

La SEC a clarifié les définitions d'investisseur accrédité et d'investisseur institutionnel admissible

3 SEPTEMBRE 2020 9 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Marchés financiers](#)
- [Sociétés émergentes et à forte croissance](#)

Auteurs(trice): [Jason Comerford](#), Kelsey Weiner

Le 26 août 2020, la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC ») a communiqué les règles définitives modifiant les définitions d'« investisseur accrédité » de la Regulation D en vertu de la *Securities Act of 1933* des États-Unis (la « Loi de 1933 ») et d'« investisseur institutionnel admissible » de la Rule 144A en vertu de la Loi de 1933. Les modifications élargissent les catégories de personnes physiques et morales dont les connaissances et l'expérience sont jugées suffisantes par la SEC pour prendre part aux placements privés aux États-Unis sans la protection offerte par le processus d'enregistrement de titres de la SEC. Il est à noter que la SEC a choisi de ne pas indexer au taux d'inflation les seuils de fortune fixés aux fins d'admissibilité d'un investisseur accrédité. Ces seuils demeurent tels qu'ils ont été fixés lors de l'adoption de la Regulation D en 1982.^[1]

Modifications de la définition d'investisseur accrédité

Contexte

La Loi de 1933 prévoit certaines exemptions concernant ses exigences d'inscriptions pour les placements de titres, dont la plus populaire, la Regulation D. Dans son communiqué des règles définitives, la SEC estime qu'en 2019, 1,56 billion de dollars américains ont été investis dans des placements privés auprès d'investisseurs accrédités en vertu de la Regulation D, tandis que les placements publics inscrits auprès de la SEC se sont chiffrés à 1,2 billion de dollars américains en nouveaux capitaux. En général, seuls les « investisseurs accrédités » participent aux placements privés aux termes de la Regulation D, et la définition d'investisseur accrédité comprend les personnes physiques ou morales qui, selon la SEC, sont financièrement averties, habilitées à évaluer les risques et les mérites économiques d'un placement projeté sans le bénéfice de l'information et de la procédure imposé par le processus d'inscription de la SEC et en mesure d'assumer le risque de perte de leurs placements. Avant les modifications, la définition d'investisseur accrédité comprenait les personnes physiques ou morales suivantes :

- les investisseurs institutionnels comme les banques ou les sociétés d'épargne, les courtiers inscrits ou les conseillers en placement et les sociétés d'investissement inscrites;
- es sociétés de développement des affaires privées;
- es sociétés ou les organismes similaires possédant un actif de plus de 5 M\$ US dont la constitution ne vise pas spécifiquement l'achat des titres offerts;
- certaines personnes apparentées à l'émetteur, comme ses directeurs principaux et ses hauts dirigeants;

- les personnes physiques dont la valeur nette (ou la valeur nette commune avec leur conjoint) est supérieure à 1 M\$ US (à l'exclusion de la valeur de la résidence principale de la personne physique);
- les personnes physiques dont le revenu annuel a été supérieur à 200 000 \$ US, ou dont le revenu annuel commun avec leur conjoint a été supérieur à 300 000 \$ US au cours des deux dernières années et dont le revenu devrait être semblable pour l'année en cours;
- les fiducies avec un actif de plus de 5 M\$ US dont la constitution ne vise pas spécifiquement l'achat des titres offerts et dont les achats sont déterminés par une personne financièrement avertie; et
- les personnes morales composées d'actionnaires qui sont tous des investisseurs accrédités.

Selon les règles les plus couramment utilisées prévues par les exemptions de la Regulation D, un émetteur peut offrir un nombre illimité de titres à un nombre illimité d'investisseurs accrédités, sous réserve que l'émetteur respecte toutes les autres restrictions applicables aux termes de la Regulation D.

Modifications

Avec les modifications, la SEC met à jour et élargit la définition d'investisseur accrédité pour y inclure les investisseurs possédant les connaissances et l'expérience pour prendre part à des placements privés aux États-Unis sans le bénéfice du processus d'inscription de la SEC des titres offerts, mais pour qui les conditions d'admissibilité n'étaient pas remplies aux termes de la définition antérieure.

Les modifications apportées par la SEC ajoutent les personnes physiques et morales suivantes à la définition d'investisseur accrédité :

- une personne physique titulaire d'une attestation professionnelle, d'une désignation, d'un statut ou autre compétence d'un établissement d'enseignement reconnu que la SEC a désigné comme rendant une personne admissible au statut d'investisseur accrédité;²¹
- une personne physique qui est un « employé informé » (knowledgeable employee) (au sens de la loi intitulée *Investment Company Act of 1940*) (la « Loi de 1940 ») de fonds privés, si celle-ci investit dans le fonds privé offrant les titres;
- un conseiller en placement inscrit dans un État des États-Unis et auprès de la SEC;
- un conseiller en placement dispensé d'inscription en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Investment Advisers Act of 1940*;
- une société de placement rurale;
- une société à responsabilité limitée avec un actif d'au moins de 5 M\$ US dont la constitution ne vise pas spécifiquement l'achat des titres offerts;
- un « gestionnaire de grande fortune » (family office) avec un actif sous gestion d'au moins de 5 M\$ US dont la constitution ne vise pas spécifiquement l'achat des titres offerts et dont les achats sont déterminés par une personne financièrement avertie ainsi que ses « clients fortunés » (family client) (chacun au sens de la loi des États-Unis intitulée *Investment Advisers Act of 1940*); et
- une personne morale non décrite par la définition d'investisseur accrédité dont la

constitution ne vise pas spécifiquement l'achat des titres offerts et détenant des « placements » (au sens de la Loi de 1940) de plus de 5 M\$ US.

Les modifications prévoient également que les personnes physiques peuvent regrouper leurs actifs ou revenus d'« équivalent du conjoint » (au sens d'une cohabitation dont la relation est généralement équivalente à celle d'un conjoint) aux fins de la conformité aux seuils communs de valeur nette ou de revenu.

Modification de la définition d'acheteur institutionnel admissible

Contexte

La Rule 144A en vertu de la Loi de 1933 constitue une exemption de revente limitée aux investisseurs institutionnels admissibles, lesquels forment une catégorie d'investisseurs institutionnels qui, à l'exception des courtiers inscrits, ont le pouvoir discrétionnaire de détenir et d'investir au moins 100 M\$ US dans des titres d'émetteurs non membres du groupe de l'investisseur institutionnel. Un investisseur institutionnel admissible doit correspondre à l'un des types prescrits de personnes morales répertoriés dans la définition. Ce répertoire est généralement plus restreint que celui des personnes morales selon la définition d'investisseur accrédité. Auparavant, la définition d'investisseur institutionnel admissible faisait en sorte que certaines institutions financièrement averties respectant le seuil de propriété d'au moins 100 M\$ US étaient techniquement exclues de la définition d'investisseur institutionnel admissible et ne pouvaient donc pas investir dans les placements offerts aux termes de la Rule 144 A.

Modifications

Pour régler ces exclusions techniques, les modifications élargissent la définition d'investisseur institutionnel admissible afin d'y inclure toute institution ne figurant pas spécifiquement dans la définition d'investisseur institutionnel admissible, mais qui est conforme à la définition d'investisseur accrédité et qui respecte le seuil de propriété d'au moins 100 M\$ US. Toutefois, contrairement à la définition d'investisseur accrédité, ces personnes morales peuvent être constituées comme investisseur institutionnel admissible spécifiquement aux fins d'achat des titres offerts.

Incidences pour les émetteurs canadiens

Bon nombre d'émetteurs canadiens réunissent des capitaux aux États-Unis en s'appuyant sur les exemptions pour placements privés de la Regulation D et la Rule 144 A. Les modifications apportées par la SEC aux définitions d'investisseur accrédité et d'investisseur institutionnel admissible, sans augmenter radicalement la classe de chaque catégorie d'investisseur, aideront à élargir le bassin duquel les sociétés canadiennes peuvent réunir des capitaux américains. Les nouvelles définitions modifient également quelques exclusions techniques auxquelles ont fait face certains investisseurs institutionnels canadiens au moment d'évaluer leur admissibilité à participer aux placements réservés aux investisseurs accrédités ou aux investisseurs institutionnels admissibles. Cependant, il n'a pas encore été établi si, ni dans quelle mesure, des modifications similaires à la définition d'investisseur accrédité canadienne peuvent être adoptées au Canada.

Date d'entrée en vigueur

Les modifications entrent en vigueur 60 jours après leur publication dans le registre fédéral des États-Unis.

[1] Certains intervenants et deux commissaires de la SEC dissidents ont fait part de leurs inquiétudes face au fait que les seuils de fortune existants n'offraient pas une protection suffisante aux investisseurs qui pouvaient être admissibles en fonction de leur revenu ou de leur valeur nette, mais qui étaient susceptibles de faire des placements frauduleux aux termes de la Regulation D. Finalement, une majorité des commissaires de la SEC a déterminé qu'il n'existait aucune information indiquant que des incidences de fraude sur les marchés privés étaient stimulées ou visées par les seuils de fortune actuellement fixés dans la définition d'investisseur accrédité. La SEC a indiqué qu'elle continuerait à surveiller la taille du bassin d'investisseurs accrédités, les caractéristiques de chaque investisseur accrédité qui investissent sur les marchés privés, le caractère adéquat des seuils de revenu et de valeur nette et, dans la mesure de la disponibilité de ces données, le rendement et l'incidence de fraude relative aux placements dispensés, y compris dans le cadre de l'examen quadriennal effectué par la SEC selon la définition d'investisseur accrédité conformément à la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

[2] Au moment de la communication des règles définitives, la SEC a émis une ordonnance désignant les permis suivants comme rendant une personne admissible au statut d'investisseur accrédité : le permis de General Securities Representative (Series 7), le permis de Private Securities Offerings Representative (Series 82) et le permis d'Investment Adviser Representative (Series 65).