



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

Le 4 mai 2009

Michal Pomotov

Conseillère juridique

Bourse de Toronto

The Exchange Tower

130 King Street West

Toronto (Ontario) M5X 1J2

Télécopieur : 416 947-4461

Courriel : tsxrequestforcomments@tsx.com

Susan Greenglass

Chef, Réglementation des marchés

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

20 Queen Street West

Toronto (Ontario) M5H 3S8

Télécopieur : 416 595-8940

Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Objet : Appel de commentaires – Modification de la Partie VI du Guide à l'intention des sociétés de la Bourse de Toronto (3 avril 2009)

Nous sommes heureux de vous soumettre les commentaires de la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (« FAIR Canada ») en réponse à l'appel de commentaires cité en rubrique.

FAIR Canada est un organisme national indépendant sans but lucratif qui a été fondé en 2008 pour représenter les intérêts des investisseurs canadiens en matière de réglementation des valeurs mobilières. On trouvera des renseignements additionnels sur FAIR Canada et sur sa gouvernance et ses priorités sur le site Web de la Fondation à l'adresse www.faircanada.ca.

COMMENTAIRES GÉNÉRAUX

Comme vous le savez, FAIR Canada a écrit à la Bourse de Toronto (la « TSX ») le 21 janvier 2009 pour presser celle-ci de modifier rapidement ses règles sur l'inscription afin de donner aux actionnaires le droit d'approuver toute acquisition qui diluerait fortement leur avoir propre, qu'il s'agisse de l'acquisition d'une société ouverte ou d'une société fermée. La TSX convient qu'une telle modification est nécessaire pour protéger l'intégrité des placements des actionnaires et bâtir la confiance des investisseurs dans les émetteurs inscrits à sa cote, ce qui est un pas dans la bonne direction selon FAIR Canada. Nous croyons que l'adoption d'une exigence d'accord des actionnaires concorde avec les objectifs de la TSX, plus précisément celui

de « fournir l'orientation dont les émetteurs ont besoin pour répondre aux attentes à la fois des investisseurs et de tous les autres participants du marché ».

Nous sommes cependant en désaccord avec la proposition de la TSX de fixer à 50 % la dilution autorisée sans accord obligatoire des actionnaires. Nous expliquons pourquoi dans le présent document.

La proposition de la TSX ne correspond pas aux normes fixées par les grandes bourses du monde.

Pratiquement tous les grands marchés boursiers du monde exigent l'accord des actionnaires à partir d'un seuil de dilution plus bas. La Bourse de New York, l'Amex, le NASDAQ et les bourses de Londres, Hong Kong, Singapour et Johannesburg exigent toutes l'accord des actionnaires pour les opérations entraînant une dilution de l'ordre de 20 % à 30 %, le seuil le plus courant (et la norme américaine) étant de 20 %.

Contrairement à ce que l'on peut lire dans l'Annexe C (Résumé des exigences des bourses) de l'Appel de commentaires de la TSX, la bourse de Hong Kong (HKEx) n'autorise pas une dilution allant jusqu'à 50 % sans accord des actionnaires. Elle exige l'accord des actionnaires pour toutes les émissions d'actions (avec certaines exceptions comme l'émission d'options sur actions).

FAIR CANADA est d'avis que les règles sur l'inscription de la TSX devraient être uniformisées avec celles d'autres grandes bourses du monde, en particulier celles des États-Unis compte tenu du nombre d'émetteurs intercotés aux États-Unis et au Canada. **La dilution maximale autorisée sans que l'accord des actionnaires soit obligatoire devrait donc être de 20 %.**

La proposition de la TSX ne correspond pas aux meilleures pratiques internationales

Les normes de gouvernance d'entreprise fixées par les grands organismes internationaux exigent l'accord des actionnaires pour les émissions d'actions importantes, y compris lors d'acquisitions. Par exemple, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a élaboré des *Principes de gouvernement d'entreprise*, que le Canada a adoptés. On peut y lire :

Les actionnaires doivent avoir le droit d'être suffisamment informés et de participer aux décisions concernant des changements fondamentaux pour la société, notamment pour : 1) toute modification des statuts de la société ou de tout autre document analogue régissant la société ; 2) toute autorisation d'émission de nouvelles actions ; 3) toute opération à caractère exceptionnel, notamment le transfert de tous ou quasiment tous les actifs se traduisant dans les faits par la cession de la société.¹

¹ Première partie, S II. B, *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*, 2004, disponible à l'adresse www.oecd.org/daf/corporateaffairs/principles/text. Se reporter aussi à la Deuxième partie, s. II, où le droit des actionnaires d'approuver des opérations à caractère exceptionnel est décrit comme l'un des droits les plus élémentaires des actionnaires.

L'International Corporate Governance Network (« ICGN ») représente les investisseurs, les sociétés, les intermédiaires financiers, les universitaires et d'autres parties intéressées à l'élaboration de pratiques mondiales de gouvernance d'entreprise. On peut lire dans l'énoncé de l'ICGN sur les principes mondiaux de gouvernance d'entreprise [traduction] :

4.5 Participation des actionnaires à la gouvernance : Les actionnaires devraient avoir le droit de participer aux décisions importantes liées à la gouvernance d'entreprise, y compris le droit de mettre en candidature, de nommer et de révoquer des administrateurs sur une base individuelle de même que le vérificateur externe, et le droit d'approuver des décisions importantes de la nature de celles nommées à l'article 4.9.

4.9 Décisions importantes : Des changements importants aux activités de base d'une société et d'autres changements importants à la structure qui peuvent en substance ou dans les faits diluer considérablement l'avoir des actionnaires ou éroder les participations financières ou les droits de participation, y compris des acquisitions importantes, des cessions importantes et des fermetures d'entreprises, ne devraient pas être faits sans que les actionnaires n'approuvent au préalable le changement proposé.

Il convient de souligner que Peter Dey présidait le comité de l'ICGN qui a rédigé ces principes et qu'il siégeait aussi au comité de l'OCDE chargé de rédiger les *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*. Le point de vue et les intérêts du Canada ont été bien représentés au moment où ces principes de gouvernance d'entreprise ont été formulés.

Le marché canadien n'est pas suffisamment unique pour justifier qu'il s'écarte des normes internationales

La forte proportion de petits émetteurs du secteur des ressources inscrits à la cote de la TSX n'est pas suffisante pour justifier les écarts que la Bourse propose par rapport aux normes internationales. **Nous notons que la plupart des marchés se considèrent « uniques » sous un angle ou un autre et que les déclarations portant sur les caractéristiques distinctives d'un marché servent souvent à étayer des arguments contre sa conformité aux meilleures pratiques internationales.** La TSX commettrait une erreur en concluant que les caractéristiques des émetteurs inscrits à sa cote justifient de réduire les normes de gouvernance d'entreprise pour ces émetteurs. L'adoption d'un seuil de 50 % reviendrait essentiellement pour le Canada à affirmer qu'il adopte des normes de gouvernance de deuxième ordre. Les investisseurs du monde risqueraient alors voir les sociétés inscrites à la TSX comme des sociétés de deuxième ordre en termes de gouvernance d'entreprise.

FAIR Canada est en outre d'avis que les émetteurs assujettis inscrits à la Bourse de croissance TSX devraient être soumis à la même limite de dilution de 20 % que les autres émetteurs inscrits à la TSX. La bonne gouvernance d'entreprise et les droits fondamentaux des actionnaires devraient toujours être respectés, quelle que soit la taille ou la capitalisation boursière d'un émetteur.

La TSX n'est pas en mesure de déterminer de manière impartiale quelles normes de gouvernance d'entreprise sont dans l'intérêt public

FAIR Canada voit un conflit inhérent entre (a) le statut de société « à but lucratif » de la TSX, dont la mission est de maximiser son bénéfice au profit de ses actionnaires, et (b) sa fonction d'autorité de réglementation des sociétés inscrites à sa cote, mandat pour lequel la défense de l'intérêt public est primordiale.

Notre position est que la fonction de réglementation des sociétés inscrites à la TSX et à la Bourse de croissance TSX devrait :

- (1) soit être confiée à une entité distincte au sein de la TSX, avec son propre conseil d'administration;
- (2) soit, à tout le moins, être exercée de manière indépendante des activités commerciales de la TSX, avec un cloisonnement approprié et d'autres mécanismes de séparation et d'équilibre des pouvoirs.

Les plus grandes bourses du globe, comme le NASDAQ et les bourses de New York, de Hong Kong et d'Australie (NYSE, HKEx et ASX) ont séparé leur fonction réglementaire de leurs activités lucratives quand elles sont devenues cotées et, au Royaume-Uni, le mandat de réglementation des sociétés inscrites a été retiré à la Bourse de Londres (LSE) et confié à une division de la *Financial Services Authority* (FSA). Nous ne recommandons pas le modèle britannique pour le Canada.

Nous pressons la TSX de s'attaquer rapidement à la question du conflit d'intérêts. Des mesures pour corriger cette grave lacune de notre cadre réglementaire renforceront la confiance des actionnaires dans la TSX et nos marchés boursiers, confiance qui s'est érodée au cours des dernières années.

ANALYSE COMPARATIVE

Comme nous venons de le dire, les grandes bourses du monde exigent l'accord des actionnaires pour les acquisitions importantes. Contrairement à ce que l'on peut lire dans le résumé comparatif de la TSX, la Bourse de Hong Kong (HKEx) exige bel et bien l'accord des actionnaires au sujet de la dilution, **même en deçà de 20 %**. À une assemblée générale annuelle, les actionnaires d'une société inscrite à la HKEx peuvent approuver prospectivement une émission d'actions par la société qui représenterait jusqu'à 20 % des actions déjà en circulation, mais cet accord doit être renouvelé annuellement. On l'appelle le « mandat général ». Toute transaction qui entraînerait une dilution de plus de 20 % doit être spécifiquement approuvée par les actionnaires. Si ces derniers n'ont pas approuvé de mandat général, les émissions d'actions sont assujetties au droit de préemption même en deçà de 20 %. Le critère de démarcation de 50 % auquel la TSX fait référence s'applique dans le cas où une acquisition réglée au comptant ou en actions (désignée « opération importante ») représente plus de 50 % des actifs, des bénéfices, des produits ou de la contrepartie. L'exigence d'accord des actionnaires pour une opération importante ayant un effet dilutif de plus de 50 % s'ajoute donc à l'accord obligatoire des actionnaires pour toute émission d'actions entraînant une dilution de plus de 20 %.

RÉPONSES AUX QUESTIONS POSÉES

- 1. *Est-il souhaitable de maintenir la dispense d'approbation des porteurs de titres pour l'acquisition d'une société ouverte si l'effet dilutif de cette acquisition ne modifie pas sensiblement la nature du placement des porteurs de titres ?***

L'accord des actionnaires devrait être obligatoire si l'émission d'actions en contrepartie d'une acquisition entraîne une dilution de plus de 20 % de l'avoir propre des actionnaires existants.

- 2. *La modification freinera-t-elle les activités de fusions et d'acquisitions ? Rendra-t-elle les opérations plus difficiles à réaliser ? Quelle incidence la modification aura-t-elle sur le degré de certitude d'une opération ?***

Selon FAIR Canada, l'exigence d'un vote des actionnaires n'aura pas d'incidence négative importante sur une acquisition raisonnable. Les offres ayant désormais une durée minimale de validité de 35 jours, l'exigence de tenir une assemblée des actionnaires ne devrait pas avoir d'impact important sur le délai nécessaire à la réalisation d'une acquisition. De plus, comme la société cible doit souvent tenir une assemblée des actionnaires, la tenue d'une telle assemblée par la société initiatrice n'entraînerait pas de retard.

L'obligation d'obtenir l'accord des actionnaires constituerait certes une étape de plus pour une société acheteuse, mais avoir affaire à des actionnaires mécontents qui n'ont pas la possibilité de voter pourrait s'avérer beaucoup plus gênant pour la société et le marché. Lors de la fusion de Goldcorp et de Glamis, Goldcorp a dû déployer des efforts considérables pour combattre une campagne menée par son principal actionnaire et ancien chef de la direction. La campagne (qui avait l'appui de plus d'un millier d'actionnaires) avait pour objectif de forcer Goldcorp à obtenir l'accord des actionnaires pour l'acquisition de Glamis. Dans l'affaire HudBay/Lundin, les actionnaires ont fait appel auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) de la décision de la TSX de ne pas exiger l'accord des actionnaires. La CVMO a renversé la décision de la TSX pour protéger les droits des actionnaires, qui n'auraient pas eu le droit de voter sur un projet d'acquisition diluant leurs actions de plus de 100 %. Ces deux affaires ont miné la confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés canadiens et dans la TSX comme organisme de réglementation. La décision de la CVMO a contribué à restaurer la confiance dans les marchés, mais elle n'a pas rebâti la confiance dans la TSX comme organisme de réglementation.

Les actionnaires n'ont pas intérêt à limiter les perspectives de croissance des sociétés en mettant des bâtons dans les roues à des opérations. Ils se préoccupent de savoir si la fusion proposée a du sens et de quelle manière elle conduira à un accroissement de la valeur de leur avoir. De manière pragmatique, ils n'opposeront leur veto à une opération proposée par la direction que s'il est clair pour la vaste majorité d'entre eux que cette opération entraînera une destruction de la valeur actionnariale. L'exigence d'un vote des actionnaires constitue pour les émetteurs canadiens un moyen direct de susciter un sentiment de confiance et un engagement soutenus de la part des fournisseurs de capitaux. Elle n'empêchera pas la réalisation d'acquisitions qu'une majorité d'actionnaires juge acceptables. L'accord des actionnaires est un moyen d'assurer l'équité et la reddition de comptes et de favoriser le succès continu des émetteurs et des marchés.

En ce qui concerne le degré de certitude, FAIR Canada est persuadée qu'une fois une limite de dilution établie, les parties pourront planifier leurs opérations en conséquence et que le degré de certitude des opérations ne sera touché d'aucune manière importante.

3. La modification aura-t-elle une incidence sur la compétitivité des émetteurs inscrits à la TSX ? Dans l'affirmative, de quelle façon ?

Nous ne croyons pas que la modification proposée aura une incidence sur la compétitivité des émetteurs inscrits à la TSX. Comme nous l'avons déjà dit, les plus grands marchés boursiers du monde exigent déjà l'accord des actionnaires pour les acquisitions à effet de dilution, de sociétés ouvertes comme de sociétés fermées. En fait, FAIR Canada craint plutôt que le défaut de faire concorder les critères de la TSX avec ceux des autres grandes bourses ne rende les émetteurs de la TSX moins concurrentiels. À défaut d'une protection adéquate des actionnaires, les investisseurs feraient moins confiance aux émetteurs de la TSX. Leur réticence à investir pourrait engendrer une dévalorisation des titres canadiens.

4. La modification crée-t-elle un juste équilibre entre les intérêts des porteurs de titres, ceux des émetteurs et ceux des autres participants au marché ? Pour quelles raisons ?

FAIR Canada est d'avis que la modification ne crée pas un juste équilibre entre les intérêts des actionnaires et ceux des émetteurs parce que la limite de dilution proposée de 50 % est trop élevée. **À ce niveau, la TSX va trop loin pour défendre les intérêts commerciaux des dirigeants de ses émetteurs inscrits au détriment d'une bonne gouvernance d'entreprise et de la protection des droits fondamentaux des actionnaires.**

En outre, la limite de dilution actuelle pour les acquisitions de sociétés fermées est de 25 %. Selon FAIR Canada, il n'y a pas de raison motivée de permettre une dilution plus grande sans l'accord des actionnaires quand l'acquisition vise une société ouverte. La TSX soutient que la distinction est justifiée parce qu'il y a davantage d'informations disponibles sur une société ouverte pour permettre aux actionnaires d'évaluer les mérites d'un projet d'acquisition. FAIR Canada réfute ce raisonnement, puisque la capacité des actionnaires d'évaluer les mérites d'une acquisition proposée n'a aucune valeur si ces derniers n'ont pas le droit d'approuver l'acquisition. Qui plus est, la TSX écrit ceci dans son Appel de commentaires :

Tous les intervenants ont convenu que la TSX ne devrait tenir compte d'aucun autre facteur que la dilution pour établir si l'approbation des porteurs de titres doit être obtenue. Les intervenants ont reconnu à l'unanimité que la dilution était le seul facteur à prendre en considération pour définir un critère de démarcation permettant d'établir si une telle approbation est requise. (Appel de commentaires de la TSX)

FAIR Canada est d'avis que la limite maximale de dilution devrait être de 20 %, que la société acquise soit une société ouverte ou une société fermée.

5. Quels sont les principaux coûts et avantages de l'approche proposée dans la modification ? Veuillez justifier votre réponse en vous référant aux divers intéressés.

Le principal avantage de la modification (en supposant que la limite maximale de dilution soit changée à 20 %) sera d'aligner les exigences de la TSX sur celles des autres grandes bourses du monde et sur les pratiques exemplaires acceptées à l'échelle internationale. Ainsi, la TSX renforcera la confiance des investisseurs dans les émetteurs inscrits à sa cote, elle encouragera les placements dans ces sociétés et elle réduira le coût du capital pour toutes les sociétés inscrites à la TSX.

Tout coût d'opération additionnel associé à l'exigence d'obtenir l'accord des actionnaires ne serait pas élevé dans le contexte d'une acquisition et ne serait pas justifié par la nécessité d'assurer la protection des droits des actionnaires.

6. La modification incitera-t-elle les émetteurs à structurer leurs opérations de façon à contourner l'obligation d'approbation des porteurs de titres ? Dans l'affirmative, cette façon de procéder serait-elle inappropriée ? Si votre réponse est "oui", pour quelles raisons ?

FAIR Canada croit que le conseil d'administration d'une société ouverte devrait obtenir l'approbation de ses actionnaires avant de procéder à une acquisition d'envergure, que la contrepartie de l'acquisition prenne la forme d'actions ou une autre forme. Cependant, les émissions d'actions qui diluent l'avoir propre des actionnaires existants soulèvent des préoccupations particulières. La dilution constitue un problème particulier au Canada parce que les émetteurs canadiens, contrairement à ceux qui sont constitués en société aux États-Unis, ont presque invariablement un capital-actions ordinaire autorisé illimité. Sans la modification, un conseil d'administration pourrait radicalement transformer une société canadienne par une acquisition sans devoir obtenir l'approbation de ses actionnaires. Cela va à l'encontre des meilleures pratiques mondiales et est, selon FAIR, inacceptable.

Un seuil de 50 % serait plus susceptible (qu'un seuil de 20 %) de donner lieu à des tactiques d'évitement comme le paiement à hauteur de 49 % en actions et le reste au comptant.

7. Un seuil de dilution autre que celui prévu dans la modification, par exemple 25 %, 30 %, 40 %, 75 % ou 100 %, serait-il davantage indiqué ? Dans l'affirmative, pour quelles raisons ?

Comme nous l'avons dit plus haut, FAIR Canada est d'avis que 20 % représente le niveau de dilution au-dessus duquel l'accord des actionnaires devrait être obligatoire.

Nous ne nous objecterions pas à un seuil de dilution de 25 % – bien qu'il ne soit pas idéal – comme celui au-delà duquel la TSX exige actuellement l'accord des actionnaires dans les acquisitions de sociétés fermées. Quoi qu'il en soit, les seuils applicables aux acquisitions de sociétés fermées et de sociétés ouvertes devraient être harmonisés.

8. Si vous avez répondu « oui » à la question 7, veuillez comparer les coûts et les avantages de l'obligation d'approbation des porteurs de titres à cet autre seuil de dilution. Veuillez justifier votre réponse en vous référant aux divers intéressés.

Veuillez vous reporter à notre réponse à la question 5 ci-dessus. Même si FAIR Canada reconnaît que les émetteurs peuvent devoir assumer des coûts additionnels pour obtenir l'accord des

actionnaires à des niveaux de dilution plus bas, ces coûts sont entièrement justifiés pour protéger les droits des actionnaires. L'exigence de l'accord des actionnaires imposera une discipline à la direction et renforcera sa position de négociation puisque la société cible saura que le prix devra être acceptable pour les actionnaires de l'acheteur. Les actionnaires sont les propriétaires de la société et ils en sont les principales parties prenantes.

9. Le seuil de dilution de 50 % proposé dans la modification constitue-t-il un critère de démarcation qui éliminerait l'application de l'article 603 à l'égard de toutes les acquisitions de sociétés ouvertes, sauf dans des circonstances extraordinaires ? Dans la négative, pour quelles raisons ?

FAIR Canada croit que, si la dilution est autorisée jusqu'à concurrence de 50 %, il sera fréquent que des opérations proposées en application de l'article 603 seront préjudiciables au marché, de telle sorte que la TSX sera appelée à intervenir pour exiger qu'un émetteur obtienne l'accord des actionnaires. Il est intéressant de noter que, dans l'affaire HudBay récemment, la CVMO a déclaré que « le traitement équitable des actionnaires est essentiel à l'intégrité et à la qualité des marchés ». Avec une dilution proche de 50 %, on pourrait difficilement soutenir que des actionnaires à qui l'on ne permet pas de voter sur une opération proposée sont traités équitablement.

Une dilution maximale plus raisonnable de 20 % fournirait une démarcation plus claire qui limiterait le nombre de fois où la TSX devrait exercer son pouvoir discrétionnaire en vertu de l'article 603. Cela dit, la TSX devrait préciser qu'elle n'utilisera son pouvoir discrétionnaire en application de l'article 603 que pour exiger un vote des actionnaires lorsque l'examen des facteurs énumérés à l'article 603 le nécessite, même quand la dilution est inférieure à la limite. **La TSX devrait établir clairement que la dispense discrétionnaire prévue à l'article 603 ne sera pas accordée si la dilution dépasse la limite fixée. Les bourses américaines n'ont pas le pouvoir discrétionnaire d'accorder une dispense de l'exigence d'accord des actionnaires si l'effet dilutif dépasse 20 %.**

Nous notons que, lorsqu'une demande de dispense est déposée en vertu de l'article 603, les actionnaires qui s'opposent à une opération n'ont pas la possibilité d'y répondre. Pour cette raison, il est particulièrement important que la TSX n'exerce pas son pouvoir discrétionnaire pour autoriser une dilution supérieure à la limite établie, essentiellement sur une base *ex parte*.

10. Est-il souhaitable d'autoriser les émetteurs à obtenir l'approbation des porteurs de titres à l'égard d'acquisitions par écrit plutôt qu'à une assemblée ? Dans la négative, pour quelles raisons ?

FAIR Canada n'a pas d'objection à ce que l'exemption dont il est question au paragraphe 604(d) du Guide s'applique aux actions émises pour financer une acquisition, de telle sorte que l'émetteur n'ait pas à tenir une assemblée s'il a fourni à la TSX la preuve écrite que 50 % des actionnaires admissibles à approuver l'émission d'actions l'ont de fait approuvée, pourvu que cela représente 50 % des capitaux propres et pas seulement un contrôle de 50 % venant d'actions conférant des droits de vote disproportionnés.

Nous notons que la HKEx permet l'accord écrit des actionnaires au-delà de 50 % quand l'accord est obtenu d'un actionnaire contrôlant ou d'un « groupe d'actionnaires étroitement liés » qui

détiennent ensemble plus de 50 % des actions. La comparaison avec la HKEx est pertinente parce que, comme la TSX, cette bourse a à sa cote un nombre important de sociétés contrôlées. La HKEx met en garde les sociétés inscrites contre les problèmes de communication aux actionnaires, à titre confidentiel, d'informations délicates non publiées sur les prix pour solliciter leur accord.

11. Les porteurs de titres devraient-ils avoir la possibilité de voter annuellement sur l'approbation qu'ils doivent donner à l'égard des acquisitions dilutives ? Pour quelles raisons ?

Selon FAIR Canada, les conseils d'administration ne devraient pas avoir le droit de solliciter à l'avance l'accord des actionnaires à l'égard des opérations dilutives, sur une base annuelle.

Nous partageons l'avis de la TSX que les actionnaires devraient posséder des informations détaillées sur une opération spécifique qui diluera leur avoir propre avant d'être appelés à l'approuver. En outre, les actionnaires qui autorisent un certain degré de dilution à l'avance pourraient ne pas être les mêmes au moment où une opération spécifique sera envisagée. Comme les personnes dont la participation financière et les droits de participation sont touchés par une opération dilutive sont celles qui sont actionnaires au moment de l'opération, ce sont celles-là qui devraient avoir le droit d'approuver l'opération.

Comme nous l'avons dit plus haut, la HKEx permet l'attribution par les actionnaires d'un mandat général autorisant des émissions d'actions représentant jusqu'à 20 % des actions déjà en circulation. Cependant, les sociétés inscrites à la HKEx n'utilisent pas toutes ce mandat pour l'approbation de dilutions de 20 %. En fait, la HKEx elle-même n'utilise son mandat général que pour l'approbation d'émissions allant jusqu'à 10 % des actions déjà en circulation.

12. Quels coûts et quels avantages une telle marge de manœuvre comporte-t-elle ? Convenez-vous que les coûts l'emportent sur les avantages ?

L'approbation préalable procurerait une marge de manœuvre accrue aux conseils d'administration, mais au détriment des actionnaires, qui subiraient financièrement les conséquences d'une opération dilutive. FAIR Canada convient que les coûts d'une telle approche l'emportent sur les avantages.

Nous serions heureux de discuter de nos commentaires avec vous plus en profondeur à votre convenance.

Sincèrement,



Ermanno Pascutto,
Directeur général