

COMPRENDRE LES NOUVEAUX CRITÈRES DE LIQUIDITÉ DU NASDAQ : MODIFICATIONS APPORTÉES AUX MODALITÉS DE L'INSCRIPTION INITIALE PRENANT EFFET LE 11 AVRIL 2025

Publié le 10 avril, 2025

Catégories: [Perspectives](#), [Publications](#)

Le 12 décembre 2024, Nasdaq Stock Market LLC (le « **Nasdaq** ») a déposé auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « **SEC** ») une proposition de modification des règles d'inscription 5405 et 5505 du Nasdaq (la « **proposition** »)^[1]. La proposition vise à rendre plus rigoureuses les exigences de liquidité au moment de l'inscription initiale au Nasdaq pour les émetteurs qui demandent une nouvelle inscription de leurs titres ou l'inscription de titres auparavant négociés de gré à gré au Nasdaq Global Market ou au Nasdaq Capital Market dans le cadre d'un appel public à l'épargne. La proposition vise à modifier les règles d'inscription au Nasdaq 5405 et 5505 de la façon suivante :

- (i) obliger une société qui inscrit ses titres au Nasdaq Global Market ou au Nasdaq Capital Market dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne (un « **PAPE** »), y compris par le biais de l'émission de certificats américains d'actions étrangères (des « **CAAE** »), à remplir l'exigence relative à la valeur marchande des actions librement négociées dans le public (« **VMALNP** ») uniquement au moyen du produit de l'appel public à l'épargne;
- (ii) obliger une société qui s'inscrit à la cote du Nasdaq Global Market ou du Nasdaq Capital Market à partir du marché de gré à gré des États-Unis parallèlement à un appel public à l'épargne à remplir l'exigence relative à la VMALNP applicable uniquement au moyen du produit de l'appel public à l'épargne;
- (iii) l'augmentation du montant minimum requis pour inscrire des titres auparavant négociés de gré à gré, dans le cadre d'un appel public à l'épargne souscrit avec engagement ferme
(collectivement, les « **nouvelles règles d'inscription** »).

Le 12 mars 2025, la SEC a approuvé la proposition et les nouvelles règles d'inscription entreront en vigueur le 11 avril 2025.

Le présent bulletin traite des nouvelles règles d'inscription et fournit des renseignements aux émetteurs qui

souhaitent inscrire leurs titres à la cote du Nasdaq Global Market ou du Nasdaq Capital Market dans le cadre d'un appel public à l'épargne.

Contexte général

L'émetteur qui demande une nouvelle inscription de titres ou l'inscription de titres jusqu'alors négociés de gré à gré au Nasdaq Global Market ou au Nasdaq Capital Market dans le cadre d'un appel public à l'épargne doit se conformer à la règle d'inscription 5404 ou 5505 du Nasdaq. En vertu des règles 5404(b) et 5505(b), dans le cadre d'un appel public à l'épargne, un émetteur doit lever une somme minimale d'argent pour remplir l'exigence relative à la VMALNP applicable. L'exigence relative à la VMALNP vise à ce qu'il y ait des liquidités suffisantes pour assurer le fonctionnement du processus de détermination du prix et à soutenir un marché efficace et régulier pour les titres cotés de l'émetteur^[2].

L'exigence relative à la VMALNP peut être remplie au moyen de la valeur des actions librement négociées dans le public d'une société. Avant la proposition, elle comprenait ce qui suit :

- (i) les actions vendues dans le cadre de l'appel public à l'épargne (les «**actions d'appel public à l'épargne**»)
- (ii) les actions qui ne sont pas détenues par un dirigeant, un administrateur ou actionnaire qui détient 10 % des actions de l'émetteur, qui ne sont pas assujetties à des restrictions de revente et qui ont été émises précédemment sous forme d'actions enregistrées en vue de leur revente (les «**actions de revente**»).

Avant la proposition, les actions d'appel public à l'épargne et les actions de revente étaient admissibles à titre d'actions librement négociées dans le public et contribuaient collectivement à la satisfaction de l'exigence relative à la VMALNP. Toutefois, à compter du 11 avril 2025, les actions de revente seront exclues du calcul de la VMALNP en vertu des nouvelles règles d'inscription^[3].

Aperçu des nouvelles règles d'inscription

Le 11 avril 2025, les nouvelles règles d'inscription sont entrées en vigueur, le changement le plus important étant la restriction imposée aux émetteurs de remplir l'exigence relative à la VMALNP uniquement à partir des actions d'appel public à l'épargne.

La somme minimale d'argent qui doit être levée pour remplir l'exigence relative à la VMALNP varie selon que l'émetteur demande l'inscription au Nasdaq Global Market ou au Nasdaq Capital Market et en fonction de la norme d'inscription initiale en vertu de laquelle il présente sa demande. Ces modifications en vertu des règles 5405 et 5505 sont résumées ci-dessous et reflètent les modifications apportées par la proposition.

Exigences relatives à l'inscription initiale

Règle 5405(b) — Nasdaq Global Market : Pour être admissible à l'inscription initiale sur le Nasdaq Global Market, l'émetteur doit remplir les exigences de l'une des normes d'inscription initiale en vertu de la règle 5405(b) et doit remplir l'exigence relative à la VMALNP suivante :

1. **Norme relative au revenu :** Une VMALNP d'au moins 8 millions de dollars US pour une inscription à la cote d'une société dans le cadre d'un PAPE, y compris par le biais de l'émission de certificats américains d'actions étrangères (CAAE); cette exigence doit être remplie au moyen du produit du placement;
2. **Norme relative aux actions :** Une VMALNP d'au moins 18 millions de dollars US pour une inscription à la cote d'une société dans le cadre d'un PAPE, y compris par le biais de l'émission de certificats américains d'actions étrangères (CAAE); cette exigence doit être remplie au moyen du produit du placement; ou
3. **Norme relative à la valeur marchande ou norme relative à l'actif total/au revenu total :** Une VMALNP d'au moins 20 millions de dollars US pour l'inscription des titres d'une société dans le cadre d'un PAPE, y compris par le biais de l'émission de certificats américains d'actions étrangères (CAAE); cette exigence doit être remplie au moyen du produit du placement^[4].

Règle 5505(b) — Nasdaq Capital Market : Pour être admissible à l'inscription initiale sur le Nasdaq Capital Market, l'émetteur doit se conformer à l'une des normes d'inscription initiale en vertu de la règle 5505(b) et doit remplir l'exigence relative à la VMALNP suivante :

1. **Norme relative aux actions :** Une VMALNP d'au moins 15 millions de dollars US pour une inscription à la cote d'une société dans le cadre d'un PAPE, y compris par le biais de l'émission de certificats américains d'actions étrangères (CAAE); cette exigence doit être remplie au moyen du produit du placement;
2. **Norme relative à la valeur marchande des titres inscrits :** Une VMALNP d'au moins 15 millions de dollars US pour une inscription à la cote d'une société dans le cadre d'un PAPE, y compris par le biais de l'émission de certificats américains d'actions étrangères (CAAE); cette exigence doit être remplie au moyen du produit du placement; ou
3. **Norme relative au revenu net :** Une VMALNP d'au moins 5 millions de dollars US pour une inscription à la cote d'une société dans le cadre d'un PAPE, y compris par le biais de l'émission de certificats américains d'actions étrangères (CAAE); cette exigence doit être remplie au moyen du produit du placement^[5].

En résumé, la proposition modifie les règles 5405(b) et 5505(b) en excluant les actions de revente du calcul de la VMALNP et oblige les émetteurs à remplir cette exigence uniquement au moyen du produit du placement.

Exigences relatives à l'inscription de titres qui étaient auparavant négociés de gré à gré

Par ailleurs, l'émetteur dont les titres sont actuellement négociés de gré à gré et qui souhaite les inscrire au

Nasdaq Global Market ou au Nasdaq Capital Market dans le cadre d'un appel public à l'épargne doit se conformer à la règle 5405(a)(4) ou la règle 5505(a)(5), selon le cas, ainsi que l'une des normes d'inscription initiale énoncées dans la règle 5405(b) ou la règle 5505(b), selon le cas.

La proposition modifie les règles 5405(a)(4) et 5505(a)(5) afin d'exiger qu'un émetteur dont les titres sont négociés de gré à gré et qui ne remplit pas les exigences relatives au volume quotidien minimum moyen de transactions pour une inscription au Nasdaq Global Market ou au Nasdaq Capital Mark dans le cadre d'appel public à l'épargne souscrit avec engagement ferme pour remplir l'exigence relative à la VMALNP applicable au moyen du produit du placement. En outre, les nouvelles règles d'inscription haussent le montant requis pour les appels publics à l'épargne de 4 à 8 millions de dollars américains pour le Nasdaq Global Market et de 4 à 5 millions de dollars américains pour le Nasdaq Capital Market pour refléter l'exigence relative à la VMALNP minimale pour chaque marché. Les modifications apportées aux règles 5405(a)(4) et 5505(a)(5) sont présentées ci-dessous.

Règle 5405(a)(4) – Nasdaq Global Market : Pour inscrire des titres auparavant négociés de gré à gré au Nasdaq Global Market, un émetteur doit atteindre un volume quotidien moyen minimal de 2 000 actions sur le marché de gré à gré au cours des 30 derniers jours de bourse précédant l'inscription (y compris le volume de négociation du titre sous-jacent sur le marché primaire dans le cas d'un CAAE), la négociation devant se dérouler sur plus de 50 % de ces 30 jours (l'« **exigence de VQM** »), à moins que cette valeur ne soit inscrite à la cote dans le cadre d'un appel public à l'épargne souscrit avec engagement ferme d'au moins 8 millions de dollars US et que l'émetteur remplisse l'exigence relative à la VMALNP applicable de l'une des normes d'inscription initiale de la règle 5405(b) au moyen du produit du placement.

Règle 5505(a)(5) – Nasdaq Capital Market : Pour que les titres d'un émetteur soient inscrits à la cote du Nasdaq Capital Market à partir d'un marché de gré à gré, l'émetteur doit remplir l'exigence de VQM, ou effectuer l'inscription dans le cadre d'un appel public à l'épargne souscrit avec engagement ferme d'au moins 5 millions de dollars américains et doit remplir l'exigence relative à la VMALNP applicable de l'une des normes d'inscription initiale de la règle 5505 (b) au moyen du produit du placement.

En résumé, les nouvelles règles d'inscription haussent les montants requis pour les appels publics à l'épargne souscrits avec engagement ferme sur le Nasdaq Global Market et le Nasdaq Capital Market et exigent que soit remplie l'exigence relative à la VMALNP applicable uniquement au moyen du produit du placement.

Veuillez noter que si l'émetteur qui négocie actuellement sur le marché de gré à gré remplit l'exigence de VQM, l'appel public à l'épargne n'aura pas de seuil minimal. Toutefois, l'émetteur doit toujours remplir l'exigence relative à la VMALNP applicable de l'une des normes d'inscription initiale des règles 5405(b) ou 5505(b), selon le cas, en vertu des anciennes règles, qui lui permet d'utiliser les actions non soumises à des

restrictions qui font actuellement partie de son flottant public et toute action de revente pour qu'elles soient prises en compte afin de remplir l'exigence relative à la VMALNP.

Motif invoqué par le NASDAQ pour justifier les nouvelles règles d'inscription

Comme il est indiqué ci-dessus, avant la proposition, les actions d'appel public à l'épargne et les actions de revente comptaient collectivement comme des actions librement négociées dans le public pouvant remplir l'exigence relative à la VMALNP applicable.

Le Nasdaq a fait remarquer que les émetteurs qui ont rempli l'exigence relative à la VMALNP par le biais d'actions de revente ont connu une volatilité plus élevée à la date d'inscription que les émetteurs qui ont rempli l'exigence relative à la VMALNP uniquement au moyen du produit du placement^[6]. Le Nasdaq estime que les actions de revente peuvent ne pas contribuer à la liquidité dans la même mesure que les actions d'appel public à l'épargne^[7]. Selon le Nasdaq, l'exclusion des actions de revente du calcul de l'exigence pertinente relative à la VMALNP devrait permettre au Nasdaq de mieux déterminer si un titre dispose de liquidités suffisantes et s'il est par conséquent un candidat à l'inscription à la cote et à la négociation sur le Nasdaq Global Market ou le Nasdaq Capital Market^[8].

Points principaux à retenir

En résumé, les nouvelles règles d'inscription exigent que dans le cadre d'un PAPE, l'inscription d'un émetteur au Nasdaq Global Market ou au Nasdaq Capital Market soit conforme à la norme minimale applicable relative à la VMALNP uniquement au moyen du produit du placement. En outre, les nouvelles règles d'inscription augmentent les montants minimums d'appel public à l'épargne nécessaires pour inscrire des titres auparavant négociés de gré à gré lorsque l'émetteur ne remplit pas à l'exigence de VQM et exigent que cette inscription à la cote, lorsqu'elle est en lien avec un appel public à l'épargne par voie de prise ferme, remplisse de la même manière l'exigence relative à la VMALNP applicable uniquement au moyen du produit du placement.

Bien que ces modifications apportées aux règles d'inscription 5405 et 5505 du Nasdaq visent à assurer un niveau de liquidité adéquat en vue de l'inscription des titres au Nasdaq Global Market ou au Nasdaq Capital Market, il s'agit d'un ensemble de normes plus exigeant, ce qui peut compliquer la tâche des émetteurs qui cherchent à inscrire des titres sur ces marchés.

Renseignements

Si vous avez des questions au sujet des nouvelles règles d'inscription, veuillez communiquer avec un membre de notre [groupe Marchés des capitaux et valeurs mobilières de McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l.](#)

[1] *Securities and Exchange Commission*, [Communiqué N° 34-102622](#) (12 mars 2025), à la page 1.

[2] *Securities and Exchange Commission*, [Communiqué N° 34-101978](#) (19 décembre 2024), à la page 3.

[3] *Supra* note [1](#), à la page 3.

[4] Se reporter à la [règle d'inscription à la Nasdaq 5405\(b\)](#).

[5] Voir la [règle d'inscription à la Nasdaq 5505\(b\)](#).

[6] *Supra* note [1](#), aux pages 6-7.

[7] *Ibid*, à la page 3.

[8] *Ibid*, à la page 7.

par [Michael Shannon](#), [Julia Currie](#) et [Cassandra Buchan](#) (stagiaire en droit)

Mise en garde

Le contenu du présent document ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. Le lecteur ne doit pas se fonder uniquement sur ce document pour prendre une décision, mais devrait plutôt obtenir des conseils juridiques précis.

© McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. 2025