

FAIR

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

17 septembre 2010

Alberta Securities Commission
Commission des valeurs mobilières de Colombie-Britannique
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Nova Scotia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Saskatchewan Securities Commission

À l'attention de Denise Weeres, Alberta Securities Commission
400, 300-5th Avenue S.W.
Calgary, AB T3B 2A6
Denise.weeres@asc.ca

Objet : Commentaires sur le document de consultation multilatéral 51-403 des ACVM – *Une réglementation sur mesure pour les émetteurs émergents (« 51-403 »)*

Madame,

1.1. FAIR Canada reconnaît l'importance du marché émergent au Canada et est heureuse de participer au processus de consultation 51-403 mené par les autorités en valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Manitoba, de la Nouvelle-Écosse, du Nouveau-Brunswick et de la Saskatchewan.

1.2. FAIR Canada est un organisme sans but lucratif indépendant d'envergure nationale qui a été fondé en 2008 pour représenter les intérêts des investisseurs canadiens dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Des renseignements additionnels sur FAIR Canada, sa gouvernance et ses priorités sont disponibles sur notre site Web à l'adresse www.faircanada.ca.

1.3. FAIR Canada soutient les efforts des ACVM pour adapter les exigences réglementaires au marché des émetteurs émergents, mais nous considérons que le régime réglementaire actuel des ACVM comble déjà suffisamment les besoins. Par conséquent, nous ne voyons pas la

nécessité d'entreprendre une révision de fond du régime existant, avec de nouvelles réductions des obligations de conformité et des protections des actionnaires. De plus, si un des principaux objectifs de l'initiative est de clarifier les obligations actuelles pour les émetteurs émergents, il serait plus efficace et moins exigeant en termes de ressources d'assembler toutes les exigences de réglementation actuelles en une seule instruction générale (qui serait mise à jour annuellement) 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.

Recommandation 1 : FAIR Canada recommande de considérer très sérieusement le regroupement de toutes les exigences réglementaires actuelles pertinentes pour les émetteurs émergents en une seule instruction générale.

Résumé des commentaires

2.1. Le régime réglementaire actuel du Canada prévoit déjà pour les émetteurs émergents des exigences sur mesure, moins lourdes 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. Adopter un régime moins exigeant pour les émetteurs émergents pourrait ajouter de la confusion, particulièrement pour les investisseurs, et envoyer un message négatif aux investisseurs étrangers à propos de la solidité du cadre réglementaire du Canada. La situation serait d'autant plus compliquée si les règles proposées étaient adoptées par certains membres des ACVM, mais pas tous.

2.2. Les marchés financiers canadiens se sont donné un cadre réglementaire solide pour les émetteurs émergents, particulièrement pour ceux du secteur des minéraux et des ressources naturelles qui composent une partie importante du marché. Le Canada a connu une période pendant laquelle son marché de croissance était considéré défavorablement, particulièrement l'ancienne Bourse de Vancouver (que cela ait été justifié ou non). Cela a débouché sur la nécessité d'une réglementation robuste, mais adaptée, grâce à laquelle le Canada a pu restaurer la confiance dans son marché émergent. Toute nouvelle réduction des exigences d'information pourrait porter atteinte à la réputation que le Canada a acquise et miner les progrès considérables qui ont été accomplis.

2.3. Du point de vue des investisseurs, les exigences actuelles particularisées d'information continue basées sur la taille et les coûts de la mise en conformité peuvent être appropriées pour les émetteurs émergents. Mais toute nouvelle réduction des obligations d'information pourrait entraîner des lacunes dans l'information des investisseurs, qui disposent de peu

d'autres sources de renseignement sur le marché émergent risqué et prospectif. FAIR Canada croit que la meilleure approche consisterait pour les ACVM à intégrer les commentaires reçus dans le cadre du processus de consultation pour mieux adapter le système actuel, comme nos commentaires ci-dessous le suggèrent.

Commentaires au sujet de propositions spécifiques dans l'initiative proposée

3.1. Proposition d'éliminer les états financiers et les rapports de gestion trimestriels

intermédiaires : Les états financiers trimestriels sont obligatoires pour les émetteurs assujettis au Canada et aux États-Unis. D'autres territoires, comme le Royaume-Uni et l'Australie, n'exigent pas ces états intermédiaires trimestriels et de neuf mois. À moins d'entreprendre un changement de fond pour tous les émetteurs assujettis canadiens, éliminer le rapport trimestriel uniquement pour les émetteurs émergents modifierait fondamentalement le régime d'information financière au Canada. Les investisseurs comptent sur cette information continue puisque la couverture des émetteurs émergents par les analystes est minime. Les délais pour les dépôts des rapports trimestriels par les émetteurs émergents ont déjà été adaptés pour leur faciliter la tâche. Si des adaptations supplémentaires sont nécessaires, la possibilité d'une obligation de produire un rapport de gestion réduite pourrait être introduite pour certains émetteurs émergents dans le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (« Règlement 51-102 »). Les rapports de gestion trimestriels peuvent être moins pertinents pour les petits émetteurs qui en sont au stade de l'exploration et ne dégagent pas encore de revenus, par conséquent une réduction des exigences du rapport de gestion dans les états trimestriels ne porterait pas préjudice aux investisseurs.

Recommandation 2 : FAIR Canada recommande que l'obligation de produire des états financiers trimestriels soit maintenue pour les émetteurs émergents. En ce qui concerne les rapports de gestion trimestriels, FAIR Canada recommande d'envisager, dans le cadre du Règlement 51-102, un rapport de gestion réduit pour les émetteurs émergents. Cependant, ces informations réduites ne devraient être autorisées que dans des circonstances limitées et ne devraient pas, par exemple, être permises pour les émetteurs qui répondent aux exigences d'inscription à la cote de la Bourse de Toronto.

3.2. Proposition concernant le rapport annuel : La proposition de rapport annuel (et de rapport semestriel qui l'accompagne) introduit de nouveaux documents auxquels doit être rattachée une responsabilité civile sur le marché secondaire. Cela nécessiterait des modifications parallèles de la législation des valeurs mobilières provinciale dans les territoires qui choisissent d'adopter une règle basée sur cette proposition, particulièrement si les documents doivent servir de base dans les premiers appels publics à l'épargne. De plus, le rapport annuel

nécessiterait la divulgation d'informations différentes de celles actuellement exigées dans les notices annuelles, il encouragerait l'emploi de mesures financières hors PCGR et mettrait l'accent sur l'aspect prospectif plutôt que sur l'information historique. Certes, les renseignements communiqués dans les nouveaux documents peuvent être utiles aux investisseurs, particulièrement pour les émetteurs qui ne dégagent pas encore de revenus, mais cela devrait être une information complémentaire (en raison des enjeux de contrôle de mesure et de comparaison) et ne pas remplacer les normes actuelles régissant les informations à fournir dans les notices annuelles.

Recommandation 3 : FAIR Canada recommande que, si la proposition de rapport annuel est adoptée, elle soit complétée par des informations supplémentaires à fournir plutôt que de remplacer les normes d'information actuelles de la notice annuelle.

3.3. Obligations des administrateurs et membres de la haute direction : Nous trouvons une valeur limitée à l'ajout d'une norme dans la législation sur les valeurs mobilières concernant la responsabilité des administrateurs et membres de la haute direction particulière aux émetteurs émergents. Le droit des sociétés et la *common law* traitent suffisamment de cette norme et peuvent être appliqués aux circonstances particulières des sociétés émergentes pour un membre du conseil. Il existe une masse considérable de textes juridiques dans ce domaine et soumettre éventuellement les administrateurs et membres de la haute direction à des mesures d'application de la loi sur les valeurs mobilières de cette manière n'accroîtrait pas nécessairement la protection des investisseurs. Il n'apparaît pas clairement dans la proposition comment et dans quelle mesure les autorités en valeurs mobilières exerceraient ce nouveau pouvoir de mise en application dans un domaine qui relève traditionnellement du droit des sociétés plus que des lois sur les valeurs mobilières.

Recommandation 4 : Nous trouvons peu de valeur à l'ajout d'une norme en matière de valeurs mobilières sur la responsabilité des administrateurs et membres de la haute direction particulière aux émetteurs émergents, étant donné la législation importante qui existe déjà dans ce domaine. Nous ne voyons pas non plus clairement comment assujettir les administrateurs et membres de la haute direction à l'application de la loi sur les valeurs mobilières de cette manière pourrait ajouter davantage de protections pour les investisseurs.

3.4. Information réduite sur les rémunérations : Remplacer les explications et l'analyse sur la rémunération par des critères d'information à fournir minimales pour un groupe de référence et des critères de performance ne tient pas compte du fait que la rémunération des émetteurs émergents peut être très compliquée à calculer. Cette rémunération repose souvent sur des options et des bons de souscription reliés à divers jalons, ententes, transactions, etc. Par

conséquent, des politiques d'information sur la rémunération plus détaillées que celle du document de consultation proposé sont nécessaires. Accumuler des informations sur la rémunération au-delà du chef de la direction et du chef des finances pose aussi des problèmes pour les mêmes raisons, et ne serait probablement pas une exigence très lourde pour la plupart des émetteurs émergents puisqu'ils tendent à avoir moins de membres de la haute direction que les grands émetteurs.

Recommandation 5 : Nous recommandons que la section actuelle d'analyse de la rémunération soit maintenue et qu'il n'y ait aucun regroupement des informations à fournir en matière de rémunération au-delà de celles du chef de la direction et du chef des finances.

3.5. Critères concernant les conflits d'intérêts : Nous ne sommes pas d'accord avec les exigences moins rigoureuses concernant les conflits d'intérêts exposées dans la proposition. Étant donné l'importance des opérations avec des parties liées sur le marché émergent, nous recommandons plutôt des critères plus stricts régissant les conflits d'intérêts. L'exemption fondée sur le seuil de 25 pour cent de la plupart des exigences de protection des actionnaires pour les opérations avec des parties liées (y compris l'approbation et l'évaluation des actionnaires désintéressés) est une faiblesse importante de la réglementation canadienne sur les valeurs mobilières et n'est pas à la hauteur des meilleures pratiques internationales. Nous recommandons que les autorités de réglementation renforcent les protections des actionnaires dans les opérations avec des parties liées en général et suggérons que le seuil de 25 pour cent soit abaissé à 10 pour cent.

Recommandation 6 : Nous ne soutenons pas les critères moins rigoureux en matière de conflits d'intérêts. Nous souhaiterions plutôt des exigences renforcées à cet égard étant donné la multiplicité des opérations entre parties liées sur le marché émergent.

3.6. Élimination des exigences de déclaration des changements importants confidentielle et de déclaration des acquisitions d'entreprises : La raison avancée pour l'élimination de la déclaration de changements importants confidentielle repose sur l'idée que les émetteurs émergents s'en remettaient indûment aux déclarations confidentielles comme moyen de défense à l'égard des responsabilités sur le marché secondaire. Il serait utile de savoir si cela posait un problème aux émetteurs émergents ainsi qu'aux autres émetteurs. Nous entrevoyons une certaine valeur dans les déclarations des changements importants confidentielles et aimerions des éclaircissements supplémentaires sur la logique du changement proposé.

3.7. En ce qui concerne les déclarations des acquisitions d'entreprises, nous sommes en désaccord avec la proposition d'éliminer les obligations de déclaration, car nous croyons que

ces déclarations ont une certaine valeur pour les investisseurs. De plus, nous ne soutenons pas le niveau de 20 pour cent proposé pour les « événements à communiquer ». Si celui-ci est adopté, nous recommanderions que le seuil des événements à communiquer soit abaissé à 5 ou 10 pour cent.

Recommandation 7 : Nous ne soutenons pas l'élimination de l'obligation de déclaration des changements importants confidentielle et de déclaration des acquisitions d'entreprises. En ce qui concerne la notion évoquée d'événements à communiquer, si celle-ci est adoptée, nous recommandons que le seuil soit abaissé à 5 ou 10 pour cent de la capitalisation boursière.

3.8. Élimination de l'obligation de déclarer les contrats importants : Si présenter des résumés des contrats importants aux investisseurs peut être utile, ces contrats devraient quand même être divulgués publiquement, puisque les résumés ne couvrent souvent pas toutes les sections d'un contrat qui sont pertinentes pour les investisseurs. En outre, le coût pour les investisseurs de la déclaration des contrats importants est minime. À moins que les autorités de réglementation soient en mesure d'examiner les résumés des contrats pour en vérifier l'exactitude, ces contrats doivent être mis à la disposition des investisseurs.

Recommandation 8 : Les contrats importants devraient continuer d'être déclarés publiquement à moins que les autorités de réglementation soient en mesure d'examiner l'exactitude des résumés.

3.9. Informations à fournir sur la gouvernance réduites : Les conseils d'administration de toutes tailles doivent déclarer comment ils facilitent un jugement indépendant, prennent des mesures pour encourager une culture de conduite éthique et évaluent les résultats. Ces attentes s'appliquent que les sociétés elles soient à but lucratif ou sans but lucratif. La raison avancée dans la proposition selon laquelle ces pratiques sont déjà exigées ou ne s'appliquent pas aux conseils de sociétés émergentes réduit l'importance et l'universalité de ces pratiques. L'information continue garantit aux investisseurs que des pratiques ont été adoptées. Nous ne voyons aucune raison de réduire les exigences d'information actuelles.

3.10. Pour réduire les frais d'impression et d'envoi, les autorités de réglementation pourraient envisager de faire joindre un bref résumé des exigences de gouvernance et d'autres éléments aux circulaires d'information (tels que les régimes d'options d'achat d'actions) avec un lien vers le document complet sur le site Web de la société inscrite. Ce seul changement réduirait la taille de toutes les circulaires d'information de 50 pour cent ou plus.

Recommandation 9 : Nous ne souscrivons pas à l'idée d'une réduction des informations à fournir sur la gouvernance, particulièrement puisque ces informations garantissent souvent aux investisseurs que des pratiques de gouvernance robustes sont adoptées par les émetteurs. Les autorités de réglementation pourraient envisager de réduire les coûts de cette information par d'autres moyens.

Nous serions heureux de vous parler plus en détail de ces commentaires ou de vous donner davantage d'informations. N'hésitez pas à communiquer avec Ermanno Pascutto (416 572-2282/ ermanno.pascutto@faircanada.ca) ou Ilana Singer (416-572-2215/ ilana.singer@faircanada.ca).

Soyez assurés de nos meilleurs sentiments.



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs