

Le 6 décembre 2017

Cindy Petlock
Chef du service juridique
La Neo Bourse Aequitas Inc.
155, avenue University, bureau 400
Toronto (Ontario) M5H 3B7
Lettre envoyée par courriel à l'adresse : legal@neostockexchange.com

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Direction de la réglementation des marchés
20, rue Queen Ouest, 22^e étage
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Lettre envoyée par courriel à l'adresse : marketregulation@osc.gov.on.ca

Objet : Modifications au Manuel de La Neo Bourse Aequitas Inc. pour les émetteurs émergents

La Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR Canada) est heureuse de fournir ses commentaires sur le document de consultation de La Neo Bourse Aequitas concernant les modifications proposées au Manuel des inscriptions au sujet des nouvelles inscriptions initiales et des exigences continues pour les émetteurs émergents (ci-après désignées « **document de consultation** »).

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des investisseurs. En tant que voix nationale pour les épargnants, FAIR Canada s'est engagée à promouvoir une meilleure protection pour les investisseurs dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Consultez le site www.faircanada.ca pour obtenir de plus amples renseignements.

1. **FAIR Canada demande l'examen du caractère adéquat du cadre entourant les émetteurs des marchés émergents inscrits au Canada**
 - 1.1. La Neo Bourse Aequitas Inc. (ci-après désignée « NEO ») propose une série d'exigences d'inscription pour pouvoir accepter les demandes d'inscription des émetteurs des marchés émergents. La Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX et la Bourse de Montréal (CSE) encadrent elles aussi l'inscription des émetteurs des marchés émergents. Les commentaires de

FAIR Canada sur le document de consultation de NEO doivent être considérés comme étant également applicables aux autres bourses canadiennes.

- 1.2. Plusieurs problèmes graves se sont produits ces dernières années¹ relativement à des émetteurs des marchés émergents au Canada et aux États-Unis, dont le plus connu, au Canada, a été la fraude perpétrée à Sino-Forest Corporation en 2011. La capitalisation boursière de la société Sino-Forest, à son sommet, a atteint six (6) milliards de dollars. Les procédures d'application de la loi eu égard à Sino-Forest et certaines personnes, notamment son PDG, sont toujours en cours (parce que l'audience des sanctions n'a toujours pas eu lieu), même si la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a conclu que cette société et certaines des personnes y étant liées se sont livrées à la duperie et à la tricherie quant aux actifs et aux revenus de bois sur pied de Sino-Forest, et ce, en sachant que cela constituait une fraude. Dans les années 1990, des problèmes semblables sont survenus relativement à des émetteurs des marchés émergents en Chine et dans d'autres pays (notamment Semi-Tech, YBM Magnex, Noble China et South China Tire).
- 1.3. En raison d'enjeux relatifs à certains émetteurs des marchés émergents sur les marchés financiers du Canada et dans le but d'assurer la protection des investisseurs et de l'intégrité de nos marchés vu la mondialisation croissante des activités financières, la CVMO a mené une analyse de la réglementation des émetteurs des marchés émergents en 2011. En 2012, la CVMO a émis l'avis 51-719 du personnel, Examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents, et l'avis 51-720 du personnel, Guide destiné aux émetteurs actifs sur les marchés émergents. De plus, la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX ont mené une consultation sur les émetteurs des marchés émergents en 2013 et ont publié en 2015 une orientation à leur égard.
- 1.4. FAIR Canada recommande aux organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières de mener une analyse de suivi des émetteurs des marchés émergents qui sont inscrits aux bourses canadiennes et qui mènent des activités commerciales d'importance dans des territoires des marchés émergents pour déterminer si les recommandations et l'orientation de la CVMO, ainsi que les critères d'inscription actuels aux bourses canadiennes, ont permis de régler les problèmes systémiques cernés. Est-ce que la qualité et la pertinence des pratiques de gouvernance et de divulgation des émetteurs des marchés émergents sont bien celles que nous souhaitons? Et les vérificateurs, les preneurs fermes et les bourses exercent-ils leurs fonctions de gardiens d'une manière adéquate afin de protéger les investisseurs et d'assurer l'intégrité de nos marchés?
- 1.5. FAIR Canada presse de faire un examen de suivi comprenant : (i) une analyse comparative des approches des autres pays à l'égard des enjeux liés aux émetteurs des marchés émergents; (ii) une analyse empirique des montants amassés au Canada par les émetteurs des marchés émergents et le rendement du cours de leurs actions et de leur capitalisation boursière au fil

¹ Le *Wall Street Journal* a indiqué que la SEC avait soumis environ 25 dossiers d'application de la loi à l'égard de sociétés chinoises et de leurs dirigeants qui ont dû répondre à des questions d'ordre comptable tant pour des allégations de détournement et de revenus gonflés que pour des lacunes en matière de conformité de la divulgation de données aux investisseurs. Lire l'article de Michael Rapoport intitulé *SEC, Big Four Accounting Firms in China Settle Dispute; Deal Over Refusal to Turn Over Audit Documents Lifts Threat of Suspension* dans l'édition du *Wall Street Journal* du 6 février 2015.

du temps; et (iii) une analyse de la difficulté actuelle des organismes canadiens de réglementation à gérer la conformité et à mener les enquêtes nécessaires et à tenter des procédures d'application de la loi à l'égard des émetteurs des marchés émergents, y compris les coûts associés à la réglementation des émetteurs des marchés émergents et la difficulté à tenter des poursuites criminelles en matière de fraude contre les émetteurs des marchés émergents.

- 1.6. L'efficacité de la réglementation des valeurs mobilières repose sur la capacité des autorités de réglementation à assurer la conformité et à prendre des mesures d'application (y compris le recours aux instances pénales) à l'endroit de personnes et de sociétés violant les lois sur les valeurs mobilières. Les émetteurs établis au Canada, leurs administrateurs et leurs dirigeants doivent se conformer aux lois canadiennes sur les valeurs mobilières, faute de quoi les autorités de réglementation peuvent enquêter et prendre des mesures d'application de la loi.
- 1.7. L'expérience a démontré que les organismes canadiens de réglementation sont souvent incapables d'assurer la conformité, de mener des enquêtes appropriées ou de prendre des mesures efficaces contre des émetteurs des marchés émergents, leurs administrateurs et leurs dirigeants. De plus, ces enquêtes ont tendance à être très onéreuses par rapport aux enquêtes d'ordre national.
- 1.8. Les procédures d'application de la loi contre Sino-Forest a mené à l'une des audiences les plus longues de l'histoire de la CVMO, les audiences relatives au bien-fondé ayant duré presque 200 jours et représenté plus de 22 000 pages de transcriptions et de 2 000 pièces. Soulignons qu'il est permis de croire que l'audience aurait été plus longue et plus complexe sans l'entente de règlement à l'amiable sans contestation conclue avec les vérificateurs, soit Ernst & Young s.r.l. Dans l'audience sur les sanctions toujours à venir, la CVMO a le pouvoir d'interdire aux personnes d'agir à titre d'administrateurs ou de dirigeants au Canada et d'imposer des amendes pécuniaires administratives et d'ordonner le paiement des frais. Cependant, comme les personnes ne résident pas au Canada et vu la difficulté de recouvrer ces amendes et ces frais, l'efficacité de telles sanctions est discutable.
- 1.9. FAIR Canada recommande que les émetteurs des marchés émergents ne soient pas inscrits à moins que des arrangements convenables aient été pris entre les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières et les organismes de réglementation des valeurs mobilières du pays des marchés émergents visés pour assurer la capacité des autorités de réglementation canadiennes à mener une enquête efficace et à prendre des mesures d'application au besoin.
- 1.10. Fondamentalement, on devrait s'interroger sur la valeur des frais et des avantages de l'inscription des émetteurs des marchés émergents au Canada pour les investisseurs canadiens par rapport aux frais et avantages pour les émetteurs des marchés émergents, et le secteur financier canadien et l'intégrité des marchés financiers canadiens. Finalement, est-ce que l'effet préjudiciable sur la confiance en l'intégrité de nos marchés et notre système de réglementation vaut les avantages de l'inscription des émetteurs des marchés émergents, et est-ce que les investisseurs canadiens, dans l'ensemble, ont profité de possibilités de

placement attrayantes ou ont-ils au contraire subi des rendements négatifs ou des pertes importantes attribuables aux émetteurs des marchés émergents inscrits au Canada?

1.11. Les problèmes relevés quant aux émetteurs des marchés émergents sont importants et comprennent :

- (a) Enjeux de gouvernance d'entreprise.
 - (b) Pertinence de l'information à fournir.
 - (c) Efficacité des contrôles internes et systèmes de gestion des risques.
 - (d) Risques découlant de facteurs géopolitiques comme l'instabilité d'un État ou de cadres politiques, juridiques et réglementaires changeants et peut-être moins bien élaborés, la capacité à transférer ou à convertir des devises hors du territoire étranger, le titre juridique des actifs, la culture d'entreprise et les pratiques commerciales divergentes.
 - (e) Complexité des arrangements en matière de propriété ou des contrats pour se conformer aux lois de certains pays qui limitent la propriété des actifs par des entités étrangères, ce qui peut (i) compromettre le contrôle que peut avoir un émetteur sur les actifs si la structure exige que les actifs d'exploitation détenus par l'émetteur puissent être acquis par une entité non affiliée; (ii) restreindre la capacité des actionnaires à intenter des recours relatifs aux actifs de l'émetteur; et (iii) constituer une information au public inadéquate sur le type de structure, ses caractéristiques importantes et les risques qu'elle comporte.
 - (f) La confiance dans les personnes établies à l'extérieur du territoire canadien, qui accroît le risque de transactions profitant à ces personnes.
 - (g) Capacité insuffisante d'une société ou d'un vérificateur à vérifier l'information ou les opinions sur les activités et le rendement de l'entité fournies par les experts ou les spécialistes de pays outremer, y compris l'incapacité de la firme de vérificateurs, des organismes canadiens de réglementation ou du Conseil canadien sur la reddition des comptes à analyser les documents de travail ou les inspections des vérificateurs des marchés émergents; et le caractère adéquat de l'information sur un changement de vérificateur.
 - (h) Enjeux linguistiques ayant un effet sur les fonctions de gouvernance, de diligence raisonnable et de gardien;
- et
- (i) Le caractère adéquat d'une diligence raisonnable effectuée par les preneurs ferme de même que le caractère adéquat du processus d'inscription utilisé par les bourses et le

caractère adéquat de la confiance accordée au travail et à la diligence raisonnable effectués par les promoteurs.²

- 1.12. FAIR Canada croit que, pour assurer l'intégrité de nos marchés ainsi qu'une protection et une confiance adéquates des investisseurs dans nos marchés, il est indiqué de revoir les mesures prises pour régler les problèmes ciblés et déterminer l'ampleur des lacunes encore existantes.

2. Commentaires particuliers de FAIR Canada sur le document de consultation d'Aequitas

- 2.1. D'après le document de consultation, l'inscription des émetteurs des marchés émergents n'aura aucune incidence sur les marchés financiers ou que cette incidence ne sera que favorable. FAIR Canada demande aux bourses et aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) de se pencher sur la question à savoir si permettre aux émetteurs des marchés émergents de choisir parmi un plus grand nombre de bourses canadiennes avantagerait nos marchés financiers et renforcerait l'intégrité et la surveillance de l'impact continu des émetteurs des marchés émergents inscrits.
- 2.2. FAIR Canada recommande que tous les émetteurs des marchés émergents inscrits aient l'obligation de souscrire une protection minimale d'assurance responsabilité civile pour leurs administrateurs et leurs dirigeants (fournie par un assureur au Canada) pour qu'il soit possible de disposer de recours financiers en cas d'actes répréhensibles ou autres non-conformités causant des pertes financières importantes aux investisseurs.

Définition de marché émergent

- 2.3. FAIR Canada s'interroge à savoir si chaque bourse devrait pouvoir définir la notion de marché émergent ou si on devrait se conformer à une seule définition pour toutes les bourses et, idéalement, pour tous les organismes de réglementation des valeurs mobilières des provinces et pays également. Les investisseurs peuvent mal comprendre pourquoi un émetteur est classé comme étant d'un marché émergent par une bourse ou un organisme de réglementation donné, et non pas par une autre instance.
- 2.4. Par exemple, la Bourse de croissance TSX définit un marché émergent comme étant de tout territoire situé hors du Canada, des États-Unis, de l'Europe occidentale, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande, et se réserve le droit d'exclure au cas par cas d'autres territoires de cette définition.³ L'avis 51-719 du personnel de la CVMQ a défini un émetteur des marchés émergents comme étant un émetteur comportant ces caractéristiques : (i) dont la direction et

² L'avis 51-719 du personnel de la CVMQ, « Examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents » « s »; et le rapport 368 de l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC), paru en août 2013, intitulé *Emerging market issuers*, accessible en ligne <http://download.asic.gov.au/media/1344404/rep368-published-3-September-2013.pdf>, le rapport 521 de l'ASIC, paru en avril 2017, intitulé *Further review of emerging market issuers*, <http://download.asic.gov.au/media/4211645/rep521-published-6-april-2017.pdf>, l'avis du personnel de la Bourse de Toronto aux émetteurs des marchés émergents, le 13 juillet 2015, disponible en ligne à http://tmx.complinet.com/fr/display/display_viewall.html?rbid=2077&element_id=918&record_id=1117&filtered_tag et

³ Article 2.1 de la politique 2.10 de la Bourse de croissance TSX, « Inscription des émetteurs actifs sur les marchés émergents », accessible en ligne : <https://www.tsx.com/resource/fr/1159>.

l'administration sont majoritairement établies à l'extérieur du Canada et (ii) dont les principales activités ont lieu à l'extérieur du Canada, dans des régions comme l'Asie, l'Afrique, l'Amérique du Sud et l'Europe de l'Est.⁴ L'organisme de réglementation des valeurs mobilières de l'Australie inclut dans sa définition de la notion de marchés émergents l'Europe de l'Est, l'Asie et le Pacifique (sauf Singapour, Hong Kong, le Japon et la Nouvelle-Zélande), l'Afrique, l'Amérique du Sud, le Mexique, l'Amérique centrale, les Caraïbes ou le Moyen-Orient.⁵

- 2.5. La définition que fait NEO des émetteurs des marchés émergents se présente comme une liste de pays ou de régions géopolitiques considérés comme n'étant pas des marchés émergents, de telle sorte qu'un pays constitue un marché émergent s'il ne figure pas sur cette liste. La définition de NEO semble être une définition stricte des marchés émergents qui exclut des pays comme le Mexique, la République de Corée, Taïwan et l'Afrique du Sud. Cette définition prévoit aussi que NEO peut, à sa discrétion, exclure des pays de ladite définition et adapter la liste des inscrits en fonction de facteurs très généraux comme la participation à des organisations internationales, notamment l'APEC et le G20. Plusieurs pays pourraient ainsi être généralement acceptés comme étant des marchés émergents exclus de la définition, notamment l'Argentine et la Chine. FAIR Canada estime qu'une définition générale de ce que constitue un marché émergent favorise la protection des investisseurs et l'intégrité de nos marchés, et qu'elle devrait être adoptée en attendant de trouver une définition harmonisée.

Qualifications de gestion et de gouvernance d'entreprise

- 2.6. FAIR Canada constate que les exigences de la Bourse de Toronto s'appliquant aux émetteurs des marchés émergents prévoient que tant le PDG, le chef de la direction financière et, comme formant un tout, le conseil d'administration, disposent de connaissances et d'une expérience suffisantes des exigences des sociétés publiques canadiennes alors que NEO, selon le sous-alinéa 2.10(5)a)(i), exige seulement que la direction et le conseil d'administration d'un émetteur des marchés émergents, considérés comme un tout, possèdent ces connaissances et cette expérience. FAIR Canada propose alors que tant le PDG que le chef de la direction financière devraient chacun posséder ces connaissances et cette expérience, et que NEO revoie ses conditions à cet égard pour qu'elles soient au moins égales aux conditions de la Bourse de Toronto.
- 2.7. FAIR Canada recommande que, en vertu de l'avis 51-720 du personnel, le paragraphe 2.10(5) exige que le conseil d'administration d'un émetteur des marchés émergents ait une compréhension et une expérience suffisantes de la culture et des pratiques commerciales du pays du marché émergent (et non uniquement mentionner y avoir de l'expérience) et FAIR Canada recommande qu'au moins deux membres indépendants du conseil possèdent cette compréhension et cette expérience (plutôt qu'un administrateur, qui pourrait être non indépendant).
- 2.8. Par ailleurs, les bourses devraient exiger que les émetteurs des marchés émergents aient des politiques, des procédures et des processus solides conçus pour s'assurer que leurs dirigeants et administrateurs aient des connaissances suffisantes de la culture et des pratiques commerciales et des moyens pour s'assurer qu'ils n'accordent pas toute leur confiance aux

⁴ Page 3 de l'avis 51-719 du personnel de la CVMCO.

⁵ ASIC, avril 2017, rapport 521, *Further review of emerging market issuers*, p. 5.

membres de la direction ou de l'administration locale et qu'ils consultent plutôt des sources de renseignements autres (indépendantes).

Livres et registres, ententes d'importance

- 2.9. FAIR Canada recommande d'exiger, en plus d'une traduction anglaise produite par un traducteur agréé de tous les documents que doit soumettre un émetteur des marchés émergents pour s'inscrire à une bourse, que tous les contrats et accords importants soient traduits en anglais ou en français (selon la langue principale du conseil concerné) pour qu'on lise et comprenne aisément les livres et registres de l'émetteur.

Gouvernance d'entreprise

- 2.10. FAIR Canada recommande d'avoir au moins deux administrateurs indépendants ayant acquis une expérience dans une société publique et une grande expérience sur le territoire de l'activité principale de l'émetteur des marchés émergents plutôt qu'un administrateur indépendant ayant acquis une expérience sur des territoires de marchés émergents en général. Les connaissances et l'expérience devraient porter sur les opérations commerciales de l'émetteur des marchés émergents sur le territoire de la principale activité tout comme sur la culture, les lois, la réglementation financière, les pratiques commerciales locales ainsi que le milieu politique de ce territoire.
- 2.11. FAIR Canada recommande aussi que les administrateurs indépendants d'un émetteur des marchés émergents soient tenus de mener des inspections périodiques sur place, de rencontrer la direction et les conseillers locaux de l'émetteur, notamment lors de séances à huis clos avec les vérificateurs locaux.

Structure organisationnelle et financière

- 2.12. FAIR Canada recommande qu'une divulgation publique d'un émetteur des marchés émergents doive, en plus de décrire un projet de structure organisationnelle ou de structure de capital-actions non conventionnelle et d'en expliquer la nécessité, produire une divulgation complète, véridique et claire des risques connexes de la structure et de l'évaluation de ces risques par la société et les mesures de contrôle en place pour gérer ces risques.

Nous vous remercions de nous avoir donné la possibilité de formuler, par la présente, nos commentaires et nos points de vue. Nous acceptons que ce document soit rendu public, et nous serions heureux d'en discuter avec vous à votre convenance. N'hésitez pas à communiquer avec Frank Allen (frank.allen@faircanada.ca ou 416-214-3443) ou avec Marian Passmore (marian.passmore@faircanada.ca ou 416-341-3441).

Veuillez agréer l'expression de nos sentiments distingués.



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs

c.c. : Louis Morisset, président des ACVM