

À l'assaut des b

Malgré les allégations de fraude qui sont tombées sur Sino-Forest, il faut s'attendre à de plus en plus d'inscriptions d'entreprises chinoises sur les marchés canadiens. Du travail qui comporte sa part de défis pour les avocats.

Par **Stéphanie Riccio**



Ourses

Linda Huang, une jeune consultante chinoise de Shanghai, en connaît tout autant sur la Bourse de Toronto (TSX) qu'un avocat canadien spécialisé en valeurs mobilières. Du haut de ses 22 ans, elle peut expliquer sans la moindre hésitation la réglementation et les exigences requises pour inscrire une entreprise au TSX ou à la Bourse de croissance TSX (TSXV), décrivant avec rigueur les différents barèmes quant au fonds de roulement ou à l'actif corporel net de la société à inscrire. Surprenant? Pas nécessairement.

Linda travaille en fait pour une firme chinoise qui offre des services de consultation aux entreprises de Shanghai susceptibles de s'inscrire en bourse, en leur faisant miroiter l'accès rapide à des capitaux et autres avantages offerts par le TSX ou le TSXV. Aujourd'hui, on compte plus d'une cinquantaine d'entreprises chinoises inscrites à la Bourse de Toronto, représentant une capitalisation boursière de plus de 12 milliards de dollars. L'arrivée de ces joueurs sur la bourse au cours des dernières années représente certes de nouvelles opportunités pour les avocats canadiens. Toutefois, il est primordial pour ceux-ci de bien comprendre les rouages du monde des affaires chinois et le système juridique local afin d'éviter des scandales semblables à ceux qu'ont connus plusieurs compagnies chinoises inscrites sur les marchés américains. Et les récentes allégations entourant le titre de Sino-Forest Corp., une entreprise cotée au TSX, démontrent que les marchés canadiens ne sont pas à l'abri de tels scandales.

Depuis l'adoption de son nouveau modèle économique, la Chine bénéficie d'une croissance économique remarquable, avec un taux de croissance avoisinant les 10 % annuellement. Certaines entreprises locales qui évoluent dans ce marché en pleine ébullition doivent pourtant faire appel à des sources de financement à l'extérieur du pays pour combler leur besoin de liquidités et assurer leur croissance. Comme l'explique James Chen, de Blake, Cassels & Graydon LLP à Vancouver, « les possibilités d'inscription aux bourses de Shanghai ou Shenzhen sont très limitées. Seules les grandes entreprises y ont véritablement accès ». C'est que certaines exigences de ces deux bourses peuvent difficilement être respectées par des entreprises de plus petite taille.

Les marchés boursiers canadiens représentent donc une alternative attrayante, particulièrement pour les petites et moyennes entreprises. En effet, les exigences du TSX et du TSXV permettent à des entreprises qui sont encore à un stade de développement d'avoir accès à une inscription en bourse. « Nous desservons des entreprises qui n'ont pas encore atteint un certain niveau de rentabilité ou de liquidité, contrairement à



des marchés boursiers dans d'autres juridictions » confirme Janis Koyanagi, vice-présidente, développement des affaires et stratégie du Groupe TMX. Selon elle, ces deux bourses canadiennes représentent une opportunité en or pour les PME d'un pays en émergence comme la Chine, par exemple, d'accéder aux liquidités recherchées.

Culture et réglementation locales

L'inscription de ces PME en bourse pose certains défis pour les conseillers juridiques canadiens qui y sont impliqués. Notons d'abord le contexte multiculturel dans lequel s'effectuent ces transactions. Il existe une culture d'entreprise en Chine et une façon de faire des affaires qui diffèrent sensiblement de

notre modèle canadien. William He, du bureau de Davis à Vancouver, a été impliqué dans plus d'une dizaine de transactions avec des entreprises chinoises. Il insiste sur l'importance de la disponibilité des services: « Les avocats canadiens doivent s'assurer de répondre promptement aux courriels ou aux appels de leurs vis-à-vis chinois. Ce qui implique d'être au bureau, ou à tout le moins joignable, très tard considérant le décalage horaire ». En Chine, quelle que soit l'industrie ou l'ampleur de la transaction, le client s'attend à un service rapide et attentionné. Et pour s'assurer que les deux parties se comprennent bien, il suggère d'avoir au dossier au moins un avocat canadien qui parle le mandarin ou de s'adjoindre les services d'un interprète fiable, qui respecte l'essence des échanges.

VENTURI + KARPA



locales à remplir certaines formalités en vue d'une inscription à l'étranger. Pierre Soulard, associé chez Norton Rose OR qui a participé à ce type de transaction, explique: « Le Décret Numéro 10 avait comme premier objectif de promouvoir les inscriptions aux bourses de Shanghai ou Shenzhen. Depuis l'adoption de ce texte de loi, les entreprises incorporées en Chine qui veulent s'inscrire à l'étranger doivent dorénavant le faire par le biais d'un holding créé dans une autre juridiction, à l'extérieur de la Chine. Et la création de ce holding est sujette à l'approbation du gouvernement chinois ».

Le décret oblige donc les compagnies à procéder en tout premier lieu à une réorganisation. Ces réorganisations corporatives se feront normalement par une équipe d'avocats locale, qui possède l'expertise nécessaire et une connaissance approfondie de la réglementation chinoise à respecter. Selon M^e He, il est tout de même préférable que les avocats canadiens participent à ces réorganisations pour être réellement impliqués dans l'ensemble de la transaction.

Diligence nécessaire

Certes, les exigences posées par le décret Numéro 10 rendent la transaction plus complexe. Mais la complexité ne s'arrête pas là. Un autre défi de taille à relever par les avocats se situe au niveau de la documentation à présenter aux autorités et de la vérification diligente de la compagnie à effectuer. La réalité du monde des affaires dans un pays émergent comme la Chine fait en sorte que la documentation corporative diffère largement de la documentation des entreprises canadiennes, notamment au niveau des états financiers. M^e He souligne qu'il peut

JAMES CHEN

Blake, Cassels & Graydon LLP, Vancouver

« Les possibilités d'inscription aux bourses de Shanghai ou Shenzhen sont très limitées. Seules les grandes entreprises y ont véritablement accès. »

être difficile d'obtenir une documentation qui satisfait aux exigences des bourses canadiennes. Il faut donc savoir à qui s'adresser et faire en sorte que l'entreprise comprenne l'importance de soumettre une documentation qui soit fiable. Et une fois la documentation obtenue, la vérification diligente présentera, elle aussi, des défis.

Michael Manley, directeur de Wesbridge Capital, une entreprise de Toronto qui se spécialise dans l'inscription en bourse de sociétés chinoises, est catégorique sur le sujet: « Il est primordial de confier la vérification diligente à une équipe qui est sur place. Les spécialistes locaux sont les mieux placés pour résoudre certaines questions liées à la documentation de ces compagnies ». En effet, la vérification diligente pourrait s'avérer particulièrement ardue pour les professionnels qui sont basés au Canada et qui ne sont pas familiers avec l'environnement juridique chinois. Il faut savoir par exemple que la plupart des industries sont réglementées en Chine et que les entreprises doivent s'assurer de détenir une licence valide pour leurs opérations. Il existe des cas où l'entreprise prétendait détenir une licence d'exploitation quand en réalité, la licence n'était pas valide... On peut facilement imaginer les impacts d'une telle découverte sur la valeur réelle de l'entreprise! C'est là qu'une équipe qui connaît bien la réalité locale au plan juridique peut s'avérer indispensable.

Un exemple concret est celui de la Sino-Forest Corporation,

Il y a aussi tout le système juridique et réglementaire de la Chine qu'il faut connaître et, bien sûr, respecter. Et les règles auxquelles les entreprises sont assujetties peuvent différer, selon qu'on dessert une entreprise incorporée à Beijing, Shanghai ou Guangzhou par exemple. Et ce n'est pas toujours facile de s'y retrouver puisque le système juridique chinois est en constante évolution. En 2006, le gouvernement chinois a adopté un décret qu'il est particulièrement important de connaître pour les avocats qui souhaitent participer à l'inscription d'une société chinoise à l'une des bourses canadiennes ou à toute autre bourse étrangère.

Ce décret, mieux connu dans le jargon sous sa dénomination anglaise « Ordinance 10 », oblige en fait les entreprises



WILLIAM HE

Davis LLP, Vancouver

Les avocats canadiens doivent s'assurer d'être réellement impliqués dans l'ensemble de la réorganisation en Chine.

une société chinoise dans l'industrie forestière, inscrite à la Bourse de Toronto depuis le milieu des années 90. Cette compagnie était souvent citée en exemple comme histoire à succès d'inscription chinoise sur le marché canadien. Pourtant au printemps dernier, les allégations d'une firme de recherche américaine, Muddy Waters Research, ont fait chuter le cours du titre de Sino-Forest. Cette firme soupçonnait Sino-Forest d'avoir gonflé la valeur de ses ventes et de ses actifs et d'avoir fourni de fausses informations à une firme d'évaluation d'actifs. La compagnie nie catégoriquement les allégations de Muddy Waters et elle attend déposer un rapport indépendant confirmant sa position, mais il ne fait pas de doute que la

confiance des investisseurs a sérieusement été ébranlée.

Cette histoire n'est pas sans rappeler les scandales qui ont éclaboussé les marchés américains et qui ont poussé la Securities and Exchange Commission (SEC) à enquêter sur plusieurs compagnies chinoises cotées, qu'on soupçonne d'avoir présenté des états financiers et autres documents frauduleux. On peut donc comprendre l'importance de compter sur des professionnels locaux ou ayant une connaissance approfondie du monde des affaires en Chine au niveau de la vérification diligente des activités d'entreprises locales. C'est sans doute pourquoi M^e Soulard, offrant comme premier conseil à donner aux avocats canadiens, insiste sur la

Chinese listings

With or without tightened rules for companies from emerging countries looking to get listed, a due diligence checklist is essential for Canadian lawyers.

For many Chinese businesses seeking access to investors to fuel their continued growth, listing abroad is their best option. This is especially true for those that don't meet the strict financial standards for a listing in China or that find the process simply too time-consuming and opaque.

Indeed, the possibility of listing on the Shanghai or Shenzhen markets is limited to large companies, says James Chen of Blake, Cassels & Graydon LLP in Vancouver.

It explains why Canadian markets are fast becoming an attractive alternative for these smaller firms. "We serve companies that haven't yet attained high levels of profitability or earning power," says Janis Koyanagi, the TMX Group's vice-president of business development and strategy. There are currently over 50 Chinese enterprises with a combined value of \$12-billion listed on the TSX.

For lawyers wanting to get in on this IPO boom, it is vital to understand both how the Chinese business world runs, as well as the country's legal system, if they want to avoid scandals that have plagued a number of Chinese companies listed in the U.S. A short-seller's recent fraud allegations surrounding Chinese forestry firm Sino-Forest Corp. have shown that Canadian markets aren't immune to these problems.

In terms of Chinese business culture, the first thing Canadian lawyers need to understand is the importance of making themselves available at all hours, says William He of Davis LLP in Vancouver. Chinese clients in all industries are used to fast service no matter the size of the

transaction, he explains. Given the time differences, this can mean being at the office, or at least reachable, very late at night. And he also suggests having at least one Mandarin-speaking lawyer on the file, or using the services of a reliable interpreter.

It is also important to know the Chinese regulatory system, which can differ depending on whether a company is incorporated in Beijing, Shanghai or Guangzhou. It can be a challenge staying up to date on account of a Chinese legal system that is constantly evolving.

In 2006, China adopted Ordinance 10, a decree requiring local companies to follow certain procedures before being listed on foreign markets. It was initially designed to promote domestic listings in Shanghai or Shenzhen, says Pierre Soulard, a partner at Norton Rose. Chinese companies seeking foreign listings must do so through holding companies outside China. And the creation of these holding companies is subject to Chinese approval. As such, Ordinance 10 forces companies to reorganize themselves, which normally involves a team of Chinese lawyers. But according to He, it helps when Canadian lawyers get involved in the early stages of the reorganization, especially since corporate documents in China's emerging economy don't necessarily satisfy the requirements of Canadian markets.

But first, it is essential to entrust the due diligence review to a team that clearly understands the Chinese legal environment, says Michael Manley of Wesbridge Capital, which helps Chinese companies go public. They are better placed to resolve questions about documentation, such as figuring out whether permits typically required

for a given industry are in fact valid.

The example of Sino-Forest Corp., listed on the Toronto exchange since 1994, should serve as a cautionary tale. The forestry firm has often been cited as a success story, but allegations last spring by Muddy Waters Research that it overstated the value of its assets wiped more than \$3-billion from its market value. Sino-Forest denies the allegations and plans to table an independent report.

Similarly, in the U.S., the Securities and Exchange Commission has investigated a number of Chinese listed companies suspected of accounting fraud. When consulting professionals who are familiar with Chinese business practices, Canadian lawyers must never hesitate to ask probing questions when they don't understand something, says Soulard.

Another challenge facing securities lawyers in Canada is helping a client seeking a listing build its executive team. Chinese managers aren't necessarily familiar with the requirements for publicly traded companies on North American markets. And the TSX and its sister venture exchange, the TSXV, require all listed companies to have two directors with experience in North American public companies, says Koyanagi. This requirement aims to ensure that newly listed companies understand their governance obligations, she says. Manley further recommends that the majority of board members be Canadian.

Given the low registration fees, it's a safe bet that a growing number of companies from China and other emerging companies will apply for listings on Canadian exchanges. Still, in the wake of allegations about Sino-Forest, the country's largest securities regulator, the Ontario Securities Commission has initiated a review that could usher in more stringent rules for listing a foreign company. Whatever the tougher norms will be, it should be plenty to keep lawyers busy. **N**

nécessité d'agir avec une extrême prudence. Les avocats ne doivent jamais hésiter à poser des questions lorsqu'ils se retrouvent devant des informations ou des pratiques avec lesquelles ils ne sont pas familiers. Le risque sinon est de voir une enquête éclater, au grand dam des investisseurs.

Équipe de direction

Un autre défi auquel devront faire face les avocats réside dans la composition de l'équipe de direction de la société à inscrire en Bourse. M^e Soulard précise que les dirigeants chinois d'entreprises privées ne sont pas nécessairement familiers avec les obligations de sociétés ouvertes par exemple, en particulier celles des marchés nord-américains.

Le TSX et le TSXV prévoient certaines règles à respecter à cet égard. M^{me} Koyanagi rappelle que toute compagnie cotée à

ces bourses doit avoir deux dirigeants qui possèdent une expérience au sein d'une compagnie publique nord-américaine. Cette exigence, explique-t-elle, a pour but de s'assurer que l'entreprise nouvellement publique comprend les responsabilités qui lui incombent, notamment au niveau des obligations d'information continue et des pratiques de gouvernance.

Certains, comme M. Manley, suggèrent même que la majorité du conseil d'administration soit composée de Canadiens qui connaissent sans doute mieux les normes de gouvernance nord-américaines ou la façon de gérer les relations avec les investisseurs. D'autres préfèrent laisser la direction aux locaux, ce qui leur permet de se concentrer sur le développement de l'entreprise sur place.

Si l'on considère l'efficacité des bourses canadiennes, leurs critères d'inscription avantageux pour les entreprises en



PIERRE SOULARD

Norton Rose OR, Toronto

expansion et leurs frais d'inscription en deçà de plusieurs autres bourses, il est à parier que l'on verra de plus en plus d'entreprises chinoises sur ces marchés. La Chine regorge d'histoires à succès et d'entreprises canadiennes qui, ayant vu l'opportunité que représentait l'émergence de ce nouveau joueur sur la scène internationale, s'y sont expatriées ou y ont installé des opérations. Heureusement aujourd'hui, les investisseurs n'ont plus nécessairement à se rendre sur place pour prendre part à la frénésie, ils peuvent dorénavant le faire en investissant dans les compagnies chinoises inscrites sur le marché boursier canadien. Toutefois, à la

« Les entreprises incorporées en Chine qui veulent s'inscrire à l'étranger doivent dorénavant le faire par le biais d'un holding créé dans une autre juridiction, à l'extérieur de la Chine. »

lumière des allégations entourant Sino-Forest par exemple, les investisseurs doivent être conscients des risques que comportent les entreprises d'un marché émergent comme celui de la Chine. Par ailleurs les com-

missions de valeurs mobilières, notamment celle de l'Ontario, cherchent à serrer les règles en matières d'inscription pour les entreprises issues de pays émergents. Il y aura de quoi tenir occupés les avocats qui participent aux inscriptions de ces entreprises. **N**

Stéphanie Riccio est avocate et journaliste basée à Montréal.