe de notre citation fut textuellement repris dans l'arrêt *Woolf*, *supra*, note 64, p. 610.

108. On devait établir que « *that the offerees have a very particular relationship to the company, and that the requisite relationship could only be established where it could be expected that the offeree could realistically take advantage of available access to relevant information* ». « Note: Private Offering Remedies », *supra*, note 100, p. 244. Cette décision fut sévèrement critiquée pour l'exigence qu'elle stipulait. Certains ont affirmé qu'elle extrapolait beaucoup trop ce que l'on avait dit dans *Ralston Purina*, *supra*, note 28. Cf. à titre d'exemple: « Note: Private Offering Remedies », *supra*, note 100, pp. 244-45. D'autres affirmèrent avec raison que l'application de l'exception d'émission privée était devenue fort problématique. Cf. R.H. KINDERMAN, *supra*, note 52. La situation était alors devenue précaire. Voir à cet effet J.D. TEMPLE, *supra*, note 89, p. 309; Note « The Private Offering: Rule 146 and Offeree Sophistication », 25 *Maine L. Rev.*, 295, p. 311 (1973), où l'on fait le même type de remarque.

109. *Andrews v. Blue et al.*, 489 F. 2d (367) (1973) (10<sup>e</sup> circuit).

110. Voir à titre d'exemple, KRIPKE, « Wrap-up, Revolution in Securities Regulation », 29 *Bus. Law (Special Issue)* 185, p. 187 (1973). Aussi M.J. REDIKER, « The Fifth Circuit Cracks Down on Not-So-Private Offerings », *Ala. L. Rev.*, 289, pp. 311-15 (1973).

40. *Woolf v. S.D. Cohn & Co.*<sup>111</sup> est la première tentative d'une Cour d'appel fédérale américaine de retourner à une politique plus libérale dans le domaine des placements privés. Mais plutôt que d'y aller directement, la Cour choisit d'explicitier davantage sa propre décision dans *Continental Tobacco*. Le résultat pratique demeure toutefois le même. La décision est plus libérale. La Cour dit en l'occurrence, après avoir noté les appréhensions formulées par les critiques de l'approche restrictive :

We think these fears are unfounded. The quoted language must be read in conjunction with the balance of the opinion, [...]. We cannot agree with those critics [...]. We read it [Continental] as requiring that there be disclosure of the information registration would have revealed to each offeree, with the caveat that such disclosure is not in itself sufficient to qualify for the exemption.<sup>112</sup>

La Cour d'appel du cinquième circuit précisait que l'absence de la relation personnelle entre les personnes pressenties et l'émetteur laissait supposer que l'offre était plutôt publique<sup>113</sup>, mais que ceci ne voulait pas nécessairement dire que l'offre ne pouvait pas être privée<sup>114</sup>. L'offre faite à un initié est une offre exemptée, mais ce n'est pas la seule manière de satisfaire l'exigence du lien entre l'émetteur et les personnes pressenties.

41. Les autres Cours d'appel n'ont pas immédiatement suivi le courant libéral inauguré par *Woolf* et ont continué d'exiger que les investisseurs pressentis aient un statut équivalent à celui d'un initié de l'émetteur<sup>115</sup>. La Cour d'appel du cinquième circuit est revenue à la charge dans l'affaire *Doran v. Petroleum Management Corp.*<sup>116</sup>. Dans cette décision, la Cour s'écarta de l'approche classique qui exigeait le respect de l'ensemble des critères dégagés par la jurisprudence. Le juge Goldberg, parlant au nom de ses collègues, affirma que la pierre angulaire de la réglementation envisagée par le législateur était la divulgation des informations<sup>117</sup>. Il dit que l'important pour établir l'accessibilité aux informations était la nature de la

---

111. *Woolf et al. v. S.D. Cohn & Co. et al., supra*, note 64.

112. *Id.*, pp. 610, 612-13.

113. *Id.*, p. 614.

114. «Note: Private Offering Remedies», *supra*, note 100, p. 248.

115. *General Life of Missouri Investment Co. v. Shamburger*, 546 F. 2d 774 (1976) (8<sup>e</sup> circuit). On avait alors tenté d'établir que Shamburger bénéficiait du statut d'initié, possédant toutes les informations nécessaires, pp. 782-83; *S.E.C. v. Universal Major Industries Corp. et al.*, (S.D. N.Y.) 1975, CCH, '75-'76 Decisions, # 95229; 546 F. 2d 1044 (1976) (2<sup>e</sup> circuit) confirmant le jugement de première instance. On ne fit, en appel, aucune mention à l'arrêt *Woolf*.

116. *Doran v. Petroleum Management Corp.*, 545 F. 2d 893 (1977) (5<sup>e</sup> circuit). Cf. à titre de commentaires: 46 *Cinc. L. Rev.*, 618 (1977); 3 *Jour. of Corp. L.*, 579 (1978); 9 *Texas Tech. L. Rev.*, 343 (1977-78).

117. *Id.*, p. 904.

relation entre l'émetteur et la personne approchée et non la divulgation de ces informations par la compagnie<sup>118</sup>.

En fait, le juge a ainsi rétabli la distinction entre deux critères souvent confondus, la divulgation et l'accessibilité<sup>119</sup>. Ceci fait, il réaffirma le principe énoncé dans *Woolf*<sup>120</sup> qui rejetait la nécessité de prouver la qualité d'initié pour pouvoir bénéficier de l'exception<sup>121</sup>.

Depuis cette décision, les tribunaux ont accepté la tendance ainsi amorcée et ont cessé d'exiger un statut d'initié des investisseurs pressentis.

### 2.2.1.2. La divulgation des informations par l'émetteur

42. La plupart des décisions où l'on discuta de l'accès de l'investisseur aux informations concernant l'émetteur passèrent sous silence l'obligation qu'avait celui-ci de divulguer, au moment de la transaction, des informations équivalentes à celles qui auraient été disponibles si l'émission avait été enregistrée. Seuls quelques arrêts mentionnèrent que l'émetteur n'avait pas satisfait à cette obligation, mais ils le firent en constatant que les investisseurs n'avaient pas accès à l'information pertinente. Ce fut le cas dans *Gilligan*<sup>122</sup>, *Tax Service*<sup>123</sup>, *Hill York*<sup>124</sup>, *Continental*<sup>125</sup> et plus spécifiquement dans *Henderson*<sup>126</sup>. Quelques auteurs dont Kinderman<sup>127</sup>, avaient déjà noté la fine distinction qu'il fallait apporter entre l'accès à l'information et la divulgation de celle-ci par l'émetteur. Ils soutenaient que l'on pouvait bénéficier de l'exemption de placement privé si l'accessibilité ou la divulgation d'informations pertinentes étaient établies. *Doran*<sup>128</sup> a clairement

118. *Id.*, p. 905.

119. *Id.*, pp. 905-06.

120. *Woolf et al. v. S.D. Cohn & Co. et al.*, *supra*, note 64.

121. *Doran v. Petroleum Management Corp.*, *supra*, note 116, p. 907. Le magistrat réaffirmait un peu plus loin ne pas interpréter *Continental* comme exigeant une telle qualité. *Id.*, p. 908.

122. *Gilligan, Will and Co. v. S.E.C.*, *supra*, note 91.

123. *S.E.C. v. Tax Services, Inc.*, *supra*, note 92.

124. *Hill York Corp. et al. v. American International Franchises, Inc. et al.*, *supra*, note 99.

125. *S.E.C. v. Continental Tobacco Co. of South Carolina, Inc.*, *supra*, note 104.

126. *Henderson, III v. Hayden, Stone Inc. et al.*, *supra*, note 103. Le juge posa alors les questions suivantes: «Did they possess the same information as would be found in a registration statement? Did they have access to such information?», (p. 1072).

127. R.H. KINDERMAN, *supra*, note 52, p. 942 où il écrivait: «[...] the offeree [...] should either have "access" to or have furnished to him the same kind of information which would have been furnished to him by a registration statement relating to the offering». Aussi au même effet: Note: «The Private Offering: Rule 146 and Offeree Sophistication», *supra*, note 108, p. 310; Note: «SEC Rule 146 — The Private Placement Exemption», 58 *Minn. L. Rev.*, 1125 (1974).

128. *Doran v. Petroleum Management Corp.*, *supra*, note 116.

établi cette distinction entre les deux critères différents, mais subsidiaires. Cette décision a aussi précisé que l'exigence des tribunaux quant à certains des éléments constituant l'accessibilité se devait d'être moins élevée lorsqu'on faisait reposer l'utilisation de l'exemption sur la divulgation faite par l'émetteur. Le paragraphe suivant est pertinent :

[...], if the defendants could prove that all offerees were actually furnished the information a registration statement would have provided, whether the offerees occupied a position of access preexisting such disclosure would not be dispositive of the status of the offering. If disclosure were proved and if, as here, the remaining factors such as the manner of the offering and the investment sophistication of the offerees weigh heavily in favor of the private status of the offering, the absence of a privileged relationship between offeree and issuer would not preclude a finding that the offering was private. Any other conclusion would tear out of context this court's earlier discussions of the § 4(2) exemption and would conflict with the policies of the exemption.

Alternatively it might be shown that the offeree had access to the files and record of the company that contained the relevant information. Such access might be afforded merely by the position of the offeree or by the issuer's promise to open appropriate files and records to the offeree as well as to answer inquiries regarding material information. In either case, the relationship between offeree and issuer now becomes critical, for it must be shown that the offeree could realistically have been expected to take advantage of his access to ascertain the relevant information.

Similarly the investment sophistication of the offeree assumes added importance, for it is important that he could have been expected to ask the right questions and seek out the relevant information.

In sum, both the relationship between issuer and offeree and the latter's investment sophistication are critical when the issuer or another relies on the offeree's « access » rather than the issuer's « disclosure » to come within the exemption.<sup>129</sup>

La décision rendue dans *Doran* va plus loin que celle de *Woolf*<sup>130</sup> sur ce terrain<sup>131</sup>. Les décisions ultérieures adoptèrent cette distinction<sup>132</sup>.

### **2.2.1.3. Le pouvoir de négociation et l'accessibilité aux informations**

43. Il est compréhensible qu'un investisseur potentiel important ait à sa portée plus de moyens de négociation et de persuasion lui permettant d'obtenir d'un émetteur les informations nécessaires à sa décision qu'un investisseur de moindre importance. Il est donc raisonnable de penser que ce pouvoir, lorsqu'il existe, laisse supposer une négociation entre partenaires

---

129. *Id.*, pp. 904-05.

130. *Woolf et al. v. S.D. Cohn & Co. et al.*, *supra*, note 64, pp. 610, 612-13.

131. Voir un commentaire de l'arrêt *Doran* écrit par A.L. PRICE et publié à 9 *Texas Tech. L. Rev.*, 343, p. 347 (1977-78).

132. *Lawler v. Gilliam et al.*, 569 F. 2d 1883 (1978) (4<sup>e</sup> circuit).

égaux, sur une base individuelle et privée tranchant avec une offre publique qui se traduit le plus souvent par un contrat d'adhésion<sup>133</sup>. Dans le premier cas, on peut présumer que l'investisseur a accès aux informations pertinentes. Ce *bargaining power* peut résulter de contextes très différents et il est impossible de tracer le profil d'une situation type<sup>134</sup>. Il est certain cependant que pour évaluer ce critère, il faudrait le placer dans un contexte général. Un comité du Barreau américain avait dit en l'occurrence :

[...] we think the term economic bargaining power, as used in the private placement context, should be understood as a term of art. It is, to a large extent, an attribute which an offeree may be presumed to have based upon several factors including, but not necessarily limited to, available resources, financial experience and history as an investor. It is not to be determined primarily from a factual analysis of the relative bargaining strengths of a particular issuer vis-à-vis a particular offeree in a given factual setting.<sup>135</sup>

44. Ce pouvoir de négociation économique peut résulter d'une relation antérieure à une émission particulière comme il pourrait se manifester pour la première fois à l'occasion d'un tel projet. Ceci serait le cas notamment lorsqu'un investisseur institutionnel discute les termes d'un premier placement privé avec un émetteur. Cette approche semblait avoir été admise jusqu'à *Continental Tobacco*<sup>136</sup> dont la philosophie générale, particulièrement restrictive, et l'exigence d'une relation privilégiée entre l'émetteur et l'investisseur pressentis, de la nature d'une relation d'initié, semblaient restreindre les placements privés aux partenaires ayant déjà ce genre de relations. Cette approche nous semble reconnaître le but principal de la législation qui est d'assurer à l'investisseur averti l'accessibilité aux informations nécessaires, que ces informations soient simplement disponibles ou qu'elles soient mises à sa disposition. Nous pensons que les arrêts *Woolf*<sup>137</sup> et *Doran*<sup>138</sup> ramènent le débat à des dimensions voulues initialement par *Ralston Purina*<sup>139</sup> et méconnues par les décisions qui lui sont ultérieures. Il nous semble normal de croire qu'après ces deux dernières décisions, la force de persuasion économique dont bénéficie l'investisseur sera prise en considération comme un élément positif pour mesurer le degré d'accessibilité aux informations.

133. Cf. Federal Regulation of Securities Committee, *supra*, note 16.

134. *Id.*, p. 494; voir aussi J.R. KING, « The Concept of Access in the Private Offering » (commentaire de *S.E.C. v. Continental Tobacco*), *supra*, note 104, p. 445.

135. Federal Regulations of Securities Committee, *supra*, note 16, p. 495.

136. *S.E.C. v. Continental Tobacco Co. of South Carolina, Inc.*, *supra*, note 104.

137. *Woolf et al. v. S.D. Cohn & Co. et al.*, *supra*, note 64.

138. *Doran v. Petroleum Management Corp.*, *supra*, note 116.

139. *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*, *supra*, note 28.

## **2.2.2. Les règles subsidiaires au droit commun sur l'accessibilité**

### **2.2.2.1. Le droit des États-Unis**

45. Le Règlement 146 a adopté une politique libérale et réaliste relativement à l'obtention des renseignements. Ainsi le paragraphe (e) du Règlement précise sous le titre évocateur de *Access to or furnishing of information*, que l'accès aux informations ne peut résulter que de la situation privilégiée qu'occupe l'investisseur potentiel par rapport à l'émetteur. Cette situation peut résulter de l'emploi d'une relation familiale ou d'une sérieuse possibilité de négociation. Ces hypothèses permettent à l'investisseur d'obtenir de l'émetteur les informations nécessaires à l'évaluation des mérites et des risques du placement projeté. Si par contre, les conditions d'accessibilité ne sont pas satisfaites, l'on peut, à titre subsidiaire, se prévaloir de l'autre partie de l'article qui se rapporte à la divulgation des informations nécessaires à la compréhension et à l'évaluation du projet par l'acheteur. Donc, la position jurisprudentielle sur cet aspect est conforme dorénavant aux dispositions du Règlement 146.

46. Si l'investisseur n'a pas accès à l'information, celle-ci doit lui être divulguée. Le Règlement met donc l'emphase sur la nécessité que ces informations parviennent à l'investisseur plutôt que de s'attarder à se demander quelle partie devrait demander ou offrir cette information. L'investisseur doit, préalablement à la vente, soit avoir accès à l'information, soit se la voir offrir par l'émetteur<sup>140</sup>. La nature et l'étendue de cette information sont précisées aussi bien en ce qui concerne l'émetteur soumis à la divulgation continue qu'en ce qui concerne celui qui ne l'est pas. Il s'agit, globalement, d'une information équivalente à celle d'un prospectus mis à jour<sup>141</sup>. Mais ce n'est pas tout. Le Règlement exige en plus que l'émetteur permette à l'investisseur et à son représentant de s'informer et d'obtenir des réponses aussi bien sur les termes mêmes de l'émission que sur toute autre question qui l'intéresse<sup>142</sup>. Cette opportunité est prévue pour permettre à l'investisseur de s'assurer, par ses propres moyens, de la véracité des représentations qui lui sont faites.

### **2.2.2.2. Le droit de l'Ontario**

47. La nouvelle loi de l'Ontario prévoit, dans les dispositions concernant l'exemption de financement initial privé, que tout acheteur doit être en mesure d'obtenir une information adéquate. Cette analogie avec le

---

140. Règlement 146(e)(1)(i) et (ii); *supra*, note 18.

141. *Ibid.*

142. Règlement 146(e)(2); *cf.* également CCH (Fed.) # 2710, pp. 2907-8.

143. S.A.O. 1978 *supra*, note 2, art. 71(1)(p)(ii).

droit américain au niveau des principes n'est pas respectée au niveau des modalités. En Ontario, cette préoccupation de la loi se matérialise ainsi :

- (ii) each purchaser has access to substantially the same information concerning the issuer that a prospectus filed under this Act would provide and is,
  - a) an investor who, by virtue of his net worth and investment experience or by virtue of consultation [...], is able to evaluate the prospective investment on the basis of information respecting the investment presented to him by the issuer, or
  - b) a senior officer or director of the issuer or his spouse, parent, brother, sister or child.<sup>143</sup>

48. Chaque acheteur, abstraction faite de la nature de sa relation avec l'émetteur, doit donc avoir accès à une information équivalente à celle qui aurait été fournie si un prospectus avait été distribué. La loi n'impose pas à l'émetteur le devoir de faire les premiers pas dans certains cas. Nous ne croyons pas qu'une telle obligation puisse découler du sous-paragraphe (a). Il nous semble plutôt que la partie de la phrase [...] *on the basis of information [...] presented to him by the issuer* vise tout simplement l'information dont l'émetteur est responsable et non une obligation particulière de divulgation prévue à l'avantage du groupe visé par le sous-paragraphe. Par ailleurs, le droit de l'Ontario ne comprend aucune énumération des documents dont la distribution préjugerait favorablement de l'accessibilité des informations aux investisseurs. Le législateur ontarien a choisi une voie différente. La distribution d'un mémorandum, document similaire au prospectus<sup>144</sup>, est exigée lorsqu'il y a publicité, quand on s'adresse à des acheteurs visés aux paragraphes 71(1)(a) et (d) et lorsqu'il n'y a pas de publicité, à ceux visés par 71(1)(d) et (p)<sup>145</sup>.

144. (1) « For purposes of this section, "offering memorandum" means a document purporting to describe the business and affairs of the issuer which has been prepared primarily for distribution to and review by prospective investors so as to assist those investors to make an investment decision in respect of securities being sold in a distribution to which section 52 or section 61 of the Act would apply but for the availability of the exemptions contained in one or more of clauses a, d or p of subsection 1 of section 71 of the Act but does not include

- (a) a document setting out current information as to the issuer for the benefit of prospective investors previously familiar with the issuer through prior business contracts; or
- (b) for the purpose of subsection 2 only, an annual report, interim report, information circular, takeover bid circular, issuer bid circular, prospectus or other such document the content of which is prescribed by law. » [S.A.O. 1978 Regulation, *supra*, note 34, art. 20(1)].

145. « The exemptions in clauses a and d of subsection 1 of section 71 are unavailable as to a trade made through an advertisement of the securities in printed media of general and regular paid circulation, radio or television, unless an offering memorandum is furnished to the investor concurrently with or prior to the completion of the investment. » [S.A.O. 1978 Regulation, *supra*, note 34, art 20(3)]. Cf. à ce sujet le paragraphe 28, *supra*.

Si un mémorandum est effectivement distribué, l'émetteur pourrait être tenu responsable de son contenu et l'investisseur aurait à sa disposition une action en responsabilité contractuelle semblable à celle découlant de l'utilisation d'un prospectus<sup>146</sup>.

49. La loi de l'Ontario et son Règlement n'imposent pas à l'émetteur l'obligation d'offrir aux investisseurs intéressés à un placement la possibilité de poser des questions. Toutefois l'O.S.C. a déjà fait savoir que :

The Commission's view is that, whether or not an offering memorandum is prepared, this condition [la disponibilité de l'information] is not satisfied unless the purchaser (and his adviser, if any) has a meaningful opportunity to ask questions of a knowledgeable representative of the issuer.<sup>147</sup>

### 2.3. La capacité d'autodéfense de l'investisseur

#### 2.3.1. Les règles jurisprudentielles

50. Il est généralement admis que le critère dégagé par *Ralston Purina* est double. Il ne suffit pas que les informations soient à la portée de l'investisseur mais il faut aussi que celui-ci soit en mesure de se protéger ou de se défendre<sup>148</sup>. Nous avons étudié dans les développements précédents le

---

146. S.A.O. 1978 Regulation, *supra*, note 34, art. 20(2) qui se lit ainsi :

« (2) Notwithstanding the exemptions in clauses d and p of subsection 1 of section 71, sections 52 and 61 apply to a trade in which an offering memorandum is used unless,  
(a) each investor in the distribution is given a contractual right of action for rescission or damages, at his election, exercisable: on notice given not more than ninety days subsequent to the date of investment, which right shall correspond to the extent reasonably feasible to the rights provided by section 126 of the Act as to a prospectus and may specify defences equivalent to those available under that section where the offering memorandum.

(i) contains an untrue statement of a material fact, or

(ii) omits to state a material fact necessary in order to make any statement contained therein not misleading in the light of the circumstances in which it was made;

(b) the offering memorandum describes the right of action referred to in clause a and how that right is to be provided; and

(c) two copies of the offering memorandum are delivered to the Commission concurrently with or prior to the date upon which, in compliance with subsection 3 of section 71, the report of the first trade made in the course of distribution is made ».

Sur la nécessité de produire un memorandum dans le cadre de l'exception visée à l'article 71(1)(p), voir *supra*, para. 28.

147. « Exemptions From Prospectus Filing Requirements After Proclamation of the Securities Act, 1978 », *supra*, note 21, # 70-119, p. 12697-64. Il est à noter que cette exigence ne découlait ni du texte de loi, ni du Règlement. Sa force obligatoire légale doit donc être prise avec réserve.

148. Le Règlement 146(d)(1)(i) et (2)(i) prévoit maintenant un critère vraiment alternatif. Mais la doctrine et les tribunaux ont longuement tergiversé sur la présence d'un seul ou de deux critères dans l'arrêt *Ralston Purina*.



premier critère. Nous abordons maintenant le second. En réalité, ces propositions ne sont que les deux volets indispensables d'une même idée. Pour que l'investisseur soit en mesure d'atteindre l'information disponible, de demander des informations supplémentaires, d'analyser les données fournies et de comparer des opportunités financières avant de prendre une décision éclairée, bref pour qu'il puisse se protéger sans la protection de la loi, il est indispensable qu'il soit suffisamment expérimenté en affaires et averti. À l'inverse, le spécialiste le plus éclairé est incapable d'exercer ses talents s'il n'a pas accès à l'information<sup>149</sup>. En appliquant ces principes, le droit est passé du concept de la « capacité de se défendre » à sa matérialisation, la « sophistication » de l'investisseur.

51. Il est encore une fois difficile de tracer le portrait robot de l'investisseur averti et expérimenté, capable d'évaluer un projet précis et d'assumer les conséquences de sa décision. Le problème n'est pas exclusif aux placements privés<sup>150</sup>. La difficulté consiste cependant à tracer la ligne de démarcation quelque part dans la gamme des possibilités entre l'investisseur institutionnel, compétent par définition et équipé pour l'analyse, et toute autre personne pouvant se procurer le prix des valeurs offertes<sup>151</sup>. Cette idée a été aussi présentée ainsi :

All those who are not sufficiently sophisticated to qualify as offerees of every type of security for every type of offering should not be lumped together. The unsophisticated range from the total incompetent in financial matters, and possibly other matters as well, to the worldly man of business who knows a good deal about money

---

La situation par rapport à ce problème fut relativement confuse. Dans *D.H. Woodward et al. v. Wright et al.*, 266 F. 2d 108 (1959), le juge Murrah utilise le seul critère de protection individuelle: « An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction "not involving any public offering" », p. 110. Dans *Garfield, infra*, note 158, on cite exactement le même passage, mais la preuve testimoniale démontre également une spécialisation du demandeur (1963). Par contre, dans *A.B. Pawin, supra*, note 96, on définit le placement privé comme une transaction où l'investisseur n'a pas besoin de la protection de la loi « because they already have access to the kind of information that would be contained in a registration statement », (p. 118). *Continental Tobacco, supra*, note 104, p. 158 est également au même effet. Quant à M. KINDERMAN, *supra*, note 52, il soutenait que la protection individuelle était le principal critère utilisé dans *Ralston Purina*. Pour savoir s'il était rencontré, « the most important factor is whether the offeree is sufficiently "sophisticated" to understand... », (p. 941). Voir aussi « Proposed SEC Rule 146: The Quest for Objectivity », 41 *Fordham L. Rev.*, 887, p. 897 (1973).

149. Voir à cet effet *Lawler v. Gilliam et al.*, *supra*, note 132.

150. Voir N.N. ANTAKI, *op. cit.*, note I, para. 28 et ss.

151. J. PATTON, « The private Offering: A Simplified Analysis of the Initial Placement », 27 *Bus. Law.*, 1089, p. 1090 (1972); voir aussi *S.E.C. v. International Scanning Devices, Inc. et al.*, (D.C. West Dist. of New York, avril 6, 1977); CCH (Fed.) '77-'78 *Decisions*, # 96147, où la Cour énonça un critère sous forme négative.

matters but who has had limited experience in corporate finance and private placements.<sup>152</sup>

52. Il est certain que l'expérience pertinente nécessaire doit nécessairement provenir du domaine des investissements mobiliers. Mais, même à ce niveau, il est difficile de s'entendre sur une définition unique. Cette question s'est posée dans *Continental Research v. Cruttenden, Podesta et Miller*<sup>153</sup>. Les différents experts appelés au moment de la preuve ne se sont pas entendus sur le sens du terme. Un extrait intéressant de la décision rapporte à cet effet :

A sophisticated investor was described in various ways by experts at the trial. His sophistication was alternatively described to be a function of his knowledge of the market, his general economic position in life, or his current tax situation in regard to capital gains and losses. One expert said that a sophisticated investor was one who knew as much about the market as the salesman who came to call on him; he fully appreciated the risks involved in untried corporations without being given a full and formal disclosure. Another described a typical sophisticated investor as a man in business with a large current income who invested some of his funds in proven securities but also had funds with which to speculate. A third description portrayed a man who will buy speculative issues because he has large capital gains and does not object to some losses due to his high tax bracket.<sup>154</sup>

Ce concept fut utilisé pour la première fois par la Cour d'appel fédérale dans *Custer Channel Wing*<sup>155</sup>. Dans l'affaire *Livens*<sup>156</sup>, on se contenta de noter que quelques investisseurs étaient des amis personnels de l'émetteur et que tous étaient des hommes d'affaires expérimentés<sup>157</sup>. *Garfield*<sup>158</sup>, abonde dans le même sens<sup>159</sup>.

Une des décisions les plus utiles pour tracer les limites de ce critère d'après la jurisprudence nous semble être *Lively v. Hirschfeld*<sup>160</sup>. La Cour d'appel a estimé qu'un pilote d'avion qui possédait une expérience considérable des affaires et qui achetait des valeurs de temps en temps ne répondait pas au critère exigé pour le placement particulier. *Hill York*<sup>161</sup> et *Doran*<sup>162</sup> ont abordé aussi le problème, mais ne permettent pas de tirer des conclusions de portée générale<sup>163</sup>.

152. Federal Regulation of Securities Committee, *supra*, note 16, p. 492.

153. 222 F. Supp. 190 (D.C. Minnesota, sept. 27, 1963).

154. *Id.*, p. 193.

155. *United States of America v. Custer Channel Wing Corp. et al.*, *supra*, note 94.

156. *John Livens v. William D. Witter Inc. et al.*, 374 F. Supp. 1104 (D.C. Mass., avril 25, 1974).

157. *Id.*, p. 1109: «[...] and all were experienced businessmen and investors».

158. *Garfield v. T.C. Strain et al.*, 320 F. 2d 116 (1963) (10<sup>e</sup> circuit).

159. *Ibid.*, voyez notamment à la page 119.

160. *Lively et al. v. Hirschfeld et al.*, *supra*, note 97.

161. *Hill York Corp. et al. v. American International Franchises, Inc. et al.*, *supra*, note 99.

162. *Doran v. Petroleum Management Corp.*, *supra*, note 116.

163. *S.E.C. v. International Scanning Devices, Inc. et al.*, *supra*, note 151.

53. La difficulté que nous avons éprouvée à préciser le contour de cette notion résulte de l'appréciation globale que les tribunaux font de l'ensemble des éléments qui leur sont fournis. Un fait est cependant certain. Il faut que l'investisseur puisse évaluer l'investissement particulier qui lui est offert. Or il ne nous semble pas qu'une expérience de placement dans les obligations ou même dans les actions pour lesquelles existe un marché public soit suffisante pour évaluer un placement privé à cause de la différence fondamentale due précisément à l'absence de marché pour les placements privés<sup>164</sup>. Il résulte de cette différence qu'un investisseur qui achète des valeurs à circulation restreinte doit être en mesure de les garder suffisamment longtemps et d'en assumer les risques. Les méthodes de financement de ces valeurs sont particulières et leur traitement fiscal est souvent différent.

### 2.3.2. Les règles subsidiaires au droit commun sur la capacité d'autodéfense

54. Le droit fédéral des États-Unis et la nouvelle loi de l'Ontario ont réglementé ce domaine, mais la voie choisie diffère une fois de plus dans les deux cas.

#### 2.3.2.1. Le droit des États-Unis

55. Le paragraphe (d) du Règlement 146 impose à l'émetteur le fardeau de vérifier à deux reprises différentes l'admissibilité des investisseurs potentiels au programme de financement proposé. D'abord, il doit avoir des raisons valables de penser que toutes les personnes pressenties sont admissibles à l'exemption, ce qui suppose que l'émetteur doit procéder à une présélection avant de pressentir les investisseurs potentiels. Après quoi, immédiatement avant chaque vente et après une enquête suffisante, il doit s'assurer que la vente n'est faite qu'à une personne qui répond effectivement à tous les critères. Ceci est raisonnable puisqu'il arrive souvent que ces placements soient offerts sans l'intervention habituelle des professionnels soumis au contrôle de la S.E.C. et à un code d'éthique qui impose la connaissance des besoins du client et sa qualification légale pour une opération proposée.

Cette première distinction est importante parce que la responsabilité de l'émetteur dépend du niveau de sophistication des investisseurs.

56. Si l'investisseur est jugé suffisamment sophistiqué par l'émetteur, celui-ci n'aura plus qu'à vérifier, avant l'offre et avant l'achat, que ses

---

164. Cette distinction a été établie dans l'arrêt *De Witt v. American Stock Transfer Company, et al.*, CCH (Fed.) '77-'78 Decisions, # 96089 (S.D. N.Y., 20 juin 1977).

connaissances et son expérience des affaires le rendent capable d'évaluer les avantages et les inconvénients du placement projeté. Dans ce premier cas, l'émetteur n'a pas à vérifier la capacité financière du client d'assumer le risque de l'investissement.

57. Si, par contre, l'investisseur n'est pas jugé suffisamment sophistiqué, alors l'offre ne peut lui être faite que s'il est jugé capable de supporter le risque financier du placement. Mais pour que l'opération avec cet investisseur soit valide, il faut que durant les négociations et au moment de la vente, il soit assisté par une personne capable de le conseiller. Les connaissances et l'expérience conjuguées de l'investisseur et de son conseiller doivent leur permettre d'évaluer le placement projeté. Il incombe dans ce cas à l'émetteur de s'assurer, avant de finaliser la vente, que l'investisseur est effectivement capable de supporter les risques financiers de l'opération. Cette exigence supplémentaire par rapport au premier cas est jugée nécessaire par la S.E.C. pour contrôler le type d'investisseurs auxquels une telle offre peut être faite<sup>165</sup>. Pour appliquer ce critère fondé sur la capacité financière, la S.E.C. estime qu'il faut évaluer si un investisseur particulier est capable de maintenir son investissement pour une période indéterminée, nécessairement longue et si, au moment de la transaction, il est capable de s'offrir le luxe d'une perte totale du capital<sup>166</sup>. Fait intéressant, la S.E.C. trouve un lien entre cette exigence de solvabilité et le critère de la capacité de se défendre soi-même dérogé par *Ralston Purina*<sup>167</sup>.

58. Il n'est pas nécessaire que le conseiller de l'investisseur<sup>168</sup> soit un courtier ou qu'il ait une formation professionnelle particulière. Mais il doit posséder les qualités nécessaires pour compenser le manque d'expérience de l'investisseur. Le Règlement exige qu'il soit choisi par ce dernier, mais il doit être indépendant de l'émetteur. Cette dernière exigence souffre une exception compréhensible dans le cas où le client est un parent rapproché ou une entité juridique sous le contrôle économique de ce conseiller. Il incombe à l'émetteur de vérifier que le conseiller réponde à toutes les règles d'admissibilité à cette fonction<sup>169</sup>.

#### 2.3.2.2. Le droit de l'Ontario

59. Les dispositions concernant le financement initial privé dans la nouvelle loi de l'Ontario classent les investisseurs en deux catégories différentes de celles du Règlement 146.

165. CCH (Fed.) # 2710, p. 2907-7.

166. *Ibid.*

167. *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*, *supra*, note 28; CCH (Fed.) # 2710, p. 2907-4.

168. Nous traduisons ainsi l'expression *offeree representative*.

169. Règlement 146(a)(1); *supra*, note 18.

La première catégorie comprend les investisseurs qui peuvent se permettre d'assumer le risque du placement et qui possèdent l'expérience leur permettant d'évaluer la portée de leurs engagements. La deuxième catégorie comprend les investisseurs qui ont besoin des conseils d'un conseiller financier ou d'un courtier, indépendant du promoteur de l'émission, pour être en mesure d'évaluer les mérites de l'investissement<sup>170</sup>. Dans ce dernier cas, la capacité d'assumer le risque financier n'est plus considérée comme un facteur déterminant. La différence principale entre les deux législations étudiées se situe à ce niveau. L'Ontario, en exigeant que le conseiller soit un professionnel soumis au *Securities Act*, ne sent plus le besoin d'interdire ce marché aux moins fortunés. Le professionnel veillera à conseiller à ses clients un investissement adéquat. Ils prendront la décision et en supporteront les conséquences. Il faut cependant ajouter que la dénomination élevée des unités vendues en placement privé limite de fait l'accès à ce marché. Dans cette hypothèse, on n'a pas à considérer le bilan financier et la situation de l'investisseur, le recours au conseiller suffit en lui-même à qualifier l'acheteur.

60. Poursuivant son but de remplacer les critères subjectifs par des critères plus objectifs, l'O.S.C. interprète le critère de la solvabilité, pour les acheteurs de la première catégorie, d'une manière uniforme dans tous les cas. Elle exige soit que le bilan net de l'investisseur intéressé à un placement privé en vertu du paragraphe (1)(p) de l'article 71 soit de \$200 000, soit que son bilan soit de \$50 000 et qu'il ait un revenu imposable de \$50 000 au moins. Ce revenu doit être calculé sans tenir compte des placements dans les différents abris fiscaux<sup>171</sup>. Cette règle est simple. Elle nous paraît même trop simple. Elle est plus dangereuse que la règle subjective et souple du droit américain. Ainsi, elle a été appliquée dans un cas où l'investissement minimum permis était de \$100 000, ce qui veut dire qu'on a estimé que l'investisseur pouvait bloquer dans un seul placement la moitié de l'ensemble de son actif net. Ceci nous semble autoriser un degré élevé de risque<sup>172</sup>. À l'inverse, on exige le même actif net ou les mêmes revenus pour un placement ne dépassant pas \$10 000<sup>173</sup>.

---

170. S.A.O. 1978, art. 71(1)(p)(ii)(a); *supra*, note 2.

171. *Huron Heights Apartments Project*, O.S.C. *Weekly Summary*, 24/11/78, p. 7A; *DEB. Canadian Resources 1978*, *supra*, note 36, pp. 11A-12A; *Freehold Gas & Oil (N.P.L.)*, O.S.C. *Weekly Summary*, 26/1/79, p. 2A; *National Petroleum Corporation Ltd.*, O.S.C. *Weekly Summary*, 16/4/79, p. 11A; *Pangean Financial Corporation Ltd.*, O.S.C. *Weekly Summary*, 15/6/79, p. 11A; *In the Matter of a Feature Length Motion Picture Film Entitled « Surfacing »*; O.S.C. *Weekly Summary*, 22/6/79, p. 9A; *Doral Towers Joint Venture*, O.S.C. *Weekly Summary*, 13/7/79, p. 6A.

172. *DEB. Canadian Resources, 1978*, *supra*, note 36.

173. *Lacana Petroleum Ltd.*, O.S.C. *Weekly Summary*, 27/7/79, p. 5A.

61. Contrairement aussi au droit américain, la loi de l'Ontario dispense complètement des exigences de solvabilité et d'expériences antérieures les cadres supérieurs et les administrateurs de l'émetteur ainsi que l'épouse, les parents, les frères et sœurs ou les enfants d'un cadre supérieur ou d'un administrateur<sup>174</sup>. Ceci est logique et se justifie soit par la présomption que ces personnes ont accès à l'information nécessaire et sont capables de se défendre par elles-mêmes, soit par une fiction voulant que la décision de ces personnes soit motivée par des intérêts qui ne sont pas nécessairement d'ordre économique, donc qui ne nécessitent par l'intervention de la loi. L'O.S.C. utilise sa discrétion pour accorder aussi des exemptions lorsque la vente est faite « à un ami intime du président de la compagnie »<sup>175</sup>. Il est logique de penser que cette exemption est accordée en vertu des mêmes principes et qu'elle pourrait être étendue, le cas échéant, aux amis des autres membres de la haute direction de l'émetteur.

### **3. La distribution publique des valeurs à circulation restreinte**

62. Jusqu'ici nous avons présenté les éléments constitutifs d'un placement privé en omettant toutefois l'un des éléments essentiels. En effet, il ne suffit pas qu'un placement soit effectué auprès d'investisseurs capables de se défendre sans l'intervention de la loi pour qu'il soit exempté de la réglementation. L'objectif poursuivi étant la protection du public, il est indispensable de s'assurer que les investisseurs impliqués dans une opération exemptée ne soient pas de simples canaux de distribution publique. Pour atteindre ce but, les lois des valeurs mobilières exigent de l'investisseur, au moment de l'acquisition de ses valeurs, une intention ferme d'effectuer un placement à long terme. Par ailleurs, les législateurs américain et ontarien, dans leur souci de remplacer les critères subjectifs par des critères plus objectifs, mais aussi dans le but de libéraliser la distribution publique des valeurs émises par des émetteurs soumis aux exigences de divulgation permanente des informations les concernant, autorisent, à certaines conditions, la distribution publique de valeurs émises en placement privé sans exiger le prospectus. Ceci dit, il n'en demeure pas moins qu'au-delà des objectifs communs, les mécanismes juridiques utilisés par les deux juridictions demeurent quelque peu différents. Ici encore, le droit du Québec accuse un retard certain.

---

174. S.A.O. 1978, art. 71(1)(p)(ii)(b).

175. *Northumberland Mines Ltd.*, *supra*, note 36.

176. S.A. of 1933, art. 4(1). Nous traduisons *underwriter* par l'expression souscripteur. Ce souligné est de nous.

Comme l'intention, les motifs ou les mobiles de l'investisseur ne sont ordinairement remis en question qu'au moment où il décide d'écouler ses valeurs, nous avons jugé préférable d'aborder cette question ici.

### 3.1. Le droit des États-Unis

#### 3.1.1. Le droit jurisprudentiel

##### 3.1.1.1. L'intention d'effectuer un placement

63. Pour pallier au risque d'une distribution publique en deux étapes, c'est-à-dire une distribution publique de valeurs initialement acquises en vertu d'une exemption de placement privé, on a recours aux États-Unis au paragraphe (1) de l'article 4 du *Securities Act* de 1933 qui dispense de l'enregistrement et du prospectus les *transactions by any person other than an issuer, underwriter or dealer* et au paragraphe (11) de l'article 2 de la même loi qui définit le souscripteur comme étant :

[...] any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, [...].<sup>177</sup>

Les tribunaux américains et la S.E.C. déduisent de ces deux textes que l'investisseur qui achète de l'émetteur des valeurs avec une intention autre que le placement à long terme agit comme souscripteur pour ces valeurs puisqu'il est assimilé, par le jeu d'une fiction légale, à une personne qui achète *en vue* d'une distribution publique<sup>178</sup>.

64. Cette intention de détenir les valeurs acquises pour des fins de placement s'est avérée être des plus délicates à apprécier. La S.E.C. s'en est rendue compte rapidement et dès 1938, elle émit l'opinion suivante :

Some question will undoubtedly be raised as to the meaning of the term « purchases \*\*\* for investment », as used in the rule. The application of this term is

177. Ce souligné est de nous.

Voir de plus sur le Règlement 144 les articles suivants : L.M. SILVERMAN, « SEC Rule 144: The Development of Objective Standards in the Administrative Process », 45 *Temp. L.Q.*, 403 (1972); S.R. MILLER & R.S. SELZER, « The SEC's New Rule 144 », 27 *Bus. Law.*, 1047 (1972); H.S. BLOOMENTHAL, « Rule 144, The SEC, and Restricted Securities », 49 *Denver L. Rev.*, 301 (1973); N.G. POSTERNAC, « Rule 144 of the Securities Act of 1933 », 7 *New-England L. Rev.*, 179 (1972); P.L. SLOAN, « Rule 144: SEC Regulation of Disposition of Securities by Controlling Persons and Private Places », 25 *Vand. L. Rev.*, 845 (1972); W.J. CASEY, « SEC Rule 144 and 146 Revisited », 43 *Brook. L. Rev.*, 571 (1977).

178. *S.E.C. v. Chinese Consol. Benev. Ass'n, Inc.*, 120 F. 2d 738 (1941) (2<sup>e</sup> circuit). Mais voir principalement *Gilligan, Will & Co. v. S.E.C.*, *supra*, note 91, et l'avis émis par la S.E.C. à la suite de son enquête dans cette affaire; cf. Release n° 33-3825, 12 août 1957; CCH (Fed.) # 76539.

of course to be ascertained in any given case by reference to the intention of the purchaser at the time of purchase. What his intention was at that time is a question of fact.

Although it is not impossible to conceive of a situation in which a person who had purchased securities for investment changed his mind in good faith on the next day, and proceeded to dispose of the securities, it must nevertheless be remembered that a state of mind can ordinarily be ascertained only by weighing evidentiary factors, and that a person's actions may be of far greater evidentiary significance than his statements as throwing light on what his state of mind was at a given time. Thus, self-serving statements that a particular purchase was made for investment would carry very little weight in the face of more concrete facts and circumstances inconsistent with such an intention.

Most prominent among the relevant evidentiary factors would undoubtedly be the length of time elapsing between the acquisition of the securities and their proposed resale. Although retention of the securities for any given length of time would in no event be conclusive, it is obvious that the longer they were held the easier it would be to maintain that they had originally been purchased for investment; and it is my opinion that if they were retained for a period as long as a year that fact would be sufficient, if not contradicted by other evidence, to create a strong inference that they had been purchased for investment. However, such an inference would be rebuttable; for example, it would fall in the face of evidence of a pre-arranged scheme to effect a distribution at the end of the year.<sup>179</sup>

Sur le plan des principes, la S.E.C. avait raison d'insister sur l'autonomie de l'intention par rapport à toute règle temporelle. Sur le plan pratique, il était réaliste aussi de créer cette relation souple entre l'intention et le temps pendant lequel les valeurs seraient retenues. La Commission avait cependant mésestimé deux difficultés essentielles. La première, c'est que le placement privé, initialement prévu à titre d'exemption à être utilisée exceptionnellement lors de ventes isolées, serait utilisé de plus en plus fréquemment, au point de devenir souvent un principe plutôt qu'une exception et d'engendrer, de ce fait même, des difficultés grandissantes<sup>180</sup>. La deuxième erreur de la S.E.C. et c'est, à notre avis, la plus importante, est d'avoir oublié qu'il était impossible aux juristes de jouer aux psychanalistes. En l'absence de règles concrètes, le juriste ne peut qu'être prudent et cette prudence s'est manifestée dans des critiques qui illustrent le désarroi des praticiens et des commentateurs devant ce concept jugé comme un *metaphysical non-sense*<sup>181</sup>.

65. Le cas le plus illustre aux États-Unis dans ce domaine est sans doute celui de la maison d'édition Crowell-Collier<sup>182</sup> qui, après avoir subi durant quelques années des pertes financières importantes, avait besoin de

---

179. « "Participation" Further Defined and Explained », Release n° 33-1862, 14 décembre 1938; CCH (Fed.) # 1533.

180. R. MANDELSTAM, « How Long Must I Hold? », 25 *U. of Miami L. Rev.*, 173, p. 175 (1970-71).

181. Federal Regulation of Securities Committee, *supra*, note 16, p. 498.

182. *Gilligan, Will & Co. v. S.E.C.*, *supra*, note 91.



liquidités. Les courtiers Elliott & Co., lui suggérèrent, en 1955, de recourir au placement privé d'un montant global de quatre millions de dollars d'obligations au porteur, convertibles immédiatement en actions. Plusieurs personnes achetèrent des tranches de cette émission. Parmi elles se trouvait M. Gilligan, un membre important de la firme de courtage Gilligan, Will & Co. Celui-ci signa la lettre habituelle par laquelle il affirmait acheter ces valeurs dans un but de placement et n'ait toute intention actuelle de les revendre. En réalité, plus de la moitié des valeurs émises avaient déjà été revendues dans les semaines qui suivirent. Quelques mois plus tard, Gilligan ayant remarqué que l'émetteur n'avait pas augmenté l'espace réservé à la publicité dans sa revue, décida, ainsi qu'un autre investisseur, de convertir ces valeurs en actions et de les vendre sur le parquet de la Bourse. En 1956, Corwell-Collier, étant dans l'impossibilité de payer des intérêts, a opté pour une nouvelle formule d'obligations convertibles immédiatement en actions et qui présentaient un attrait particulier pour les investisseurs désireux de réaliser un profit rapide. M. Gilligan acheta pour son compte des obligations de cette nouvelle tranche, les convertit immédiatement en actions et les revendit rapidement. Il aida aussi Elliott & Co. à trouver d'autres acquéreurs. En résumé, les deux émissions de Crowell-Collier furent placées initialement auprès de vingt-sept personnes qui devinrent rapidement quatre-vingt-huit. Tous ces différents investisseurs signèrent une lettre identique affirmant leur intention d'acheter en vue d'un placement avant de convertir leur placement et de distribuer leurs actions nouvellement acquises au grand public.

66. La S.E.C. cria au scandale<sup>183</sup>. Le cas soulevait plusieurs questions fondamentales, notamment quant au rôle des lettres d'intention utilisées comme étant une simple formalité technique et quant à la période durant laquelle l'investisseur devrait garder les valeurs achetées pour créer, en sa faveur, une présomption d'un placement de bonne foi. Pour la S.E.C., il s'agissait d'une évidence :

An exemption under the provisions of Section 4(1) is available only when the transactions do not involve a public offering and is not gained by the formality of obtaining « investment representations ». Holding for the six months' capital gains period of the tax statutes, holding in an « investment account » rather than a « trading account », holding for a deferred sale, holding for a market rise, holding for sale if the market does not rise, or holding for a year, does not afford a statutory basis for an exemption and therefore does not provide an adequate basis on which counsel may give opinions or businessmen rely in selling securities without registration.<sup>184</sup>

La Cour d'appel s'est dite d'accord avec ce raisonnement<sup>185</sup>.

183. Cf. R.W. JENNINGS; H. MARS: *Securities Regulation: Cases and Material*, New-York, The Foundation Press, 1968, pp. 392 et ss.

184. Release n° 33-3825, *supra*, note 178; cité par JENNINGS et MARS, *supra*, note 183, p. 454.

185. *Gilligan, Will and Co. v. S.E.C.*, *supra*, note 91.

67. Interprétée de façon absolue, l'exigence de l'intention devient un élément négatif, décourageant les investissements et rendant inutile l'exemption. À la limite, elle voudrait dire que l'investisseur ne peut, d'aucune façon, en aucun temps, et pour aucune raison, revendre ses valeurs achetées en placement privé sans du même coup avouer qu'il avait l'intention, le jour où il les a achetées, de revendre à un moment donné<sup>186</sup>. Le Barreau américain estimait dans une étude que :

[...] if an investor were to ask his lawyer shortly after the private placement when he could sell the stock, under a strict interpretation of the doctrine arguably the lawyer's answer should have been: « Now that you ask, the answer is never. » The very fact that you raised the question shows that you lack adequate investment intent.<sup>187</sup>

### 3.1.1.2. Les nouvelles circonstances

68. La règle exigeant l'intention ferme d'effectuer un placement admet que la revente puisse avoir lieu sans compromettre la validité de la transaction initiale si celle-ci est due à des circonstances nouvelles inconnues, inattendues et imprévisibles au moment où les valeurs avaient été acquises. Ces circonstances doivent être suffisamment graves et indépendantes de la volonté de l'investisseur pour justifier un changement d'intention, sans jeter de doutes sur l'intention réelle préalablement à ces changements. Là encore, le juriste prudent dira qu'à la limite, il n'y a que la mort, la faillite ou d'autres tragédies personnelles semblables qui rencontrent un tel critère interprété strictement<sup>188</sup>.

Les décisions éparses rendues à l'occasion de cas particuliers où il s'agissait d'apprécier le changement réel de circonstances ne permettent pas

---

186. L. Loss, *Securities Regulation*, 2d ed., vol. 1, Boston, Little, Brown and Co., 1961, p. 671; *supp.* 1969.

187. Federal Regulation of Securities Committee, *supra*, note 16, p. 498; voir aussi GARRET, « Federal Securities Act — An Introduction to Jurisdiction », *U. of Ill. L. Forum* 267, p. 293, n° 85 (1961); cité par L. Loss, *supra*, note 186, p. 2650 (*supp.* 1969):

For reasons which will appear, one of the financial lawyer's most intriguing tasks is that of explaining, for example, to a man who has just sold his business for stock, the precise state of mind which is appropriate for a good investment letter. The lawyer begins by saying that he must take for investment purposes, not for resale. And the dialogue runs: « Does that mean I can't ever sell it? » « No. » « When, then? » « Only later when your reselling is consistent with your present investment intent. » « In 6 months? » « No. » « How long? » « Theoretically tomorrow if there is some change in circumstances — but don't you dare try it! » « What is a change of circumstances? » « Something basic and unforeseen. » « Like needing the cash for a trip around the world? » « Do you expect to take a trip around the world? » And so on, ad infinitum.

188. L. Loss, *supra*, note 186, p. 671.

de tirer des conclusions globales sur ce critère. Il est cependant possible d'affirmer que l'investisseur est présumé avoir pris une décision réfléchie après avoir évalué tous les risques de son investissement et toutes les conséquences qui peuvent en résulter pour lui<sup>189</sup>.

69. En général, on ne retiendra pas comme argument sérieux justifiant une modification de la politique de placement, les changements affectant l'économie ou le marché financier en général, ou encore la perte de confiance dans un secteur particulier comme, par exemple, dans l'aéronautique, à la suite d'un développement scientifique comme le lancement du premier vaisseau spatial.

70. La déception résultant des performances commerciales médiocres de l'émetteur n'a pas été retenue comme un élément suffisant dans Crowell-Collier<sup>190</sup>.

À l'inverse, on pourrait retenir comme étant des circonstances nouvelles sérieuses un chambardement total dans l'administration de la compagnie ou dans sa vocation commerciale ou industrielle.

71. Sur le plan des changements affectant la vie personnelle de l'investisseur, on pourrait retenir le besoin urgent de liquidités nécessité par une maladie grave d'un membre de sa famille ou par une perte d'emploi exigeant une nouvelle orientation professionnelle ou de nouvelles dépenses. On conclurait cependant à une intention initiale de spéculer à court terme si le besoin de liquidité résulte de la nécessité de rembourser un emprunt à court terme qui a servi à acheter les valeurs qu'on veut vendre. Il en serait de même si la gêne financière ressentie est la conséquence du gel d'un capital trop important pour l'investisseur pendant une période plus longue qu'initialement prévue<sup>191</sup>.

72. Tous ces exemples nous permettent d'affirmer que la pratique américaine s'est écartée de la première interprétation de la S.E.C. où celle-ci avait même admis, à titre d'hypothèse, il faut bien le reconnaître, le simple changement d'état d'esprit à la suite de ce qui pourrait même être un caprice

---

189. Sur toute cette partie, cf. G.L. WOOD, « The Investment-Intent Dilemma in Secondary Transactions », 39 *N.Y. L. Rev.*, 1043 (1964); J.M. MEER, « The Private Offering Exemption Under The Federal Securities Act — A Study in Administrative and Judicial Contraction », 30 *S.W. L.J.*, 503, 517 et ss. (1966). A.D. ORRICK, « Non-Public Offerings of Corporate Securities-Limitations on the Exemption Under The Federal Securities Act », 21 *U. of Pitt. L. Rev.*, 1, pp. 12 et ss. (1959); L.M. SILVERMAN, *supra*, note 177, pp. 410 et ss.

190. Gilligan, *Will & Co.*, *supra*, note 91, pp. 467-68.

191. Cf. *supra*, note 189.

émotif<sup>192</sup>, pour exiger un « changement de circonstances » interprété dans un sens presque « objectif », mais qui n'en demeure pas moins extrêmement difficile à utiliser.

On conçoit que ces difficultés et les risques que l'incertitude comportait pour les transactions de placement privé aient poussé les juristes à être prudents et à développer des techniques de protection élaborées<sup>193</sup>.

### 3.1.2. Les règles subsidiaires au droit commun sur l'intention de l'investisseur

#### 3.1.2.1. Le droit des États-Unis

73. Les difficultés rencontrées à l'occasion de l'appréciation de l'intention initiale au moment de la revente ultérieure des valeurs acquises en placement privé amenèrent la S.E.C. à adopter le Règlement 144<sup>194</sup> qui a pour objet de remplacer les critères subjectifs dégagés en vertu du paragraphe (1) de l'article 1 du *Securities Act* de 1933 par des règles objectives plus sûres. Ce règlement, tout comme sa contrepartie le Règlement 146, n'est pas exclusif, mais supplétif aux principes généraux dégagés antérieurement.

74. Le Règlement 144 répond aussi, à notre avis, à un objectif supplémentaire qui assure une meilleure protection aux investisseurs que les principes dégagés par le droit commun. En effet, toutes les discussions qui ont eu cours autour du paragraphe (1) de l'article 4 étaient axées sur un problème unique, soit le sérieux de l'intention de l'investisseur. Si celui-ci avait acquis avec l'intention d'effectuer un placement, il devenait libre de distribuer au public ses valeurs, indépendamment de l'information disponible au sujet de l'émetteur et de l'effet de cette opération sur le marché des valeurs de ce dernier. Ainsi, l'intérêt du public passait au deuxième plan. Le Règlement 144 corrige ces anomalies.

Pour que le Règlement 144 puisse être invoqué, il faut absolument que l'ensemble de ses exigences soient respectées. Ces règles nécessairement techniques sont d'une complexité légendaire. On dirait que la S.E.C., contrainte à abandonner son rêve de transformer les juristes en psychanalistes, a décidé d'en faire des mathématiciens<sup>195</sup>. Il n'est pas dans notre intention de présenter ici les détails de la réglementation dans ce domaine.

---

192. La S.E.C. parlait alors de *change of mind*. Release n° 33-1862, *supra*, note 179, # 1533.

193. L. Loss, *supra*, note 186, pp. 672-73.

194. *Supra*, note 24.

195. M.J. SNYDER, « Securities Regulation: Rule 144 — From Lawyers to Mathematicians », 40 *Tenn. L. Rev.*, 399 (1973).

Nous nous contenterons simplement d'expliquer succinctement l'approche et l'esprit des règles essentielles qui, lorsqu'elles sont respectées, font présumer l'intention d'investissement chez l'investisseur ainsi que l'absence de l'utilité de l'enregistrement des valeurs offertes au public.

### 3.1.2.1.1. La disponibilité des informations publiques

75. Les lois américaines fédérales régissant les valeurs mobilières étant des lois de divulgation financière, le paragraphe (c) du Règlement 144 estime, à juste titre, que la disponibilité d'informations publiques adéquates est la première condition indispensable pour que la revente d'actions acquises en placement privé ne soit pas traitée comme une distribution exigeant un enregistrement<sup>196</sup>.

76. L'information jugée indispensable est, pour les émetteurs soumis à la divulgation continue, celle qu'ils doivent fournir à ce titre en application de l'article 12 du *Securities Exchange Act* de 1934 ou, pour les émetteurs dont les valeurs sont enregistrées en vertu des dispositions du *Securities Act* de 1933, celles qu'ils doivent fournir en vertu du paragraphe (d) de l'article 15 du *Securities Exchange Act*. Ces émetteurs doivent avoir été soumis à ces exigences durant au moins les quatre-vingt-dix jours précédant la revente de ces valeurs par les personnes qui les ont acquises dans une transaction de nature privée. Ces émetteurs doivent aussi avoir rempli et déposé tous les rapports exigés par les deux lois durant les douze mois précédant la revente en question ou, tout au moins la période pendant laquelle ils étaient soumis à ces exigences si elle est inférieure à une année<sup>197</sup>.

Lorsque l'émetteur n'est pas soumis au régime de la divulgation continue, l'information indispensable est celle dont il est question dans les items 1 à 14 et 16 du sous-paragraphe (a)(4) de la règle 15c 2-11 adoptée en vertu du *Securities Exchange Act*. Pour leur part, les compagnies d'assurance doivent fournir les renseignements prévus au sous-paragraphe (g)(2) de l'article 12 du *Securities Exchange Act* qui leur est consacré.

L'ensemble de ces règles vise à assurer aux intéressés une information de base concernant l'émetteur ainsi que tous les renseignements mis à jour relatifs à l'entreprise.

---

196. « Notice of Adoption of Rule 144 Relating to the Definition of the Terms "Underwriter" in Section 4(1) and 2(11) and "Brokers' Transactions" in Section 4(4) of the Securities Act of 1933 ». CCH (Fed.) '71-'72 *Decisions*, # 78487, p. 81051; aussi CCH (Fed.) # 2705A, p. 2803.

197. Règlement 144(c)(1); *supra*, note 24.

### 3.1.2.1.2. La durée de l'investissement

77. Au moment d'adopter le Règlement 144, la S.E.C. a reconnu la difficulté qu'elle a rencontrée en essayant de déterminer l'intention des investisseurs :

It is difficult to ascertain the mental state of the purchaser at the time of his acquisition, and the staff has looked to subsequent acts and circumstances to determine whether such person took with a view to distribution at the time of his acquisition. Emphasis has been placed on factors such as the length of time the person has held the securities (« holding period ») and whether there has been an unforeseeable change in circumstances of the holder. Experience has shown, however, that reliance upon such factors as the above has not assured adequate protection of investors through the maintenance of informed trading markets and has led to uncertainty in the application of the registration provisions of the Act.<sup>198</sup>

Cette difficulté a amené la Commission à remplacer ce critère subjectif par un autre purement objectif, qui consiste à exiger que l'investisseur garde les valeurs acquises dans une transaction de nature privée durant au moins deux ans et, au cas où ces valeurs auraient été initialement achetées, que leur prix ait été intégralement payé deux ans au moins avant la revente<sup>199</sup>. Des dispositions supplémentaires règlent des problèmes connexes résultant de transactions plus complexes.

L'objectif visé par cette disposition est de s'assurer que l'investisseur qui a acquis ses valeurs en vertu de l'exemption prévue au paragraphe (2) de l'article 4 du *Securities Act* pour les placements privés avait effectivement l'intention d'assumer, pour une période raisonnable, l'ensemble du risque économique découlant de son investissement. Autrement dit, qu'il n'avait pas l'intention d'agir à titre d'*underwriter* tel que ce terme est défini par le paragraphe (1) de l'article 4 de la même loi<sup>200</sup>. Heureusement pour les intéressés, la règle de la fongibilité des valeurs et ses complications a été explicitement écartée de ce règlement<sup>201</sup>.

78. Quelques semaines après avoir adopté le Règlement 144 — et toujours selon la même philosophie voulant que le prospectus ne soit pas nécessaire pour la protection des investisseurs lorsque les valeurs émises en placement privé par un émetteur bien établi ont été retenues et gardées suffisamment longtemps par un investisseur sérieux — la S.E.C. a adopté le

---

198. « Notice of Adoption of Rule 144 », *supra*, note 196, p. 81053.

199. Règlement 144(d); *supra*, note 24.

200. « Notice of Adoption of Rule 144 », *supra*, note 196, p. 81054; voir aussi *S.E.C. v Aaron*, 12 mars 1979; CCH (Fed.) *Current* # 96800.

201. « Notice of Adoption of Rule 144 », *supra*, note 196, p. 81057. Pour plus de détails sur cette règle, voir J.I. SAMET, « The Concept of Fungibility in Securities Laws », 27 *Bus. Law.*, 383 (1972).

Règlement 237<sup>202</sup> en vertu du pouvoir discrétionnaire qui lui est accordé par le paragraphe (b) de l'article 3 du *Securities Act*. Ce Règlement permet la revente sans enregistrement des valeurs acquises par un investisseur indépendant de l'émetteur qui aurait gardé son placement pendant au moins cinq ans, à la condition toutefois 1) que l'émetteur soit incorporé ou organisé selon une loi des États-Unis ou d'un état américain et qu'il ait sa principale place d'affaires aux États-Unis; 2) que l'émetteur ait été actif dans une entreprise productive (*going concern*) durant au moins les cinq dernières années; 3) qu'il s'agisse d'une vente *bona fide* négociée sans l'intervention d'un courtier et que, 4) l'ensemble du produit brut de toutes les ventes de la même catégorie d'actions ne dépassent pas \$50 000 dans l'année, quels que soient les vendeurs. Ce Règlement, malgré son importance théorique, est une soupape visant à accommoder les petits investisseurs et n'atténue en rien la portée des dispositions de principe contenues dans le Règlement 146.

### 3.1.2.1.3. L'importance du bloc de valeurs vendues

79. Ces restrictions sont imposées pour s'assurer d'abord que ce Règlement n'est pas utilisé pour effectuer une distribution qui aurait dû être enregistrée, mais aussi et surtout pour que le marché public des valeurs de l'émetteur ne soit pas perturbé par la vente massive de valeurs achetées en placement privé et soustraites à la réglementation générale.

80. Le paragraphe (e) du Règlement 144 réglemente l'importance du bloc de valeurs qui peut être écoulé sur le marché public par un investisseur non affilié à l'émetteur. Les ventes effectuées par un investisseur durant une même période de trois mois consécutifs ne doivent pas dépasser un certain pourcentage calculé de l'une des trois manières suivantes: (i) un pour cent de l'ensemble des valeurs de la même catégorie émises par l'émetteur ou, (ii) la moyenne hebdomadaire du volume de l'ensemble des transactions ayant eu lieu durant les quatre semaines précédant la vente et rapportée par les bourses ou, enfin (iii) la moyenne hebdomadaire du volume de l'ensemble des transactions ayant eu lieu durant les quatre dernières semaines précédant la vente et rapportée selon la méthode prévue par le Règlement 17a-15 du *Securities Exchange Act* de 1934.

Ces périodes trimestrielles ne sont pas cumulatives. Ceci veut dire qu'un investisseur qui ne vendrait pas des valeurs en vertu de cette règle durant six mois, ne peut pas cumuler ses droits et offrir deux pour cent de la catégorie émise durant le septième mois<sup>203</sup>.

202. « Exemption of Certain Securities Owned for Five Years », Release n° 33-5224, 10 jan. 1972, règlement n° 237; CCH (Fed.) '71-'72 *Decisions*, # 78484; CCH (Fed.) # 2358A.

203. « Notice of Adoption of Rule 144 », *supra*, note 196, p. 81059.

81. Les règles exigeantes concernant le volume permis des transactions sont évitées si les valeurs à vendre font partie d'une catégorie de valeurs cotées à la bourse ou si les transactions les concernant sont rapportées sur le système N.A.S.D.A.Q. et si, en plus, l'investisseur non affilié à l'émetteur en a été le propriétaire bénéficiaire pendant au moins trois ans. Ces restrictions se trouvent aussi évitées si l'émetteur est soumis au système de la divulgation continue. Dans ce dernier cas, l'investisseur désirent les vendre doit les avoir gardées durant au moins quatre ans.

#### 3.1.2.1.4. Les moyens utilisés pour la vente

82. Pour pouvoir bénéficier des dispositions du Règlement 144, l'investisseur ayant acheté des valeurs dans une transaction privée doit les vendre par l'intermédiaire d'un courtier<sup>204</sup>. Cependant, ce courtier doit se limiter à agir uniquement à titre de mandataire de son client et doit se refuser à tout acte de sollicitation. Le courtier doit mener une enquête raisonnable pour s'assurer que le client n'agit pas, en la circonstance, comme souscripteur de ces valeurs. Le Règlement précise la portée et l'objet de l'enquête nécessaire<sup>205</sup>.

#### 3.1.2.2. Le droit de l'Ontario<sup>206</sup>

83. Le droit de l'Ontario a subi plusieurs vagues importantes d'amendements législatifs depuis 1966. La plus fondamentale est certainement celle qui s'est terminée par l'adoption du nouveau *Securities Act* en 1978<sup>207</sup>. Une partie importante de cette loi est entrée en vigueur le 15 septembre 1979 et sa dernière tranche entrera en vigueur à la fin d'une période transitoire de 18 mois<sup>208</sup>. Nous aborderons le droit de cette province en envisageant deux périodes successives.

---

204. Les *brokers transactions*, exemptées des exigences de l'enregistrement par le paragraphe 4 de l'article 4 du *Securities Act* sont définies comme comprenant des transactions « *executed upon customers' order on any exchange or in the over-the-counter market, but not the solicitation of such orders* ».

205. Le paragraphe (ii) de la note suivant le sous-paragraphe (3) de l'alinéa (g) du Règlement 144.

206. Voir de façon générale l'excellente étude faite par H.G. EMERSON, « *Vendor Beware: The Issue and Sale of Securities Without a Prospectus Under the Securities Act, 1978 (Ontario)* », (1979) 57 *R. du B. Can.*, 195.

207. S.A.O. 1978, *supra*, note 2.

208. S.A.O. 1978, *supra*, note 2, art. 143.



### 3.1.2.2.1. La période des critères subjectifs

84. Le *Securities Act* de 1966<sup>209</sup> s'intéressait essentiellement au marché primaire. Ainsi la réglementation exigeait l'enregistrement et le prospectus au moment de la première émission de valeurs distribuées au public et ne s'en occupait par la suite que si la vente des valeurs déjà émises risquait d'affecter de manière significative le contrôle de la compagnie. Il ressortait du paragraphe (1)(16) de l'article 1 de la loi que l'enregistrement des valeurs n'était requis que si les valeurs étaient distribuées au « public » et qu'il s'agissait d'une nouvelle émission. Autrement dit, une nouvelle émission qui n'était pas distribuée au public, tel que ce terme est compris en droit des valeurs mobilières, mais qui trouvait plutôt son chemin dans le portefeuille d'investisseurs privés, n'avait pas à être enregistrée. De plus, l'investisseur privé était libre de disposer de ses valeurs sans l'intervention de l'O.S.C., tant que l'acquéreur ne faisait pas partie du public. Cet investisseur était en plus libre de distribuer ses valeurs au public sans enregistrement si cette transaction n'affectait pas le contrôle de façon significative.

85. Deux difficultés subsistaient. La première résultait de la difficulté de savoir avec précision si la personne à qui les valeurs allaient être émises pour la première fois était, au sens de la loi, une personne du public. Nous avons vu que ce problème a toujours été omniprésent dans ce secteur du droit et que l'Ontario a toujours respecté l'évolution américaine dans ce domaine<sup>210</sup>. La deuxième résultait de la phraséologie même du paragraphe (1)(16) qui faisait que toute transaction, même privée, entreprise « en vue » de distribuer des valeurs au public, que ce soit directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'un distributeur ou non, devenait une distribution publique dans toutes ses étapes. À ce niveau, l'analogie est parfaite avec le droit américain et la disposition est suffisamment prévoyante pour englober toutes les tentatives d'utiliser les placements privés comme un moyen commode de distribution sans enregistrement. En 1971, faisant suite aux recommandations du *Merger Report*<sup>211</sup>, le *Securities Act* de 1966 fut amendé<sup>212</sup> afin d'éliminer le mot *primary* de la définition de *primary distribution to the public*, celle-ci visant depuis toute *distribution to the public*<sup>213</sup>. Toutes les dispositions de la loi où cette formulation était utilisée furent amendées en conséquence. Ce mot étant inutile en droit, l'amendement ne changea rien à la structure de la loi ou à son interprétation.

---

209. S.A.O. 1966, *supra*, note 2, devenu R.S.O. 1970, c. 426.

210. *Re Warren Explorations Ltd. et al.*, *supra*, note 13.

211. *Supra*, note 82.

212. *The Securities Amendment Act, 1971*, S.O. 1971, c. 31, s. 1(3).

213. L'article (1)(16) fut abrogé. Une nouvelle définition fut ajoutée par le paragraphe (1)(5a). La numérotation fut subséquemment modifiée pour devenir (1)(6a).

86. La loi de 1966 prévoyait des exemptions pour trois catégories différentes de placements privés : les transactions où une des parties au contrat est une institution financière énumérée par la loi<sup>214</sup>, les transactions où l'acheteur, qui ne doit pas être une personne physique, est désigné par la Commission comme étant un acheteur exempté<sup>215</sup> et les transactions où le contrat est pour un minimum de \$97 000, lorsque l'acheteur, qui n'est pas une personne physique, achète dans un but de placement et non en vue de revendre les valeurs ou de les distribuer<sup>216</sup>. Le régime auquel sont soumises chacune de ces transactions est différent.

87. La première exemption est disponible sans restriction quant au montant impliqué et sans référence à l'intention de placement. Donc les valeurs émises sont libres de toute contrainte et peuvent être en principe revendues immédiatement. La dernière exemption est libre de toute exigence relativement au nombre ou à la qualité des personnes sollicitées. Cette possibilité est offerte à tous ceux qui s'engagent à payer le prix demandé<sup>217</sup>. Mais l'obligation d'acheter en vue d'un placement fait peser sur les parties, au moment de la revente, tout le poids de la preuve de cette intention. Donc la période durant laquelle le placement doit être retenu dépendra en grande partie du changement de circonstances pouvant affecter l'intention initiale sans la nier. La revente de ces valeurs devient libre et sans prospectus au moment où le changement de circonstances interviendra<sup>218</sup>. Le statut d'acheteur exempté est intermédiaire. Le montant impliqué est sans importance, mais l'intervention de la Commission devant avoir lieu au début, celle-ci impose dans les faits l'intention de placement et scrute les qualités de l'acheteur et sa politique d'investissement avant d'accorder son autorisation<sup>219</sup>. Ce statut est accordé pour une période limitée habituellement à un an. Son intérêt principal réside dans le fait qu'il élimine, pour les émetteurs, le risque de voir leur acheteur considéré comme étant un membre du public<sup>220</sup>. Le bien-fondé de ce statut privilégié ne fait cependant pas l'unanimité<sup>221</sup>.

88. Ces trois exemptions traditionnelles se retrouvent dans la nouvelle loi de 1978. Celle-ci limite toutefois l'utilisation de la première au cas où l'acheteur est une institution désignée par la loi<sup>222</sup>, ce qui soumet les ventes

---

214. S.A.O. 1966, *supra*, note 2, arts 18(a), 19(1)(1), (3).

215. *Id.*, art. 19(5); 59.

216. *Id.*, art. 19(3).

217. J.P. WILLIAMSON, *Securities Regulation in Canada*, Toronto, University of Toronto Press, 1960, et *supp.* 1966, p. 149 (*supp.*).

218. D.L. JOHNSTON, *supra*, note 9, p. 194.

219. *Id.*, p. 193.

220. J.P. WILLIAMSON, *supra*, note 217, p. 149 (*supp.*).

221. J.C. BAILLIES, *supra*, note 11, pp. 198-99.

222. S.A.O. 1978, *supra*, note 2, art. 71(1)(a).

par les banques au régime général des exemptions et restreint leurs privilèges antérieurs. Cette situation a toujours été celle du Québec. La nouvelle loi élargit aussi le champ d'application de l'exemption des \$97 000 pour la rendre accessible même aux personnes physiques<sup>223</sup>. Cependant ces trois exemptions classiques ne sont accordées durant la période transitoire de 18 mois qu'à la condition que l'acquisition soit faite dans un but de placement. Ainsi, les différences antérieures entre ces exemptions et, du fait même, une grande partie de l'intérêt qu'on avait à les distinguer, se trouvent ainsi atténuées. À la fin de la période transitoire, toute référence à l'intention de placement sera éliminée de la loi et toutes les exemptions seront soumises aux mêmes règles objectives.

89. La question relative à l'intention de l'acheteur dans une transaction privée a été d'une importance capitale dans le passé et le demeurera encore en Ontario pour les quinze mois à venir. Les illustrations dont nous disposons proviennent de l'utilisation que fait l'O.S.C. du pouvoir discrétionnaire qui lui est accordé en vertu de l'article 59 de la loi de 1966 telle qu'amendée<sup>224</sup>.

Le cas le plus illustre est certainement celui de la compagnie *Warren Explorations Ltd*<sup>225</sup>. Les faits de cette cause sont simples et illustrent particulièrement bien le problème et la position du droit ontarien dans ce domaine. Warren Explorations cherchait à effectuer un placement privé au sens du paragraphe (3) de l'article 19 du *Securities Act* de 1966. Une société, Kroflite Investment Co. fut formée dans le seul but d'assurer une collecte de fonds qui atteindrait le minimum légal de \$97 000. Treize investisseurs furent trouvés et la transaction de placement privé fut finalisée après que chacune des treize personnes qui ne s'étaient jamais rencontrées, ait signé une lettre déclarant son intention d'acheter pour des fins de placement uniquement. Moins de trois semaines plus tard, la société fut dissoute et chacun des investisseurs récupéra sa part des valeurs acquises. Tous les associés avaient signé au moment de la liquidation un engagement de ne vendre leurs valeurs qu'après avoir obtenu l'autorisation de l'O.S.C. Six mois après avoir été propriétaires des valeurs, cinq des anciens associés demandèrent à la Commission l'autorisation de vendre au public leurs valeurs sans enregistrement. L'avocat insistait sur la pratique de la bourse de Toronto à l'effet

---

223. *Id.*, art. 71(1)(d).

224. En effet l'O.S.C. utilise durant cette période transitoire son pouvoir discrétionnaire pour accorder des exemptions aux émetteurs qui pourraient en bénéficier après l'entrée en vigueur du paragraphe (4) de l'article 71. Sur l'approche générale de l'O.S.C. dans ce domaine, voir O.S.C. Policy n° 3-18, «Section 59 Applications», 20 décembre 1973; CCH (Can) # 54912.

225. *Re Warren Explorations Ltd. et al.*, *supra*, note 13.

que les valeurs à circulation restreinte pouvaient être revendues au bout de six mois indépendamment d'une preuve de changement de circonstances.

La Commission a refusé cette logique. Elle a rappelé la décision dans l'affaire *Crowell-Collier*<sup>226</sup> ainsi que l'ensemble des principes dégagés par le droit américain et le Règlement 144 et les approuva sans aucune réserve. Finalement, la Commission a insisté sur l'élément de l'intention et du changement de circonstances à l'exclusion de toute période prédéterminée, quelle qu'elle soit.

Cette décision provoqua la confusion dans les milieux d'affaires au point où trois mois plus tard, l'O.S.C. émit un nouvel énoncé de politique dans lequel elle insista de nouveau sur les mêmes principes, mais où elle ajouta néanmoins la précision suivante :

The Commission's policy has been to make enquiries when the private placee sells two years or less from the date of the original purchase. In all cases, whatever the duration of the holding period, the placee should furnish a detailed and reasonable explanation for the change in investment intent in the Form 12. [...]

It is implicit that persons wishing to invest for a relatively short term cannot invest by way of private placement as they necessarily would not be purchasing for investment but would be purchasing « with a view to resale or distribution.<sup>227</sup>

### 3.1.2.2.2. La période des critères objectifs

90. Le législateur ontarien a adopté en 1978 la deuxième et dernière partie des recommandations qu'avait faites le *Merger Report*<sup>228</sup> en 1970. En effet, après avoir éliminé en 1971 la référence à la première distribution, le législateur vient d'éliminer toute référence au mot « public » de la loi: la pierre angulaire de la réglementation deviendra, à la fin de la période transitoire, la « distribution » elle-même sans autres qualificatifs.

La modification est importante: dorénavant, toute distribution nécessitera un prospectus sauf s'il existe une exemption législative ou réglementaire explicite ou une exemption accordée par la Commission en vertu du pouvoir discrétionnaire qui lui est accordé par l'article 73 de la loi. Cette structure est beaucoup plus englobante que l'ancienne. La seule exemption de placement privé ajoutée par cette loi est celle relative au financement initial dont nous avons déjà discuté.

91. La deuxième nouveauté importante introduite par la nouvelle loi consiste à permettre la distribution publique des valeurs acquises dans des

226. *Gilligan, Will & Co. v. S.E.C.*, *supra*, note 91.

227. O.S.C. Policy n° 3-33, « Private Placements: Bona Fide Change in Investment Intend: Form 11 and 12 », CCH (Can) # 54959, p. 10297-15.

228. *Supra*, note 82.

transactions privées sans enregistrement, autorisation préalable ou prospectus, dans certains cas spécifiques et selon des critères objectifs. À ce niveau, toutes les exemptions privées sont traitées sur le même pied d'égalité, l'élément distinctif n'étant plus la qualité de l'acheteur, mais celle de l'émetteur et de la disponibilité des informations publiques.

92. Les conditions de la revente des valeurs acquises en vertu de l'une des quatre exemptions concernant les placements privés que nous avons envisagées jusqu'à date diffèrent substantiellement selon que l'émetteur est un *reporting issuer* soumis à la divulgation continue de la loi ou non. Seules les valeurs du premier peuvent être revendues sans prospectus si la transaction répond aux exigences de la loi.

93. Le paragraphe (4) de l'article 71 prévoit les conditions nécessaires pour qu'une distribution de valeurs puisse être faite sans prospectus. Ce texte, en plus d'exiger que l'émetteur soit soumis à la divulgation et de réclamer le dépôt d'un rapport ultérieurement à la transaction, crée une corrélation intéressante, semblable à celle prévue dans le Règlement 144, mais moins exigeante quand même, entre la qualité intrinsèque de la valeur et la période de rétention imposée par la loi, période fixée à six mois seulement lorsqu'il s'agit de valeurs plus sûres et non cotées à la bourse. Cette période est nécessaire pour que le marché s'adapte et que l'information pertinente ait le temps de se propager. Ces périodes sont généralement plus courtes que celles connues aux États-Unis et il n'est prévu aucune disposition limitant la quantité de valeurs qui peuvent être ainsi écoulées.

### 3.1.2.3. Le droit du Québec<sup>229</sup>

94. La *Loi sur les valeurs mobilières*<sup>230</sup> est encore semblable dans sa structure au *Securities Act* de l'Ontario de 1966, avec la différence toutefois qu'elle ne contient aucune définition de la première distribution publique.

L'article 67 de la loi est fondamental. Il est aussi dangereusement imprécis. En effet, il est possible de comprendre son « premier alinéa » comme n'exigeant le prospectus que dans le cas précis où un émetteur désire offrir une nouvelle émission de ses valeurs au public. Le marché secondaire ne serait dans ce cas visé que par le troisième alinéa qui n'exigerait l'autorisation de distribuer que lorsque la vente des valeurs offertes risque de modifier de façon substantielle le contrôle de l'émetteur. Cette interprétation laisserait le champ libre alors à toute transaction ne visant pas le public et

229. Pour toute cette partie, voir J. SMITH et Y. RENAUD, *Droit québécois des corporations commerciales*, vol. 2, Montréal, Judico, 1974; Y. CARON, « Aspects du droit des valeurs mobilières au Québec (1971) », (1971) 17 *McGill L.J.*, 233.

230. *Supra*, note 2.

n'affectant pas le contrôle. C'est ainsi que cet article a été entendu notamment par Williamson<sup>231</sup> et ceci serait conforme à la situation connue et acceptée partout au Canada jusqu'à l'adoption du *Securities Act* de 1978 en Ontario<sup>232</sup>.

L'article 67 pourrait aussi être compris dans un sens beaucoup plus large. On pourrait en effet soutenir que le premier alinéa ne vise pas seulement l'émetteur, mais aussi toute personne qui détient des valeurs antérieurement émises mais qui n'ont jamais été distribuées au public. Ceci voudrait dire notamment qu'aucune valeur, initialement émise dans une transaction de nature privée, ne peut être distribuée sans une autorisation préalable. Si c'était effectivement l'intention du législateur du Québec, on pourrait alors penser que notre loi a été à l'avant-garde de toutes les lois nord-américaines sur ce point. Ceci voudrait dire notamment que l'Ontario qui vient d'adopter cette approche a été, pour une fois, en retard d'un quart de siècle sur notre droit. Nous ne pensons pas que ce soit effectivement le cas. Néanmoins, à notre connaissance, cette question n'a fait l'objet d'aucune discussion sur le fonds devant les tribunaux. Le fait que la loi attribuée à la C.V.M.Q. le pouvoir discrétionnaire absolu de décider en dernier ressort si une transaction est une première distribution publique, et l'imprécision entourant la définition du concept de « public », font que la question de droit devient en pratique inutile. Cet article doit être interprété, jusqu'à nouvel ordre, dans le sens voulu par la Commission du Québec<sup>233</sup>.

95. La C.V.M.Q. interprète l'article 67 dans le sens large que nous venons de présenter. Elle l'a fait notamment dans une décision intéressante où elle a fait preuve d'une originalité remarquable dans la poursuite de l'intérêt public en appliquant les principes traditionnels *a contrario*. La compagnie «*Les mines Chandor Ltée*»<sup>234</sup> avait déposé un prospectus et obtenu l'autorisation de procéder à une émission publique. En réalité, une très grande partie de l'émission a été achetée par un groupe proche de la direction. Après avoir référé à *Ralston Purina* et constaté l'absence de définition satisfaisante de la distribution publique, la C.V.M.Q. a décidé qu'en l'occurrence, l'émetteur avait procédé à un placement privé interdit puisqu'il avait sollicité et obtenu l'autorisation de procéder à une distribution publique. La Commission a dit notamment :

231. J.P. WILLIAMSON, *supra*, note 217, pp. 89 et 120 (supp.).

232. D.L. JOHNSTON, *supra*, note 9, pp. 140-155 et 190 et ss.

233. À ce sujet, le professeur Williamson faisait remarquer que le pouvoir discrétionnaire de l'O.S.C. ne pouvait être utilisé pour établir rétroactivement une politique quelconque vis-à-vis des ventes complétées et finalisées. On ne pourrait ainsi que toucher les transactions subséquentes à l'établissement d'une quelconque politique. Voir J.P. WILLIAMSON, *supra*, note 217, p. 121, note 57 (supp.).

234. C.V.M.Q., décision 4181, 5 juin 1974; *B.H.*, vol. v, n° 22.

Il résulte donc clairement que la distribution effectuée au groupe identifié lors de l'audition n'était pas une distribution au public. En conséquence, ces personnes ne peuvent prétendre avoir fait l'acquisition de ces actions dans un marché leur permettant de les revendre sans l'autorisation de la Commission. Les actions acquises tombent sous les dispositions de l'article 50 [devenu l'article 671 de la *Loi des valeurs mobilières du Québec*], font partie du bloc de contrôle, n'ont jamais été préalablement distribuées dans le public et ne peuvent être revendues sans une autorisation préalable de la Commission [...].<sup>235</sup>

96. L'article 28 de la loi prévoit une exemption d'enregistrement pour les ventes et les transactions de valeurs mobilières « à des compagnies d'assurance ou de fidéicommis ou à des banques à charte et à toute autre institution ou compagnie désignée par la Commission ». L'article 69 dispense ces mêmes transactions des dispositions de l'article 67 concernant l'autorisation de la distribution. Ce texte est évidemment concis. Il regroupe deux des quatre exemptions que nous avons rencontrées dans le droit de l'Ontario, mais ne nous donne aucune précision quant aux critères utilisés pour désigner les acheteurs institutionnels exemptés. Il ne nous fournit pas plus d'ailleurs d'indications quant à l'exigence d'une politique de placement quelconque de la part de ces institutions.

97. La Commission utilise souvent le pouvoir qui lui est accordé par le dernier alinéa de l'article 67 pour dispenser des formalités du prospectus des transactions qu'elle appelle des placements privés. L'étude des décisions rapportées sur cette question dans le Bulletin Hebdomadaire publié par la Commission ne permet pas de dégager une politique globale et uniforme. Ainsi, il n'est nulle part fait mention de l'expérience particulière, de la capacité financière d'un investisseur ou des liens qu'il doit avoir avec la compagnie<sup>236</sup>. De plus, aucune restriction quant au nombre ou aux techniques de sollicitation n'est évidente.

La seule indication intéressante qu'il est possible de tirer de l'étude de ces dossiers est l'exigence, parfois, que les valeurs soient gardées durant une

---

235. *Ibid.* Dans une décision récente, la C.V.M.Q. a distingué les notions de placement privé et de placement privilégié. Cf. *Western Allenbee Oil & Gas Co. Ltd.*, C.V.M.Q., décision 6019 du 26 octobre 1979, B.H., vol. x, 44.

236. *Projet Jerimo*, 18 mai 1978, directeur des déclarations; *Lincoln Developments Ltd.*, 21 décembre 1978, directeur des déclarations; B.H., vol. x, n° 1; *205372 Oil and Gas Ltd.*, 21 décembre 1978, directeur des déclarations; B.H., vol. x, n° 1; *Nocano Ltée*, 27 décembre 1978, directeur des rapports; B.H., vol. x, n° 1; *Inco Ltd.*, 31 mars 1977, directeur des déclarations; *Les systèmes de sécurité Unican Ltée*, 22 août 1979, directeur de l'enregistrement; B.H., vol. x, n° 34; *Westgrowth 79 Energy Program*, 9 août 1979, directeur des déclarations; B.H., vol. x, n° 32; *Télébec Ltée*, 24 juillet 1979, directeur des déclarations; B.H., vol. x, n° 29.

période de douze mois<sup>237</sup>. La seule exception importante à cette pratique est la décision accordée à *Somerville House Corp.*, pour la vente de quatre-vingts parts indivises dans le film « Thirty-Four East » en placement privé aux conditions suivantes :

1. la vente d'unités doit se terminer le 30 novembre 1978 ;
2. chaque investisseur devra acheter un minimum d'une unité ;
3. engagement de la compagnie à se conformer à la divulgation financière telle que spécifiée aux articles 95 à 112 de la Loi des valeurs mobilières en ce qui concerne les états financiers du film ;
4. la compagnie devra faire parvenir à la Commission des valeurs mobilières du Québec, dans les 30 jours suivant l'achèvement de la vente, une copie de chaque formulaire de placement privé à être signé par les investisseurs individuels du Québec et contenant les renseignements suivants :
  - a) que chaque investisseur a pris connaissance du document d'offre, contenant le budget proposé,
  - b) qu'il a consulté un expert en fiscalité afin de s'assurer que ce placement lui est approprié en raison de sa situation financière et fiscale,
  - c) qu'il exempte la compagnie « The Somerville House Corporation » de lui remettre un prospectus décrivant les unités de participation indivise du film, et
  - d) qu'il achète cette ou ces unités comme placement à long terme<sup>238</sup>.

Cette décision est absolument conforme aux exemptions accordées en Ontario en vertu de la disposition sur le placement initial privé, mais au Québec, elle a été unique et est demeurée sans lendemain.

97. L'absence de toute réglementation ou même d'énoncés de politique publics concernant les critères utilisés au Québec pour autoriser ou refuser le placement privé ainsi que la discrétion absolue qui est accordée par le législateur à la C.V.M.Q., font que les investisseurs pourraient bénéficier de la souplesse la plus parfaite jamais connue en Amérique du Nord ou, au contraire, subir les décisions les moins acceptables. L'ensemble dépendra des hommes chargés de l'application de la loi, de la vision qu'ils se font de l'intérêt public et de l'interprétation qu'ils font du mandat qui leur est accordé par l'article 3 de la *L.V.M.Q.* qui charge la Commission de « surveiller et de contrôler » le commerce des valeurs mobilières. Ce rôle a été défini par la Commission de la façon suivante :

---

237. *Projet Jerimo*, supra, note 236 ; *B.H.*, vol. ix, n° 20 ; *Place Desjardins Inc.*, 22 mars 1977, directeur des déclarations ; *B.H.*, vol. viii, n° 11 ; *La Compagnie Minière Québec Cartier*, 9 mai 1977, exemption d'enregistrement ; *B.H.*, vol. viii, n° 19 ; *Inco Ltd.*, supra, note 236 ; *B.H.*, vol. viii, n° 13 ; *Société populaire Tricofil*, 18 avril 1977, exemption d'enregistrement ; *B.H.*, vol. viii, n° 5 ; *Télébec Ltée*, 12 mai 1977, directeur des déclarations ; *B.H.*, vol. viii, n° 19 ; *The Charles Co-Tenancy*, 30 août 1977, directeur des déclarations ; *B.H.*, vol. viii, n° 34.

238. Décision du directeur des déclarations, 18 octobre 1978 ; *B.H.*, vol. ix, n° 21.



L'étude des principaux éléments au dossier devant la Commission démontre l'importance que la direction de la compagnie attache à cette émission. La Commission doit également considérer l'impact de cette transaction sur l'ensemble des actionnaires et des investisseurs possibles dans les titres de cette compagnie. La Commission doit se demander s'il s'agit d'une pratique saine pour l'ensemble du commerce des valeurs mobilières. Il faut également aller plus loin et se demander si l'émission elle-même est légale. Dans le cas d'émissions par voie de prospectus, la Commission exige d'ailleurs une opinion juridique des procureurs de tout émetteur<sup>239</sup>.

Par ailleurs, l'ancien président de la Commission, M<sup>e</sup> Robert Demers, précisait le rôle de celle-ci dans les termes suivants :

Le rôle du marché est de diriger les épargnes vers les entreprises au coût le plus bas possible. Le marché doit assurer aussi que l'épargne est dirigée vers les entreprises les plus rentables. Pour réaliser ce qu'il a été convenu d'appeler un marché efficient, il y a un certain nombre de conditions que le marché doit réaliser.

Première condition : les frais de transactions doivent être les moindres possibles. Deuxième condition : l'information disponible doit être accessible à tous les participants et au coût le plus bas. Troisième condition : tous les individus qui participent au marché doivent pouvoir payer le même prix pour un titre. Quatrième condition : aucun individu ne doit être suffisamment important pour affecter le prix d'un titre.

Ces conditions décrivent une situation idéale et le rôle des Commissions des valeurs mobilières doit être de prendre des mesures, en coopération avec les autres organismes intéressés, pour voir à ce que ces conditions se réalisent le plus possible<sup>240</sup>.

Ces précisions sont importantes et valables, mais elles n'éliminent pas les risques inhérents au pouvoir discrétionnaire. C'est précisément pour éviter à l'administration d'être le seul juge du bien et du mal que le législateur adopte des critères explicites ou objectifs. Un minimum dans ce domaine reste donc à faire au Québec.

## Conclusion

98. Nous avons consacré cet article aux placements privés, mais son titre est prétentieux. Nous n'avons en réalité examiné qu'une partie seulement des transactions qui auraient pu être traitées ici. Nous n'avons pas étudié, par exemple, les exemptions accordées aux compagnies privées. Nous n'avons pas étudié non plus l'exemption des ventes isolées, accordée depuis longtemps au Québec pour des transactions de marché secondaire<sup>241</sup> et

239. *Belgium Standard Ltd.*, C.V.M.Q., décision 5167, 18 février 1977; *B.H.*, vol. viii, n° 7.

240. « Le rôle des marchés financiers dans l'allocation des ressources », *Le Devoir*, 10 janvier 1974, A. 7.

241. L.V.M.Q., art. 28(b) abrogé par l'article 8 de la *Loi sur les régimes d'épargne-actions*, L.Q. 1979, c. 14; *Western International Explorations Ltd.*, C.V.M.Q., décision 4113, 8 avril 1974, *B.H.* v, n° 14.

curieusement introduite dans la nouvelle loi de l'Ontario au niveau du marché primaire<sup>242</sup>. À elles seules, ces deux exemptions mériteraient des développements substantiels. Mais nous avons été encore plus sélectifs et nous avons scrupuleusement évité d'aborder les transactions des personnes détenant le contrôle de la compagnie. Nous avons estimé que celles-ci devaient être envisagées dans le cadre plus global d'un article consacré à la vente du contrôle. Cet émondage visait à mettre en relief les concepts moteurs des différents mécanismes juridiques reliés aux transactions de nature privée.

99. Le tour de la question nous a permis de constater que les juristes, dans leur grande majorité, trouvaient les critères subjectifs dangereux et imprécis, même si certains d'entre eux reprochaient à leurs confrères d'avoir été la cause efficiente de cette complexité<sup>243</sup>. Nous avons aussi constaté que les règles objectives prescrites aux États-Unis, en tant que remède à l'arthrite dont souffraient les critères traditionnels avaient des contre-indications et des effets secondaires dangereux. En Ontario, le diagnostic était semblable à celui des États-Unis mais le législateur semble avoir opté pour un traitement plus radical en remplaçant complètement la thérapeutique subjective par des exercices exclusivement objectifs. Cette approche nous semble dangereusement simpliste. Elle risque d'engendrer une sclérose qui pourrait être évitée si les particularismes de chaque transaction pouvaient être pris en considération lorsque ceci est utile.

100. Nous nous sommes mal expliqué l'exemption accordée dans la nouvelle loi de l'Ontario aux émissions de financement initial. Le carcan est lourd et la restreindre à une seule utilisation nous paraît inutile. Par ailleurs, il nous semble que la définition de la richesse des investisseurs de manière uniforme indépendante du montant de l'investissement impliqué peut être, à la limite, dangereuse. Elle peut aussi parfois être superflue. Finalement, même s'il nous paraît nécessaire de soumettre les banques et les institutions à un contrôle plus accru que celui qui leur était réservé jusqu'à date en Ontario, nous croyons que la nature particulière des placements effectués par ces investisseurs sophistiqués et le contrôle auquel ils sont soumis par ailleurs justifient un traitement plus favorable au moment de la revente des valeurs acquises par elles dans des opérations privées exemptées.

101. Le droit du Québec dans le domaine des placements privés est encore embryonnaire. Il doit être développé. Nous ne pouvons pas cependant suggérer au législateur québécois ou à la C.V.M.Q. de copier purement et simplement le droit des voisins. Le droit américain et le droit de l'Ontario

---

242. S.A.O. 1978, *supra*, note 2, art. 71(1)(d).

243. R.M. ROYALTY and Th. E. JONES, jr., « The Private Placement Exemption and the Blue Sky Laws — Shoals in the Safe Harbor », 33 *Wash. & Lee L. Rev.*, 877, 883 (1976).

nous semblent avoir remplacé un jeu de devinettes subjectif par un nouveau jeu de devinettes objectif et le souci du détail, notamment en droit américain est, pour le moins, agaçant<sup>244</sup>. Il serait absurde qu'un nouveau droit québécois emboîte le pas à cette tendance à la super-réglementation.

Nous reconnaissons les difficultés réelles rencontrées par les Commissions des valeurs mobilières toutes les fois où elles doivent effectuer un dosage entre l'efficacité et l'efficience. Il ne faudrait toutefois pas oublier que la richesse du continent nord-américain est due aux efforts de l'entreprise privée et qu'il serait pour le moins hasardeux de vouloir limiter cet élan par des règles strictes et irréalistes. De toute façon, il est prouvé que l'imagination des hommes d'affaires et de leurs conseillers est sans bornes et qu'ils arrivent toujours à trouver de nouveaux moyens et de nouvelles techniques pour éviter une réglementation devenue trop lourde ou trop onéreuse.

102. La loi du Québec devrait être modifiée afin de reconnaître expressément une technique plus souple de financement privé. Il faudrait par la même occasion libéraliser la notion d'acheteur exempté. En plus de la difficulté, qui nous semble évidente, de définir avec précision les institutions que cette exemption particulière vise, nous ne voyons pas d'objections sérieuses à étendre ce moyen de financement à des entreprises non incorporées, ou même à des institutions, puisque de toute façon la Commission a ce pouvoir discrétionnaire actuellement et qu'elle continuera à accorder l'exemption pour un temps limité et au mérite du dossier. La loi du Québec doit aussi être libéralisée pour permettre sans équivoque la revente, sans enregistrement, de valeurs sûres acquises dans un marché libre exempté.

Finalement, quelle que soit la technique choisie par le Québec, nous pensons que l'approche américaine qui pose le problème en termes alternatifs est plus souple et évite de couper avec la tradition juridique antérieure. Elle a l'avantage de permettre à l'investisseur ou à l'émetteur qui ne peut bénéficier des critères objectifs édictés, de faire valoir sa qualification à une exemption selon les critères subjectifs anciens.

---

244. M.J. SNYDER, *supra*, note 195.