

FAIR

Canadian Foundation *for*
Advancement *of* Investor Rights
Fondation canadienne *pour* l'avancement
des droits *des* investisseurs

Le 27 octobre 2011

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Services Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Nova Scotia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Securities Office, Île-du-Prince-Édouard
Office of the Superintendent of Securities, Gouvernement de Terre-Neuve-et-Labrador
Ministère des Services aux collectivités, Gouvernement du Yukon
Bureau du Surintendant des valeurs mobilières, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, Gouvernement du Nunavut

À l'attention de :

Ashlyn D'Aoust
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
Suite 600, 250-5th Street SW
Calgary (Alberta) T2P 0R4
Transmis par courriel à : ashlyn.daoust@asc.ca

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Transmis par courriel à : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

OBJET : *Projet de Règlement 51-103 sur les obligations permanentes des émetteurs émergents en matière de gouvernance et d'information*

FAIR Canada est heureuse d'offrir ses commentaires sur le *Projet de Règlement 51-103 sur les obligations permanentes des émetteurs émergents en matière de gouvernance et d'information* (le « projet de règlement ») des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), présenté dans l'avis de consultation publié le 29 juillet 2011.

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des épargnants. À titre de représentant des investisseurs canadiens, FAIR Canada milite pour une plus grande protection des

investisseurs dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Pour de plus amples renseignements, consultez notre site www.faircanada.com.

Sommaire des commentaires et des recommandations de FAIR Canada:

1. FAIR Canada appuie l'objectif de clarifier les obligations des émetteurs émergents et de leur fournir des orientations additionnelles de sorte qu'il soit plus simple pour eux de se conformer aux exigences et qu'ils puissent réduire leurs coûts. Nous appuyons aussi les efforts pour améliorer l'information afin qu'elle tienne compte des besoins et des attentes des investisseurs dans des émetteurs émergents. Toutefois, nous ne croyons pas que d'assouplir les normes d'information et de gouvernance applicables aux émetteurs émergents soit une manière appropriée d'atteindre ces buts.
2. FAIR Canada recommande que les ACVM, avant d'introduire un nouveau règlement, recueillent des preuves empiriques au sujet de la confusion des émetteurs et du coût de conformité à la réglementation actuelle, ainsi que des preuves empiriques que les règles proposées entraîneront moins de confusion et de coûts (en tenant compte des coûts de transition) que les règles actuelles.
3. Les ACVM devraient consulter les investisseurs dans des émetteurs émergents pour savoir quels changements amélioreraient selon eux l'utilité et la compréhension de l'information fournie.
4. Des événements récents impliquant Sino-Forest et un certain nombre d'autres émetteurs émergents ont fait subir de lourdes pertes financières à des investisseurs et ont miné la confiance des investisseurs en général. Les ACVM pourraient réfléchir à certains changements récents sur le marché (en particulier l'inscription d'émetteurs émergents provenant de marchés émergents) qui remettent en question la pertinence de leur initiative. Des scandales récents donnent à penser qu'il faudrait peut-être plutôt resserrer la réglementation des émetteurs émergents et la rendre plus efficace afin de mieux protéger les investisseurs et de restaurer leur confiance.
5. FAIR Canada recommande que les ACVM créent un groupe de travail formé de représentants des Bourses, des preneurs fermes, des vérificateurs, des conseillers juridiques et des organismes de réglementation du Canada, pour s'attaquer aux problèmes que pose l'inscription d'émetteurs provenant de marchés émergents. Ce groupe de travail devrait aussi se pencher sur les questions de manipulation des marchés et d'intégrité des marchés que soulèvent des soi-disant « analystes » qui vendent à découvert avant la publication de « rapports de recherche » très négatifs.
6. FAIR Canada recommande que les ACVM s'occupent du conflit d'intérêts entre les responsabilités de réglementation des inscriptions de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX et leurs activités commerciales d'inscription à la cote, et qu'elles portent ces fonctions au niveau des normes internationales.
7. Les ACVM pourraient envisager, comme moyen de réduire les coûts de conformité et la confusion pour les émetteurs émergents, de réunir dans un seul manuel toutes les obligations réglementaires actuellement applicables à ces émetteurs.
8. FAIR Canada recommande fortement le maintien de l'obligation d'information financière trimestrielle des émetteurs émergents. Nous partageons le point de vue de la CVMO, qui affirme dans son avis de consultation que les changements « (...) pourraient être néfastes pour les investisseurs en faisant en sorte qu'il soit plus difficile pour eux d'obtenir des informations pour prendre des décisions de placement informées en temps opportun » [TRADUCTION].

9. FAIR Canada est en faveur du regroupement de toute l'information à fournir dans un seul rapport pour les investisseurs, tel que le Rapport annuel, mais n'approuve pas qu'une telle réforme se limite aux émetteurs émergents ni qu'elle passe par une réduction des obligations d'information par rapport aux obligations actuelles.
10. FAIR Canada est opposée à l'idée que les émetteurs émergents ne soient pas tenus de fournir autant d'information sur la rémunération de la haute direction que les grands émetteurs non cotés ou d'autres émetteurs. Nous sommes également en désaccord avec la proposition voulant que l'information sur les options d'achat d'actions et d'autres formes de rémunération à base de titres ne soit pas présentée sur la même base pour les émetteurs émergents que pour les autres émetteurs. Cette information ne devrait que s'ajouter à l'exigence actuelle de divulguer la juste valeur des options d'achat d'actions à leur date d'attribution.
11. Les émetteurs émergents étant déjà assujettis à des obligations réduites en matière de gouvernance, FAIR Canada est opposée à un assouplissement supplémentaire de ces normes, qui ne serait pas dans l'intérêt des investisseurs de détail ni de l'intégrité du marché.
12. FAIR Canada recommande qu'il y ait une obligation, dans le cadre des règles d'inscription à la cote de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX de même que dans un règlement national, que tous les émetteurs inscrits, y compris les émetteurs émergents, soient constitués en société dans un territoire de compétence où la législation sur les sociétés fixe des normes minimales de gouvernance, ce qui comprend le devoir des administrateurs d'agir honnêtement et de bonne foi et avec soin, diligence et compétence.
13. FAIR Canada recommande que les obligations relatives aux conflits d'intérêts ne soient pas incluses dans le projet de règlement, puisqu'elles sont déjà prévues par la loi. Leur inclusion dans le projet de règlement (telles qu'elles sont actuellement formulées) créerait de la confusion sans par ailleurs augmenter les protections pour les investisseurs. Cela ne serait donc pas à l'avantage de ces derniers.
14. FAIR Canada recommande que les ACVM procèdent à une comparaison des exigences en vigueur dans d'autres territoires de compétence avant de modifier le seuil d'importance applicable au dépôt d'états financiers ou d'éliminer l'obligation de produire une déclaration d'acquisition d'entreprise. Nous n'appuyons pas le relèvement du critère de 40 à 100 pour cent et préconiserions en fait son abaissement à 25 pour cent.
15. FAIR Canada est favorable aux efforts visant à réduire la présentation d'information en double et pense que les obligations en matière de gouvernance et d'autres annexes à la circulaire de sollicitation de procurations pourraient être fournies sous une forme résumée (plutôt qu'en version intégrale), accompagnées d'hyperliens menant aux documents intégraux sur le site Web de l'émetteur inscrit. Un tel changement pourrait réduire de 50 pour cent ou plus la taille d'un grand nombre de circulaires de sollicitation de procurations, ce qui réduirait les coûts d'impression et d'envoi par la poste.
16. Nos réponses aux questions spécifiques posées dans le document de consultation sont présentées à la section 3 ci-dessous.

1. Commentaires liminaires – La réglementation des émetteurs émergents doit être resserrée et rendue plus efficace

- 1.1.** FAIR Canada reconnaît l'importance du marché du capital de risque au Canada et est heureuse de continuer à participer au processus de consultation dans le cadre duquel les ACVM essaient d'atteindre leurs buts de simplifier et d'adapter l'information diffusée par les émetteurs émergents pour tenir compte des besoins et des attentes de leurs investisseurs et de rendre leurs obligations d'information plus appropriées et gérables à leur stade de développement. Le projet de règlement vise notamment à permettre aux investisseurs de prendre des décisions plus éclairées, à faciliter pour les investisseurs dans des émetteurs émergents la compréhension des documents d'information et le repérage des renseignements clés, ainsi qu'à ajuster les obligations aux émetteurs émergents afin qu'ils puissent plus facilement respecter leurs obligations de conformité et pour leur donner davantage de temps à consacrer à la croissance de leur entreprise.
- 1.2.** **FAIR Canada appuie l'objectif de clarifier les obligations des émetteurs émergents et de leur fournir des orientations additionnelles de sorte qu'il soit plus simple pour eux de se conformer aux exigences et qu'ils puissent réduire leurs coûts. Nous appuyons aussi les efforts pour améliorer l'information afin qu'elle tienne compte des besoins et des attentes des investisseurs dans des émetteurs émergents. Toutefois, nous ne croyons pas que d'assouplir les normes d'information et de gouvernance applicables aux émetteurs émergents soit une manière appropriée d'atteindre ces buts.**
- 1.3.** FAIR Canada pense que les ACVM devraient recueillir des preuves empiriques que les règles actuelles créent de la confusion ou sont coûteuses à honorer et que les nouvelles règles entraîneront moins de confusion et de coûts (en tenant compte des coûts de transition) que les règles actuelles, avant d'introduire un nouveau règlement.
- 1.4.** FAIR Canada se demande aussi pourquoi un projet de règlement sensé chercher à rendre l'information plus utile pour les investisseurs a été introduit avant quelque consultation que ce soit de ces derniers. Une initiative orientée vers les investisseurs pourrait suivre une démarche plus optimale.

Recommandation 1 : FAIR Canada recommande que les ACVM, avant d'introduire un nouveau règlement, recueillent des preuves empiriques au sujet de la confusion des émetteurs et du coût de conformité à la réglementation actuelle, ainsi que des preuves empiriques que les règles proposées entraîneront moins de confusion et de coûts (en tenant compte des coûts de transition) que les règles actuelles.

Recommandation 2 : FAIR Canada recommande aussi que les ACVM consultent les investisseurs dans des émetteurs émergents pour savoir quels changements amélioreraient selon eux l'utilité et la compréhension de l'information fournie par ces émetteurs.

- 1.5. Des événements récents ont mis en lumière un certain nombre de problèmes importants en lien avec l'inscription d'émetteurs émergents qui ont fait l'objet d'interdictions d'opérations sur valeurs, de suspensions de la négociation ou d'enquêtes (p. ex., Zungui Haixi Corporation, Cathay Forest Products Corp et Xianburg Data Systems Canada Corporation¹). Pour FAIR**

¹ Voir à l'Appendice 1 le tableau des sociétés de la Bourse de croissance TSX qui ont fait l'objet d'interdictions d'opérations sur valeurs, ont été radiées de la cote ou sont sous enquête par suite d'allégations de fraude, d'anomalies comptables ou de défaut de déposer des documents exigés. La liste donne des exemples d'inscriptions actuellement (2011) problématiques de sociétés chinoises à la Bourse de croissance TSX. Elle n'est pas exhaustive et n'inclut pas des

Canada, cela démontre que les ACVM doivent revoir leur approche et chercher plutôt à resserrer la réglementation des émetteurs émergents et à en augmenter l'efficacité, afin de mieux protéger les investisseurs et de restaurer leur confiance. Le projet de règlement réduira la protection des investisseurs au lieu d'améliorer la surveillance réglementaire des petits émetteurs.

Recommandation 3 : FAIR Canada recommande que les ACVM réfléchissent à des événements survenus récemment sur le marché (en particulier l'inscription d'émetteurs émergents provenant de marchés émergents) et envisagent de resserrer la réglementation des émetteurs émergents et d'en augmenter l'efficacité afin de mieux protéger les investisseurs et de restaurer leur confiance.

- 1.6. Le régime réglementaire actuel du Canada prévoit déjà pour les émetteurs émergents des exigences sur mesure et moins coûteuses pour la certification, la gouvernance et l'information continue, en tenant compte de leur taille souvent plus petite ainsi que de leur limitation en capitaux et ressources comparativement aux autres émetteurs. Il n'est nullement nécessaire de réduire encore les exigences réglementaires de fond. **En fait, des événements récents ont plutôt démontré que le Canada a besoin d'une réglementation plus robuste, bien que sur mesure, pour son marché des émetteurs émergents, s'il veut restaurer la confiance des investisseurs et mieux les protéger.**
- 1.7. Réduire les obligations d'information actuelles des émetteurs émergents aurait pour conséquences de priver les investisseurs de certaines informations et d'augmenter le risque sur un marché prospectif déjà risqué. Cela ne serait pas une démarche responsable de la part d'organismes de réglementation dont le mandat est de protéger les investisseurs, et cela ne renforcerait pas la confiance dans le marché du capital de risque. Nos préoccupations particulières au sujet du projet de règlement sont présentées dans la section 2 ci-dessous.

Un groupe de travail doit se pencher sur l'inscription des sociétés issues de marchés émergents

- 1.8. FAIR Canada recommande que les ACVM créent un groupe de travail formé de représentants des Bourses, des preneurs fermes, des vérificateurs, des conseillers juridiques et des organismes de réglementation du Canada, chargé de s'attaquer aux problèmes que soulève l'inscription de sociétés provenant de marchés émergents. Le régime réglementaire actuel ne protège pas efficacement les investisseurs à cet égard, et un examen de tous les aspects de l'inscription au Canada de sociétés issues de marchés émergents s'impose – cela comprend les normes de vérification et de diligence raisonnable ainsi que la capacité des organismes de réglementation de surveiller des sociétés dont les livres et registres ainsi que les têtes dirigeantes se trouvent à l'étranger, d'enquêter sur de telles sociétés et de les poursuivre en justice.
- 1.9. Beaucoup d'investisseurs choisissent de participer aux marchés émergents en achetant des titres de sociétés étrangères inscrites dans un pays développé (p. ex., à la cote de la Bourse de croissance TSX). Ces investisseurs sont réconfortés à l'idée que les sociétés inscrites au Canada ou dans des bourses d'autres pays développés fassent l'objet d'examen minutieux. Mais leur confiance a maintenant commencé à s'effriter. Qui plus est, nombre de ces sociétés entrent sur les marchés développés par le biais d'une prise de contrôle inversée ou d'une transaction

inversée de fusion, avec comme objectif d'utiliser la bourse des petits émetteurs comme tremplin vers une bourse majeure comme la Bourse de Toronto. Elles évitent ainsi les examens plus serrés que comporte un premier appel public à l'épargne (PAPE) direct. Cette question doit être réexaminée par un groupe de travail, comme cela a été fait aux États-Unis et comme entreprend de le faire la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO).

Recommandation 4 : FAIR Canada recommande que les ACVM créent un groupe de travail formé de représentants des Bourses, des preneurs fermes, des vérificateurs, des conseillers juridiques et des organismes de réglementation du Canada, pour s'attaquer aux problèmes que soulève l'inscription d'émetteurs provenant de marchés émergents. Ce groupe de travail devrait aussi se pencher sur les questions de manipulation des marchés et d'intégrité des marchés que soulèvent des soi-disant « analystes » qui vendent à découvert avant la publication de « rapports de recherche » très négatifs.

Les conflits d'intérêts dans la réglementation des inscriptions à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX doivent être réglés

- 1.10. FAIR Canada recommande aussi que les ACVM entreprennent un examen de l'efficacité des exigences relatives à l'inscription à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX, compte tenu de la nature du conflit d'intérêts qui existe entre les responsabilités de réglementation des inscriptions de ces deux bourses et leurs activités commerciales d'inscription à la cote. Il y a longtemps que des mesures spécifiques auraient dû être prises pour gérer adéquatement ce conflit d'intérêts.
- 1.11. La fonction de réglementation des inscriptions est une fonction de réglementation et de normalisation importante qui a une grande incidence sur l'intégrité du marché et la protection des investisseurs. Nous sommes préoccupés par l'absence de mesures de protection adéquates pour gérer le conflit d'intérêts inhérent entre le statut à but lucratif du Groupe TMX et les rôles de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX comme organismes de réglementation des sociétés inscrites à leur cote. Comme le formule un rapport d'expert commandé par FAIR Canada et intitulé *Managing Conflicts of Interest in TSX Listed Company Regulation*² (le « rapport de FAIR Canada ») :

L'ordonnance de reconnaissance de la Bourse de Toronto contient des conditions spécifiques pour régler le conflit d'intérêts concernant l'auto-inscription, mais elle ne contient aucune modalité obligeant la Bourse de Toronto à séparer ses activités de réglementation des inscriptions de ses activités commerciales ou à adopter des politiques ou des procédures pour gérer les conflits d'intérêts entre ses activités d'inscription et ses responsabilités de réglementation des inscriptions. [TRADUCTION]

- 1.12. Le rapport de FAIR Canada constate aussi que les sept autres grandes bourses examinées ont pris leurs responsabilités en mettant en place l'un de trois mécanismes spécifiques et solides de gestion des conflits d'intérêts. **Le rapport précise que, parmi les bourses étudiées, « la Bourse de Toronto est la seule à n'avoir pas instauré de mesures spécifiques pour gérer ses conflits d'intérêts dans la réglementation des sociétés inscrites » [TRADUCTION].**

² John W. Carson, *Managing Conflicts of Interest in TSX Listed Company Regulation* (2010), en ligne : <<http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2008/12/TSX-Listings-Conflicts-final-report-23-Jul1.pdf>> [Carson].

1.13. Dans son rapport de mars 2010 à la CVMO³, le Comité permanent des organismes gouvernementaux de l'Assemblée législative de l'Ontario (« le Comité ») affirme ceci : « ce qui nous préoccupe, c'est la perception que la Bourse de Toronto ne respecte pas les normes internationales en ce qui concerne la séparation de ses activités commerciales et de réglementation ».⁴ **Le Comité a recommandé « que la Commission [des valeurs mobilières de l'Ontario] examine le potentiel de conflit d'intérêts entre les fonctions commerciales et de réglementation de la Bourse de Toronto et prenne les mesures nécessaires pour régler les problèmes cernés ».**⁵

1.14. La Bourse de Toronto est en marge des bourses du monde développé dans la mesure où elle n'a encore rien fait pour gérer adéquatement les conflits d'intérêts inhérents entre ses activités commerciales et ses objectifs réglementaires. Les autorités canadiennes de réglementation doivent agir pour s'assurer que, à tout le moins, la Bourse de Toronto respecte la meilleure pratique internationale minimale de gestion des conflits d'intérêts. Ce commentaire s'applique également à la Bourse de croissance TSX.

Recommandation 5 : FAIR Canada recommande que les membres pertinents des ACVM s'occupent du conflit d'intérêts entre les responsabilités de réglementation des inscriptions de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX et leurs activités commerciales d'inscription à la cote et qu'ils s'assurent de porter ces fonctions au niveau des normes internationales.

Créer un manuel pour tous les émetteurs émergents existants

1.15. Comme nous l'avons indiqué dans notre réponse au Document de consultation multilatéral 51-403 des ACVM – Une réglementation sur mesure pour les émetteurs émergents (le « document de consultation initial »), si un des principaux objectifs de l'initiative est de clarifier les obligations actuelles pour les émetteurs émergents, il serait sans doute plus efficace et moins exigeant en termes de ressources de réunir toutes les exigences réglementaires applicables aux émetteurs émergents dans un seul manuel, plutôt que d'engager les coûts (en temps et en ressources de la part des autorités de réglementation et des parties prenantes) du processus d'établissement d'un règlement. Le projet de règlement ne crée pas un règlement distinct regroupant toutes les règles applicables aux émetteurs émergents. Puisque ceux-ci devront quand même se conformer à d'autres règlements nationaux et aux dispositions sur les valeurs mobilières des lois provinciales applicables, nous ne pensons pas que les propositions courantes des ACVM permettront d'atteindre l'objectif de clarifier les obligations pour les émetteurs émergents et, ainsi, de réduire les coûts de conformité. Un manuel complet qui expliquerait toutes les exigences courantes serait préférable.

Recommandation 6 : FAIR Canada recommande que l'on envisage, comme moyen de réduire les coûts de conformité et la confusion pour les émetteurs émergents, de réunir dans un seul manuel toutes les obligations réglementaires actuellement applicables à ces émetteurs.

³ Comité permanent des organismes gouvernementaux, *Rapport sur les organismes, conseils et commissions : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario* (mars 2010), en ligne : <http://www.ontla.on.ca/committee-proceedings/committee-reports/files_pdf/OSC%20Report%20English.pdf>

⁴ Note 3 ci-dessus, page 39.

⁵ Note 3 ci-dessus, page 39.

2. Commentaires sur des propositions spécifiques contenues dans le projet de règlement

La nouvelle définition de l'expression « émetteur émergent » ajoute à la complexité

2.1. La nouvelle définition de l'expression « émetteur émergent » exclut les émetteurs qui n'émettent que des titres de créance ou des actions privilégiées et les émetteurs de produits titrisés, qui seront désignés collectivement les « grands émetteurs non cotés ». Ces grands émetteurs non cotés seront assujettis aux règles actuelles applicables aux émetteurs émergents. La nouvelle définition de l'émetteur émergent exclut en outre les émetteurs visés par le règlement de la Colombie-Britannique intitulé *BC Instrument 51-509 Issuers Quoted in the U.S. Over-the-Counter Markets*. Il y aura donc trois régimes si le projet de règlement est adopté : (1) le projet de règlement, pour les émetteurs émergents; (2) les règles actuellement applicables aux émetteurs émergents, pour les grands émetteurs non cotés; et (3) les règles actuellement applicables aux émetteurs non émergents, pour tous les autres émetteurs. Bien que le projet de règlement puisse réduire en partie la complexité pour certains émetteurs, il ajoute à la complexité de la structure globale, car l'investisseur doit déterminer dans lequel des trois régimes se classe un émetteur donné.

Élimination des états financiers et des rapports de gestion trimestriels intermédiaires

- 2.2. FAIR Canada n'est pas en faveur de l'élimination proposée des états financiers trimestriels intermédiaires et des rapports de gestion connexes. **FAIR Canada partage le point de vue de la CVMO, qui affirme dans son avis de consultation que les changements « (...) pourraient être néfastes pour les investisseurs en faisant en sorte qu'il soit plus difficile pour eux d'obtenir des informations pour prendre des décisions de placement informées en temps opportun » [TRADUCTION].**⁶ L'élimination de ces rapports entraînerait des lacunes dans l'information continue rendant plus difficile pour les investisseurs de déterminer s'ils devraient investir ou vendre leurs actions d'un émetteur émergent en particulier, et elle laisserait trop de temps s'écouler entre l'obtention de ces informations par les organismes de réglementation pour fins d'examen et les enquêtes sur d'éventuels problèmes. Les investisseurs seraient forcés de se fier de plus en plus aux renseignements contenus dans des communiqués, qui pourraient ne pas être publiés aussi souvent que nécessaire ou ne pas contenir suffisamment d'informations pour maintenir un marché adéquatement informé.
- 2.3. D'autres territoires de compétence, comme l'Australie et le Royaume-Uni, appliquent bien un calendrier d'information financière semestriel, mais ils n'ont jamais exigé de rapports trimestriels et ne font pas de distinction entre les grands et les petits émetteurs (contrairement au Canada et aux États-Unis). En outre, en Australie, certaines entités de prospection minière doivent déposer un rapport trimestriel qui (i) fournit des détails sur leurs activités; et (ii) contient des informations financières axées sur les flux de trésorerie, la liquidité et les transactions entre parties liées. Tant que les ACVM n'élaboreront pas de propositions spécifiques pour améliorer l'information financière trimestrielle, FAIR Canada n'appuiera pas l'élimination des rapports trimestriels en raison des risques additionnels auxquels cela exposerait les investisseurs.

⁶ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, *Proposed National Instrument 51-103 Ongoing Governance and Disclosure Requirements for Venture Issuers and Related Amendments – Supplement to the OSC Bulletin* (29 juillet 2011), (2011) 34 OSCB (Supp-5), appendice H, page 213.

Recommandation 7 : FAIR Canada recommande fortement le maintien de l'obligation d'information financière trimestrielle des émetteurs émergents.

Introduction d'un rapport annuel contenant moins d'informations

- 2.4. Le rapport annuel proposé regroupera l'information sur l'activité, la gouvernance et la rémunération de la haute direction, une combinaison d'informations actuellement contenues dans la notice annuelle, le rapport de gestion et la circulaire de sollicitation de procurations, les états financiers audités des deux derniers exercices ainsi que les attestations du chef de la direction et du chef des finances. FAIR Canada appuie l'idée de regrouper toutes les informations obligatoires dans un seul rapport pour les investisseurs, mais une telle réforme ne devrait pas se limiter aux émetteurs émergents ni passer par une réduction des obligations d'information par rapport aux obligations actuelles.

Recommandation 8 : FAIR Canada est en faveur du regroupement de toute l'information à fournir dans un seul rapport destiné aux investisseurs, comme le Rapport annuel, mais n'approuve pas qu'une telle réforme se limite aux émetteurs émergents ni qu'elle passe par une réduction des obligations d'information par rapport aux obligations actuelles.

Réduction des informations à fournir sur la rémunération

- 2.5. FAIR Canada est d'avis que les émetteurs émergents ne devraient pas fournir moins d'information sur la rémunération de la haute direction que les grands émetteurs non cotés ou d'autres émetteurs. Nous sommes opposés à l'idée que les émetteurs émergents n'aient à fournir cette information que pour deux exercices (au lieu de trois), de même qu'à la proposition de présenter globalement la rémunération des « membres de la haute direction visés » et des administrateurs plutôt que de la présenter individuellement, comme on l'exige des autres types d'émetteurs.
- 2.6. FAIR Canada en désaccord avec la proposition voulant que l'information sur les options d'achat d'actions et d'autres formes de rémunération à base de titres ne soit pas présentée sur la même base pour les émetteurs émergents que pour les autres émetteurs. La juste valeur marchande au moment où la rémunération est gagnée pourrait constituer un élément d'information additionnel, mais elle ne devrait pas remplacer l'obligation actuelle de divulguer la juste valeur des options d'achat d'actions à leur date d'attribution. Cette obligation est importante pour les investisseurs car elle divulgue le montant que le conseil d'administration compte verser à un membre de la haute direction au moment où l'attribution a lieu. L'obligation additionnelle de divulguer le montant que la personne a réellement gagné permettrait aux investisseurs de comparer les deux montants. FAIR Canada recommande qu'il y ait une vaste consultation de toutes les parties pertinentes, y compris les investisseurs, sur la proposition de divulguer les rémunérations non pécuniaires, comme les options d'achat d'actions, sur la base de leur juste valeur au moment où elles sont gagnées en plus de leur valeur à leur date d'attribution, et qu'une telle proposition soit envisagée pour tous les émetteurs et non seulement les émetteurs émergents.

Recommandation 9 : FAIR Canada est en désaccord avec la proposition qui réduirait les obligations d'information des émetteurs émergents par rapport à celles de grands émetteurs non cotés ou d'autres émetteurs. Nous sommes également en désaccord avec la proposition voulant

que l'information sur les options d'achat d'actions et d'autres formes de rémunération à base de titres ne soit pas présentée sur la même base pour les émetteurs émergents que pour les autres émetteurs. L'obligation de divulguer la juste valeur marchande au moment où la rémunération est gagnée ne devrait que s'ajouter à l'obligation actuelle de divulguer la juste valeur des options d'achat d'actions à leur date d'attribution.

Réduction des informations à fournir sur la gouvernance

- 2.7. Les émetteurs émergents étant déjà assujettis à des obligations réduites en matière de gouvernance, nous sommes opposés à tout assouplissement supplémentaire de ces normes, qui ne serait pas, selon nous, dans l'intérêt des investisseurs de détail ni de l'intégrité du marché. Les émetteurs émergents devraient être assujettis aux mêmes obligations d'information que les grands émetteurs parce que tous les actionnaires ont droit au même degré d'information sur des questions aussi importantes.
- 2.8. FAIR Canada n'est pas d'accord avec l'idée que les émetteurs émergents ne soient pas tenus : (i) de divulguer ni d'identifier leurs administrateurs indépendants et non indépendants et les critères servant à établir la distinction entre les deux; (2) de déclarer, le cas échéant, qu'un administrateur donné est aussi un administrateur d'un autre émetteur et d'identifier l'administrateur et l'autre émetteur; ni (3) de décrire les mesures prises pour repérer de nouveaux candidats à une nomination au conseil, y compris de divulguer qui trouve les nouveaux candidats et quel processus est suivi pour trouver de nouveaux candidats.

Recommandation 10 : FAIR Canada n'est pas favorable à une réduction des obligations des émetteurs émergents en matière de gouvernance et est opposée à tout assouplissement supplémentaire de ces normes, car cela ne serait pas dans l'intérêt des investisseurs de détail ni de l'intégrité du marché.

Chevauchements de dispositions législatives – Obligations des administrateurs et des dirigeants

- 2.9. FAIR Canada recommande qu'il y ait une obligation, dans les règles d'inscription à la cote de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX de même que dans un règlement national, que tous les émetteurs inscrits, y compris les émetteurs émergents, soient constitués en société à un endroit où la législation sur les sociétés fixe des normes minimales de gouvernance, ce qui comprend le devoir des administrateurs d'agir honnêtement et de bonne foi et avec soin, diligence et compétence. Les émetteurs devraient être tenus d'être constitués en société dans un territoire de compétence ayant des normes acceptables de gouvernance d'entreprise (c'est-à-dire un pays majeur du monde développé).
- 2.10. Nous croyons comprendre que la Bourse de croissance TSX n'exige pas que les émetteurs inscrits soient constitués en société au Canada ou en vertu des lois sur les sociétés d'une province ou d'un territoire canadien, et qu'elle exige simplement que l'émetteur rapproche ses actes constitutifs et le droit des sociétés ou les régimes juridiques équivalents de son territoire de provenance avec les dispositions de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* si l'émetteur n'est pas constitué en société ou établi sous le régime des lois du Canada ou d'une province canadienne.⁷ La Bourse de croissance TSX impose aussi aux administrateurs et aux dirigeants

⁷ Se reporter au *Guide du financement des sociétés de la Bourse de croissance TSX*, Politique 2.3 (Partie 1, article 1.18). Consulter également sa Politique 3.1 (Partie 5) au sujet des devoirs des administrateurs et des dirigeants.

l'obligation d'agir avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de l'émetteur et d'agir avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, dans des circonstances semblables, une personne d'une prudence raisonnable. Cependant, ces dernières obligations représentent des liens contractuels entre la Bourse de croissance TSX et l'émetteur, et il serait difficile pour un actionnaire de les faire appliquer si l'émetteur était une société constituée dans les îles Vierges britanniques ou en Chine (par exemple).

Recommandation 11 : FAIR Canada recommande qu'il y ait une obligation, dans les règles d'inscription à la cote de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX de même que dans un règlement national, que tous les émetteurs inscrits, y compris les émetteurs émergents, soient constitués en société dans un territoire de compétence où la législation sur les sociétés fixe des normes minimales de gouvernance d'entreprise, ce qui comprend le devoir des administrateurs d'agir honnêtement et de bonne foi et avec soin, diligence et compétence.

Chevauchements de dispositions législatives – Conflits d'intérêts et politiques de négociation

- 2.11. Le projet de règlement vise à ajouter une nouvelle obligation du conseil d'administration d'élaborer des politiques et des processus pour traiter les conflits d'intérêts entre l'émetteur émergent et l'un ou l'autre de ses administrateurs ou dirigeants et pour éviter les opérations d'initiés. FAIR Canada est d'avis que ces obligations sont déjà prévues par la loi et que leur inclusion dans le projet de règlement (telles qu'elles sont actuellement formulées) créerait de la confusion sans par ailleurs augmenter les protections pour les investisseurs. Cela ne serait donc pas à l'avantage de ces derniers.

Recommandation 12 : FAIR Canada recommande que les obligations relatives aux conflits d'intérêts ne soient pas incluses dans le projet de règlement, puisqu'elles sont déjà prévues par la loi. Leur inclusion dans le projet de règlement (telles qu'elles sont actuellement formulées) créerait de la confusion sans par ailleurs augmenter les protections pour les investisseurs. Cela ne serait donc pas à l'avantage de ces derniers.

Remplacement de la déclaration d'acquisition d'entreprise par des déclarations de changement important, de transaction importante entre parties liées ou d'acquisition importante

- 2.12. En vertu du règlement proposé, le critère d'importance applicable au dépôt d'états financiers serait modifié de sorte que des états financiers seraient exigés pour les acquisitions qui sont significatives non plus à 40 pour cent, mais à 100 pour cent seulement. Nous n'appuyons pas l'élimination de l'obligation de produire une déclaration d'acquisition d'entreprise, car nous estimons qu'elle revêt de la valeur pour les investisseurs. Nous sommes aussi opposés au critère d'importance des acquisitions de 100 pour cent proposé. En fait, si un changement devait être apporté, il devrait consister à abaisser le seuil plutôt qu'à le relever. Les ACVM devraient procéder à une comparaison des exigences d'autres territoires de compétence, comme les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Australie et Hong Kong, avant de modifier le critère applicable au dépôt d'états financiers ou d'éliminer l'obligation de produire une déclaration d'acquisition d'entreprise.

Recommandation 13 : FAIR Canada recommande que les ACVM procèdent à une comparaison des exigences en vigueur dans d'autres territoires de compétence avant de modifier le seuil d'importance applicable au dépôt d'états financiers ou d'éliminer l'obligation de produire une

déclaration d'acquisition d'entreprise. Nous n'appuyons pas le relèvement du critère de 40 à 100 pour cent et préconiserions en fait son abaissement à 25 pour cent.

Réduction de la présentation d'information en double et, par conséquent, des coûts

- 2.13. FAIR Canada est favorable aux efforts visant à réduire la présentation d'information en double et pense que les obligations en matière de gouvernance et d'autres annexes à la circulaire de sollicitation de procurations pourraient être fournies sous une forme résumée (plutôt qu'en version intégrale), accompagnées d'hyperliens menant aux documents intégraux sur le site Web de l'émetteur inscrit. Un tel changement pourrait réduire de 50 pour cent ou plus la taille d'un grand nombre de circulaires de sollicitation de procurations.

Recommandation 14 : FAIR Canada pense que les obligations en matière de gouvernance ainsi que d'autres annexes à la circulaire de sollicitation de procurations pourraient être fournies sous forme de résumé (plutôt qu'en version intégrale), accompagnées d'hyperliens menant aux documents intégraux sur le site Web de l'émetteur inscrit. Un tel changement pourrait réduire de 50 pour cent ou plus la taille d'un grand nombre de circulaires de sollicitation de procurations.

3. Réponse de FAIR Canada aux questions spécifiques posées dans l'avis de consultation

- 3.1. *1. Soutenez-vous la proposition de remplacer l'obligation de déposer des rapports financiers intermédiaires pour des périodes de 3 et 9 mois (et le rapport de gestion connexe) par un mécanisme prescrit de dépôt facultative ?*

Non. FAIR Canada est opposée à l'élimination des rapports financiers trimestriels. Veuillez vous reporter aux paragraphes 2.2 et 2.3 ci-dessus.

- 3.2. *2. Si nous décidons de ne pas supprimer l'obligation d'information financière trimestrielle, les autres éléments du projet de règlement sont-ils assez importants pour justifier une réforme du régime d'encadrement des émetteurs émergents ?*

Non. Veuillez vous reporter à la section 1 ci-dessus pour connaître le point de vue de FAIR Canada sur le projet de règlement et l'orientation que devraient prendre les ACVM.

- 3.3. *3. Si vous ne soutenez pas la proposition de remplacer l'obligation de déposer des rapports financiers intermédiaires pour des périodes de 3 et 9 mois et le rapport de gestion connexe par un mécanisme prescrit de dépôt facultatif, estimez-vous nécessaire que les émetteurs émergents déposent des rapports financiers complets et un rapport de gestion pour les premier et troisième trimestres ?*

Oui. Veuillez vous reporter aux paragraphes 2.2 et 2.3 ci-dessus.

- 3.4. *4. Si les émetteurs émergents n'étaient pas tenus de déposer des rapports financiers pour les premier et troisième trimestres, cela vous dissuaderait-il d'investir dans tous les émetteurs émergents ? Pourquoi ?*

Veuillez vous reporter aux paragraphes 2.2 et 2.3 ci-dessus.

- 3.5 *7. Le projet de règlement vient remplacer l'obligation de déposer une déclaration d'acquisition d'entreprise dans le cas d'une acquisition significative par l'obligation, pour l'émetteur émergent, de fournir les états financiers de l'entreprise acquise si la valeur de la contrepartie transférée représente 100 % ou plus de la capitalisation boursière de l'émetteur. Le seuil de 100 % convient-il ?*

FAIR Canada pense que la déclaration d'acquisition d'entreprise devrait être maintenue et qu'elle devrait être exigée lorsque l'acquisition est significative, tel que le prévoient les exigences actuelles. En fait, nous serions plutôt en faveur d'un abaissement du seuil de 40 à 25 pour cent. Veuillez vous reporter au paragraphe 2.11 ci-dessus.

- 3.6 *8. Le projet de règlement ne prévoit pas d'obligation de fournir des états financiers pro forma dans le cas des acquisitions qui sont significatives à 100 %. Les états financiers pro forma contiennent-ils de l'information utile sur les acquisitions qui n'est pas fournie dans d'autres documents d'information des émetteurs émergents ?*

Nous pensons que l'obligation devrait être maintenue, mais que la Bourse devrait pouvoir renoncer à l'appliquer si l'information n'est pas importante ou si elle est trop onéreuse à produire.

- 3.7 *9. Le projet d'annexe prévoyant le prospectus ordinaire de l'émetteur émergent établit en faveur du sous-groupe des « petits émetteurs » une dispense leur permettant de présenter, dans le prospectus du premier appel public à l'épargne, des états financiers annuels audités sur un exercice seulement, accompagnés d'information financière comparative non auditée, dans le prolongement de l'obligation actuellement faite aux petits émetteurs en vertu de l'Annexe 41-101A1. Faudrait-il étendre cette dispense à l'ensemble des émetteurs émergents ? Pourquoi ?*

Nous n'avons pas d'objection à ce que la dispense soit étendue à tous les émetteurs émergents.

- 3.8 *10. Le projet de règlement prévoit que le comité d'audit soit formé d'au moins trois administrateurs qui ne sont pas en majorité membres de la haute direction ou salariés de l'émetteur émergent ou d'un membre du même groupe que celui-ci. Y a-t-il lieu d'ajouter à cette liste les personnes participant au contrôle, comme dans le paragraphe b de l'article 21 de la Politique 3.1 du Guide de financement des sociétés de la Bourse de croissance TSX ?*

FAIR Canada est d'avis que, s'il y a déjà une obligation quant à la composition du comité d'audit dans d'autres lois ou exigences relatives à l'inscription à la cote, il ne sert à rien de l'inclure dans le projet de règlement puisque cela n'améliorera pas la protection des investisseurs et pourrait entraîner de la confusion. Les personnes participant au contrôle devraient être autorisées à siéger au comité d'audit, mais un minimum de deux membres de ce comité devraient être des administrateurs indépendants.

- 3.9 *11. Le projet de règlement exige la présentation de la rémunération des administrateurs et des membres de la haute direction et de l'information sur la gouvernance dans le rapport annuel de l'émetteur émergent plutôt que dans sa circulaire de sollicitation de procurations. La circulaire renvoie l'investisseur qui recherche ces renseignements au rapport annuel de l'émetteur. Nous cherchons à réduire les chevauchements d'information exigée des émetteurs émergents, mais*

aussi à équilibrer cette préoccupation avec celle de garantir aux investisseurs une information adéquate pour prendre des décisions, en l'occurrence pour élire les administrateurs.

a. Faudrait-il obliger les émetteurs émergents à reproduire l'information sur la rémunération des administrateurs et des membres de la haute direction dans le document mis à la disposition des actionnaires en vue d'élire les administrateurs, c'est-à-dire la circulaire de sollicitation de procurations ?

L'information sur la rémunération des membres de la haute direction devrait être publiée dans la circulaire de sollicitation de procurations ainsi que dans le rapport annuel.

3.10 *12. Dans le projet de règlement, nous avons remplacé l'obligation d'indiquer, dans la déclaration de la rémunération de la haute direction, la juste valeur des options d'achat d'actions ou des autres éléments de la rémunération à base de titres à leur date d'attribution par l'obligation de présenter d'autres détails sur les options d'achat d'actions, y compris les montants gagnés lors de leur exercice. Nous avons effectué cette modification en réponse aux commentaires reçus à propos de la pertinence et de la fiabilité, dans le cas des émetteurs émergents, de la juste valeur des options d'achat d'actions à la date d'attribution. Dans le cas de ces émetteurs, la déclaration de la juste valeur des options d'achat d'actions ou d'autres éléments de la rémunération à base de titres à leur date d'attribution et de leur juste valeur comptable est-elle utile? Dans l'affirmative, veuillez expliquer pourquoi.*

Veillez vous reporter au paragraphe 2.6 ci-dessus.

3.11 *13. Le projet de règlement permettrait aux sociétés de capital de démarrage de remplir certaines obligations d'information à fournir dans le rapport annuel en renvoyant à l'information présentée dans le prospectus relatif à leur premier appel public à l'épargne. Faudrait-il exempter les sociétés de capital de démarrage d'un plus grand nombre d'obligations d'information annuelle ou semestrielle? Dans l'affirmative, de quelles obligations ?*

Nous n'avons pas de commentaires.

FAIR Canada exhorte les ACVM à repenser leur approche de la réglementation des émetteurs émergents en tenant compte des commentaires formulés ci-dessus et des scandales qui ont impliqué récemment des émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX, ainsi qu'à la lumière de l'objet de la réglementation des valeurs mobilières tel qu'il est énoncé dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières.

Nous serions heureux de discuter de la présente lettre avec vous au moment qui vous conviendra. N'hésitez pas à communiquer avec Ermanno Pascutto (416 572-2282/ermanno.pascutto@faircanada.ca) ou Marian Passmore (416 572-2728/marian.passmore@faircanada.ca).

Sincèrement,



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs

Appendice 1 – Inscriptions problématiques d'émetteurs provenant de marchés émergents à la Bourse de croissance TSX en 2011⁸

Émetteur	Symbole	Type d'inscription	Date d'inscription	Description du ou des problèmes
Arehada Mining Ltd.	AHD.H			La société a fait l'objet d'une interdiction d'opérations sur valeurs en avril 2011 parce qu'elle n'avait pas déposé d'états financiers annuels. Elle a expliqué par communiqué qu'elle avait vendu sa division principale, mais n'avait pas encore accès au produit de la vente parce que le fisc chinois n'avait pas décidé quel taux d'imposition appliquer. Le 9 mai 2011, la société a été radiée pour toujours de la cote de la Bourse de croissance TSX pour n'avoir pas respecté les exigences de maintien de l'inscription de la Bourse. Elle s'est inscrite sur le marché NEX, mais fait l'objet d'une suspension parce qu'elle accuse des retards dans le dépôt de rapports.
Cathay Forest Products Corp.	CFZ		2004/09/04	La société a fait l'objet d'une interdiction d'opérations sur valeurs en février 2011 et est sous enquête à la Bourse de Toronto et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Un recours collectif a été intenté contre elle et certains de ses dirigeants et administrateurs le 9 juin 2011. La société n'aurait pas donné d'avis ou demandé l'approbation de la Bourse au sujet de quatre transactions avec lien de dépendance et n'aurait pas divulgué correctement les opérations entre entités apparentées. Son titre était l'un des « Choix des analystes » dans le palmarès « TSX Croissance 50 » du Groupe TMX en 2010.
China Coal Corporation	CKO	Opération admissible de NEX	2007/02/06 Date de l'opération admissible: 2010/05/18 NEX	En juin, la société s'est rétractée au sujet de déclarations qu'elle avait faites dans la revue canadienne <i>Northern Miner</i> au sujet du potentiel de la mine de charbon Mei Feng, en Chine, qu'elle compte acquérir. Elle a indiqué que ses déclarations selon lesquelles le site serait potentiellement plus riche que le laissent croire les rapports techniques ne répondaient pas aux normes d'information applicables aux projets miniers. Consultez le communiqué sur le site du quotidien <i>The Globe and Mail</i> (en anglais) :

⁸ D'après les renseignements contenus dans des articles de presse récents et dans les sites Web de la Bourse de Toronto et des commissions des valeurs mobilières.

				http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/news-sources/?date=20110619&archive=cnw&slug=C7423 .
Huaxing Machinery Corporation	HUA	Opération admissible	2009/10/07	À la fin de septembre 2011, la société a retraité ses résultats du premier trimestre à la suite d'un examen de la British Columbia Securities Commission. Le bénéfice net du deuxième trimestre de 2010, après retraitement, a chuté de 20 %.
IEMR Resources Inc.	IRI	Opération admissible	2009/02/12	Au début de mars 2011, la société a annoncé qu'elle ne serait pas en mesure de déposer ses états financiers audités et son rapport de gestion connexe à temps pour respecter l'échéance. En conséquence, son titre a fait l'objet d'une interdiction temporaire d'opérations sur valeurs.
Kaiyue International	KYU.P	Sociétés de capital de démarrage	2010/08/12	La cotation est suspendue depuis que la société en a fait la demande au début de décembre. La société propose d'en acquérir une autre qui, par l'intermédiaire de deux filiales, possède une entreprise chinoise traitant des comptes de téléphonie mobile prépayée. La négociation du titre est suspendue en attendant un examen de la transaction par la Bourse.
New Pacific Metals Corp	NEX		2004/11/04	La société a publié un communiqué dans lequel elle indique avoir reçu un avis de la British Columbia Securities Commission concernant sa conformité au règlement <i>NI 43-101 Standards of Disclosure for Mineral Projects</i> (le <i>Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers</i>), en lien avec son rapport technique du 17 juin 2011 sur le projet de mine d'or Tagish Lake, au Yukon. La société avait des rapports en retard pour la période allant du 19 juillet au 6 octobre 2011. Elle figurait aussi sur la liste des retardataires de la BCSC du début de juin à la mi-juillet 2011 parce qu'elle n'avait pas déposé tous ses rapports du troisième trimestre.
Xianburg Data Systems Canada Corporation	XDS-X	Sociétés de capital de démarrage/Opération admissible (20101126)	2008/08/08	La British Columbia Securities Commission a prononcé une ordonnance d'interdiction d'opérations sur valeurs visant la société le 10 mai 2011. Cette dernière a déposé le 14 septembre 2011 ses états financiers audités pour l'exercice terminé le 31 décembre 2010, mais elle reste assujettie à une interdiction d'opérations émise par la BCSC, et la négociation de son titre est suspendue à la Bourse de croissance TSX.

Zungui Haixi Corporation	ZUN-X	PAPE	2009/12/21	<p>La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a prononcé une ordonnance d'interdiction d'opérations sur valeurs visant la société le 16 septembre 2011, après que celle-ci eut annoncé que son vérificateur, Ernst & Young LLP, avait suspendu son travail de vérification en attendant qu'une enquête soit menée sur des anomalies dans les documents bancaires de la société et en raison de son incapacité d'obtenir des confirmations bancaires acceptables. Ernst & Young a depuis démissionné. Un comité spécial d'administrateurs indépendants a été nommé par le conseil d'administration pour mener une enquête indépendante le 28 août 2011. Le 23 septembre, la société a annoncé que les administrateurs indépendants et le chef des finances avaient démissionné parce que le chef de la direction, M. Cai, refusait de collaborer à l'enquête interne ou de la financer. Un recours collectif a été intenté le 25 août 2011.</p>
---------------------------------	-------	------	------------	---