

## Re Sutton

**AFFAIRE INTÉRESSANT :**

**Les Règles de l'Organisme canadien de réglementation  
du commerce des valeurs mobilières**

**et**

**Brian Michael Sutton**

2017 OCRCVM 35

Formation d'instruction  
de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières  
(section de l'Ontario)

Audience tenue du 16 au 24 janvier 2017  
Décision rendue le 5 juillet 2017

**Formation d'instruction**

John Lorn McDougall, c.r., président, Richard E. Austin et Peter Gribbin

**Comparutions**

Rob DelFrate, avocat de la mise en application, OCRCVM

Charles Corlett, avocat de la mise en application, OCRCVM

Kenneth Dekker, pour l'intimé

Brian Michael Sutton, en personne

---

## DÉCISION ET MOTIFS

---

**TABLE DES MATIÈRES**

|              |  |           |
|--------------|--|-----------|
| <b>I.</b>    | <b>INTRODUCTION.....</b>                               | <b>2</b>  |
| <b>II.</b>   | <b>LE CONTEXTE.....</b>                                | <b>2</b>  |
| <b>III.</b>  | <b>LA NORME DE PREUVE.....</b>                         | <b>6</b>  |
| <b>IV.</b>   | <b>L'ÉTABLISSEMENT DU PRIX.....</b>                    | <b>7</b>  |
| <b>V.</b>    | <b>LES ÉVALUATIONS.....</b>                            | <b>13</b> |
| <b>VI.</b>   | <b>LA CONFRONTATION ENTRE M. SUTTON ET LA CFO.....</b> | <b>15</b> |
| <b>VII.</b>  | <b>EXAMEN ET ANALYSE .....</b>                         | <b>17</b> |
| <b>VIII.</b> | <b>DÉCISION.....</b>                                   | <b>20</b> |

## I. INTRODUCTION

¶ 1 Il s'agit ici d'une affaire singulière. Elle concerne l'intimé, Brian Michael Sutton (M. Sutton), spécialiste très réputé en matière de réglementation du secteur des valeurs mobilières. Il est un véritable expert dans le domaine, et, à de nombreuses reprises, diverses sociétés souhaitant entrer dans le secteur des valeurs mobilières au Canada et à l'étranger ont fait appel à ses services. Il a acquis une expérience particulière en travaillant avec des sociétés réglementées par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), qui s'oppose à lui dans la présente procédure.

¶ 2 Ce qui différencie encore plus la présente affaire des autres affaires habituelles est le litige qui porte sur une divergence apparemment simple au sujet de ce qui constitue un « marché actif » pour des titres. M. Sutton avait un point de vue, l'organisme de réglementation avait un point de vue adverse, et ce différend a malheureusement entraîné la présente procédure. Il n'y avait pas de *mens rea* ni d'intention de mal agir, et aucune intention du genre n'est alléguée. Toutefois, selon la réglementation, une telle intention ne constitue pas un élément requis. Le respect des règles de l'OCRCVM est obligatoire, et la seule question que doit trancher la formation est la suivante : ces règles ont-elles été respectées? L'OCRCVM soutient que non, et M. Sutton n'est pas d'accord avec cette affirmation.

## II. LE CONTEXTE

¶ 3 M. Sutton a passé presque toute sa carrière dans la réglementation des institutions financières. Il est comptable agréé, offrant depuis plus de 35 ans des services de consultation en matière de finances, d'exploitation et d'entreprise à des participants du secteur des valeurs mobilières relativement à leurs rapports avec les organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières situés tant au Canada qu'à l'étranger. Il se décrit lui-même, à juste titre, semble-t-il, comme un [TRADUCTION] « dirigeant spécialisé dans l'utilisation d'aptitudes stratégiques, financières, opérationnelles et organisationnelles novatrices à l'échelle nationale et internationale, tant dans le secteur public que dans le secteur privé ».

¶ 4 M. Sutton a été autorisé comme chef des finances et dirigeant sans privilège de négociation chez First Leaside Securities Inc. (FLSI) de mars 2003 à juillet 2012 et a été employé comme chef des finances à temps partiel. À l'époque, en plus d'assumer ses fonctions chez FLSI, M. Sutton travaillait pour d'autres courtiers membres de l'OCRCVM. À l'heure actuelle, l'intimé n'est pas autorisé auprès d'un courtier membre de l'OCRCVM.

¶ 5 Par la voie d'un avis d'audience daté du 12 avril 2016, le personnel de l'OCRCVM (le personnel) a allégué que M. Sutton avait commis les contraventions suivantes :

Au cours de la période allant de septembre 2009 à octobre 2011, l'intimé, chef des finances de First Leaside Securities Inc. (FLSI), n'a pas veillé à faire en sorte que le prix des produits de fonds exclusifs recommandés et placés par FLSI soit établi correctement, en contravention de l'alinéa 6(c) de la Règle 38 des courtiers membres de l'OCRCVM.

¶ 6 L'article 6 de la Règle 38 des courtiers membres est ainsi énoncé :

6. Chef des finances

(a) Chaque courtier membre nomme, sous réserve de l'autorisation de la Société, un membre de la direction comme chef des finances, lequel, en plus des exigences de l'alinéa 4(a) de la Règle 7, doit avoir satisfait aux exigences relatives à la compétence prévues au paragraphe 2A de la partie I.A de la Règle 2900. Il n'est pas nécessaire que le chef des finances participe à l'activité du courtier membre à temps plein.

...

(c) Le chef des finances surveille le respect des politiques et procédures du courtier membre dans la mesure nécessaire pour donner l'assurance raisonnable que le courtier membre respecte les règles financières de la Société.

¶ 7 Les « règles financières de la Société [l'OCRCVM] » mentionnées dans le paragraphe précédent ont été intégrées dans le [TRADUCTION] « Manuel de politiques et de procédures » de FLSI (le MPP), dont voici un extrait pertinent :

[TRADUCTION]

### **3.8 ÉTABLISSEMENT DU PRIX DES TITRES<sup>1</sup>**

#### **3.8.1 Objectifs du contrôle**

S'assurer :

1. que le prix des titres est vérifié de façon indépendante et en temps utile afin que les erreurs ou les omissions dans sa détermination soient détectées;
2. que les écarts de prix des titres sont signalés et corrigés à temps, puis passés en revue et approuvés par la haute direction;
3. que le prix de tous les types de titres est établi suivant des procédures uniformes;
4. que le processus d'établissement du prix des titres est précis et exhaustif, et que les prix sont fiables.

#### **3.8.2 Établissement du prix des titres lorsque les cours du marché sont aisément disponibles**

First Leaside utilisera les prix obtenus et utilisés par Penson pour :

1. les titres cotés sur les marchés du TMX et les grands marchés étrangers;
2. tous les organismes de placement collectif régls par l'entremise de FundServ;
3. les titres à revenu fixe provenant de sources fiables, notamment CanPX, CanDeal, Reuters et Bloomberg.

#### **3.8.3 Établissement du prix des autres titres non cotés**

1. Le chef des finances peut obtenir les prix des titres non cotés auprès des négociateurs de Penson, seulement s'ils sont accompagnés d'un document faisant état d'une source indépendante pour le prix, comme une demande ou une offre provenant d'un courtier ou d'une institution sans lien de dépendance, sous réserve des conditions suivantes :
  - le chef des finances obtiendra un prix d'une source indépendante au moins à la fin du mois pour tout titre en portefeuille;
  - Le chef des finances obtiendra des prix quotidiens d'une source indépendante pour tout titre en portefeuille dont la valeur représente plus de 20 % du capital régularisé en fonction du risque de la fin du mois précédent.
2. Le chef des finances tiendra une liste de tous les titres de négociation restreinte, de tous les titres hors cote qui ne se négocient pas et de toutes les autres positions pour lesquelles il n'existe pas de source d'information accessible au public au sujet du prix.
3. Pour chaque titre, le chef des finances établira une période d'examen en fonction de la probabilité d'une volatilité importante de la valeur de l'actif de l'émetteur.
4. Le chef des finances établira un prix raisonnable pour chaque titre sur le fondement de la valeur liquidative ou des capitaux propres de l'émetteur figurant dans ses derniers états

---

<sup>1</sup> Les parties soulignées du texte constituent des modifications apportées par M. Sutton au second semestre de 2011.

financiers audités ou publiés si les éléments d'actif sont d'une nature telle que les états financiers à eux seuls peuvent donner une image exacte de leur valeur et que les états financiers ont été audités ou publiés assez récemment, de l'avis du chef des finances, pour qu'il soit peu probable qu'il y a eu un changement considérable de la valeur.

5. Lorsque l'information sur l'état financier de l'émetteur n'est pas disponible ou que les éléments d'actif (p. ex. des immeubles) sont d'un type tel que leur valeur ne peut être déterminée correctement sur la seule base des états financiers audités ou publiés, le chef des finances communiquera avec l'émetteur ou son auditeur en vue d'obtenir des évaluations à jour aussi souvent qu'il est nécessaire pour s'assurer que la valeur de l'actif de l'émetteur n'a pas subi de changement considérable. Pour déterminer quelles valeurs sont raisonnables, le chef des finances peut se fonder :
  - sur des évaluations de l'actif de l'émetteur faites par des tiers, par exemple, dans le cas d'immeubles, les évaluations courantes des immeubles de l'émetteur qui ont été effectuées par des tiers compétents;
  - sur des projets d'états financiers de l'émetteur si ceux-ci sont raisonnablement conformes aux états financiers audités ou publiés antérieurs;
  - sur des évaluations internes effectuées par l'émetteur, pour autant que celles-ci se fondent sur les évaluations de tiers ou les projets d'états financiers susmentionnés, sous réserve qu'ils soient assez récents pour justifier une détermination raisonnable de la valeur actuelle des titres.
6. Le chef des finances obtiendra, après en avoir fait la demande, des documents suffisants pour garantir que les valeurs attribuées sont raisonnables et conservera ces documents attestant les valeurs attribuées.
7. Dans le cas où le chef des finances ne peut obtenir une information suffisante pour fournir une justification raisonnable d'un prix, la mention « Prix non disponible » sera affichée dans la colonne du prix des positions sur titres figurant dans le relevé mensuel du client, et le prix du titre correspondra à une valeur de « 0 » aux fins de calcul.

¶ 8 La section 3.8 du MPP a d'abord été rédigée en bonne partie par M. Sutton, qui avait suivi les orientations données dans l'Énoncé de principe 7, Établissement du prix des titres, des Énoncés de principe relatifs au contrôle interne de l'OCRCVM (l'Énoncé de principe 7). M. Sutton a confirmé qu'il avait respecté ces exigences. Les objectifs de contrôle de l'Énoncé de principe 7 sont notamment de veiller à ce que « le prix des titres soit vérifié de façon indépendante et en temps utile », que « le prix de tous les types de titres soit établi suivant des procédures uniformes » et que « le processus d'établissement du prix des titres soit précis et exhaustif, et que les prix soient fiables ».

¶ 9 L'Énoncé de principe 7 qui porte sur l'établissement du prix des titres non cotés est intégré pour l'essentiel dans les exigences de la section 3.8.3 du MPP de FLSI, qui mettent en lumière l'objectif fondamental de la réglementation en ce qui concerne l'établissement du prix de ces titres. L'investisseur doit obtenir la meilleure information disponible sur la valeur de son titre sur une base régulière, qui est en l'espèce une base mensuelle ou trimestrielle, selon l'activité dans son compte de client chez FLSI. Cette information est obligatoire, et l'investisseur y a droit, de manière à être en mesure de prendre des décisions éclairées au sujet de la conservation ou de la vente de son placement. Cet objectif est la pierre d'assise de l'ensemble du régime d'établissement du prix.

¶ 10 Pour l'aider à appliquer les dispositions de la section 3.8.3 du MPP, FLSI employait un document intitulé [traduction] Processus, facteurs et méthodes employés pour appliquer la section 3.8.3 du MPP. On trouvera une copie de ce texte à l'Annexe A. M. Sutton est l'auteur principal de ce document.

¶ 11 FLSI était un courtier membre de l'OCRCVM. Dans ce cas-ci, elle jouait le rôle de remisier; Services

financiers Penson (Penson) jouait le rôle de courtier chargé de comptes, c'est-à-dire qu'elle fournissait à FLSI des services administratifs comme la compensation, le règlement et des services de garde. FLSI est devenue courtier membre de l'OCRCVM le 1<sup>er</sup> mars 2004. Son siège social (et unique bureau) était situé à Uxbridge (Ontario).

¶ 12 FLSI était une partie relativement petite d'un groupe de sociétés beaucoup plus grand et très complexe, First Leaside Group of Companies (le groupe FL). Le dirigeant du groupe FL était David Phillips (M. Phillips), qui était aussi le président et la personne désignée responsable (PDR) de FLSI. Il est acquis que M. Phillips dirigeait les affaires du groupe FL et exerçait un contrôle très direct et complet sur ses diverses activités. Le groupe FL était essentiellement un groupe immobilier. Il possédait surtout des immeubles d'habitation au Canada et aux États-Unis, détenus par l'entremise de diverses entités et financés par d'autres membres du groupe FL. Le financement se faisait par capitaux propres par l'entremise de sociétés en commandite ou au moyen d'emprunts.

¶ 13 La présente affaire ne porte que sur la partie de l'activité du groupe FL financée par emprunt. Ce financement était effectué au moyen de parts de fonds (désignées ensemble comme les parts de fonds) émises par trois fonds, le First Leaside Properties Fund, le First Leaside Fund et le Wimberly Fund (désignés ensemble comme les fonds WALP). Ces parts de fonds étaient émises à 1,00 \$, et les sommes recueillies étaient ensuite prêtées par les fonds aux autres membres du groupe FL au moyen de billets non garantis. Les parts de fonds assuraient une bonne distribution aux porteurs de parts, les taux d'intérêt variant de 7 % à 9 % selon le fonds qui émettait les parts et la date de l'émission.

¶ 14 Les parts de fonds souscrites par les investisseurs étaient traitées par FLSI et Penson et figuraient dans les registres des deux sociétés. Les dossiers de FLSI et Penson relatifs aux souscriptions et aux rachats de parts de fonds et aux positions en fin de mois constituaient le fondement de l'information fournie aux autorités de réglementation et aux clients. La seule question en litige dans la présente affaire concerne la justification du montant de 1,00 \$ attribué aux parts de fonds qui figurait dans les relevés des clients de FLSI au cours de la période allant de l'émission de celles-ci à novembre 2011.

¶ 15 Les parts du First Leaside Fund ont été placées auprès des investisseurs à compter d'octobre 2005 ou vers cette période. Elles n'étaient pas placées au moyen d'un prospectus ou d'une notice d'offre. Les parts du First Leaside Properties Fund ont été placées au moyen d'un prospectus daté du 19 mars 2009. Les parts du Wimberly Fund ont été placées au moyen d'une notice d'offre datée du 3 novembre 2010.

¶ 16 Les éléments d'actif de base du First Leaside Fund et du Wimberly Fund étaient des billets à ordre non garantis émis par FL Master Texas Ltd. (Master Texas). Les éléments d'actif de base du First Leaside Properties Fund étaient des billets à ordre non garantis émis par FL Master Sherman Ltd. (Master Sherman). Master Texas et Master Sherman étaient deux filiales de Wimberly Apartments Limited Partnership (WALP), autre entité du groupe FL.

¶ 17 Les versements d'intérêts sur les billets à ordre non garantis émis par Master Texas et Master Sherman effectués aux trois fonds WALP étaient égaux aux distributions payables aux porteurs de parts des fonds WALP.

¶ 18 Le 7 décembre 2012, un juge de la Cour supérieure de justice de l'Ontario a prononcé une ordonnance nommant un séquestre de l'actif, des entreprises et des autres biens de certaines entités du groupe FL (dont FLSI).

¶ 19 M. Sutton a témoigné longuement pour sa propre défense et a été contre-interrogé de manière approfondie par le personnel. Il a répondu très franchement à toutes les questions qui lui ont été posées, et la formation d'instruction n'a aucun doute au sujet de sa crédibilité et s'est appuyée sur son témoignage pour décider de l'affaire.

¶ 20 Le seul autre témoin cité par la défense, à part M. Sutton, a été Larry Boyce. Il est un associé de M. Sutton dans la société Sutton Boyce Gilkes Regulatory Consulting Group Inc., qui offre des conseils aux

participants des marchés financiers canadiens au sujet de la conformité avec l'ensemble des lois et règlements applicables. M. Boyce s'est occupé, pendant toute sa carrière, de la conformité avec les règles et règlements en matière financière. Jusqu'à sa retraite, en 2009, il a été vice-président à la conformité de la conduite des affaires de l'OCRCVM et avait occupé un poste semblable à l'Association remplacée par l'OCRCVM, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

¶ 21 L'OCRCVM a cité deux témoins, Edward Varela, chef des enquêtes à l'OCRCVM, et Robert Low, évaluateur d'entreprise.

¶ 22 M. Varela a été responsable de l'enquête sur la conduite de M. Sutton, mission qui lui a été confiée en novembre 2011, à la suite de la transmission du dossier à la Mise en application de l'OCRCVM par le Service de la conformité des finances et des opérations de l'organisme (la CFO), qui était chargé des inspections de conformité de FLSI effectuées sur une base annuelle. M. Varela n'a pas participé aux travaux de la CFO relatifs à FLSI; il ne connaissait pas personnellement cette société et n'était pas au courant des différends entre les parties avant sa nomination.

¶ 23 Les membres du personnel de la CFO qui se sont le plus occupés de FLSI sont Louis Piergeti, William Dines et Maureen Jensen. M. Piergeti était vice-président à la conformité des finances et des opérations, M<sup>me</sup> Jensen, première vice-présidente à la surveillance et à la conformité, et M. Dines, chef de la conformité des finances et des opérations. Ce dernier était la principale personne communiquant avec M. Sutton, bien que M<sup>me</sup> Jensen et M. Piergeti aient également eu de fréquentes interactions avec FLSI. Aucun d'eux n'a été cité, bien qu'on ait dit à la formation d'instruction qu'ils étaient disponibles. On n'a pas donné d'explication à la formation d'instruction à ce sujet. Il appartient aux avocats de décider quels témoins citer.

¶ 24 L'avocat de M. Sutton a invité la formation d'instruction à tirer une conclusion défavorable du défaut de l'OCRCVM de citer ses témoins, particulièrement M. Dines, qui avaient une connaissance personnelle de la controverse ayant conduit aux accusations contre M. Sutton et y avaient été mêlés. La formation d'instruction, pour des motifs qui seront expliqués ci-dessous, a refusé de le faire.

¶ 25 Robert Low a été cité par l'OCRCVM pour donner un témoignage d'expert au sujet de la preuve relative à l'évaluation présentée par FLSI au soutien du prix de 1 \$ attribué aux parts de fonds. Son témoignage sera analysé plus loin dans les présents motifs.

¶ 26 Dans son plaidoyer final, M. DelFrate, au nom du personnel, a correctement décrit la question :

[TRADUCTION] ...la présente affaire concerne la conduite de l'intimé, ce qu'il a fait, ce qu'il n'a pas fait et ce qu'il aurait dû faire. Et en fin de compte, vous devez déterminer si ce qu'il a fait ou n'a pas fait constitue une contravention à l'alinéa 6(c) de la Règle 38.

¶ 27 La position fondamentale du personnel est que M. Sutton a fait défaut de « surveiller le respect des politiques et procédures du courtier membre » en ce qui concerne l'établissement du prix des titres non cotés en question, soit les parts de fonds.

### III. LA NORME DE PREUVE

¶ 28 La formation d'instruction accepte la position selon laquelle la norme de preuve à laquelle doit satisfaire le personnel est la norme civile, soit la preuve suivant la prépondérance des probabilités. Le fait, comme c'est le cas en l'espèce, que les allégations et les conséquences qui découlent de la conclusion que l'intimé a contrevenu aux Règles des courtiers membres de l'OCRCVM sont graves n'a pas pour effet d'élever la norme de preuve au-dessus de la prépondérance des probabilités. Comme il a été statué au paragraphe 28 de la décision rendue par la CVMO le 6 février 2017 dans l'affaire *Re Quadrex Hedge Capital Management Ltd.* :

[TRADUCTION] La cour a fait remarquer, dans l'arrêt McDougall, que la preuve doit toujours être claire et convaincante pour satisfaire au critère de la prépondérance des probabilités. Toutefois, l'exigence d'une preuve claire et convaincante n'élève pas la norme civile de preuve au-dessus de la prépondérance des probabilités.

#### IV. L'ÉTABLISSEMENT DU PRIX

¶ 29 Les parts de fonds ont toutes été émises au prix de 1,00 \$. C'est le prix qui figurait pour les parts de chaque fonds dans tous les relevés mensuels et trimestriels envoyés aux clients de FLSI qui souscrivaient, vendaient ou détenaient des parts de fonds au cours de la période visée par l'accusation, soit de septembre 2009 à octobre 2011. Au cours de cette période, les clients de FLSI ont reçu à tout le moins des relevés trimestriels et, dans beaucoup de cas, des relevés mensuels, et dans chaque cas, le prix indiqué pour les parts de fonds était de 1,00 \$. En fait, le prix de 1,00 \$ n'a jamais changé, sauf dans le dernier rapport financier, daté de novembre 2011, dans lequel était indiquée, au lieu du prix, la mention « non disponible », (ce qui signifie que le prix n'était pas disponible), conformément au paragraphe 7 de la section 3.8.3 du MPP.

¶ 30 La section 3.8.3 du MPP, Établissement du prix des autres titres non cotés, prévoit un processus qui doit être suivi selon ce que M. Sutton appelle une « hiérarchie ». Celui-ci entendait par là que l'on pouvait déterminer le prix approprié d'un titre par divers autres moyens lorsque le premier choix, le prix établi par un marché actif, n'était pas disponible. En bref, la hiérarchie était la suivante, et le chef des finances pouvait s'appuyer sur un ou plusieurs des éléments suivants pour établir le prix des titres non cotés :

- des prix provenant de sources indépendantes faisant état de demandes et d'offres sans lien de dépendance;
- l'information provenant des états financiers de l'émetteur;
- les évaluations des éléments d'actif établies par des tiers;
- les projets d'états financiers courants;
- les évaluations internes effectuées par l'émetteur.

¶ 31 À cet égard, voici le témoignage de M. Sutton :

[Traduction]

1. Le 19 janvier 2017 : page 159, ligne 9 - page 160, ligne 18

R. ... Ma fonction – j'avais deux fonctions en ce qui concerne l'OCRCVM. L'une était de maintenir et de surveiller le capital régularisé en fonction du risque de la société. La seconde était de m'assurer que le prix des parts de fonds était établi correctement.

Q. Mm-humm.

R. Et je le déterminais en respectant la hiérarchie, en fonction du marché actif.

M. DEKKER : Je vais passer à un sujet différent. Il est 15 h 30. Est-ce que ça serait un bon moment pour la pause de l'après-midi?

LE PRÉSIDENT : Nous pouvons faire une pause.

--- Suspension de l'audience à 15 h 23

--- Reprise à 15 h 39

M. DEKKER :

Q. M. Sutton, avant la suspension, vous – nous parlions des états financiers de Wimberly Apartments Limited Partnership de 2007 et de 2008.

R. Oui, Monsieur.

Q. Vous rappelez-vous à quel moment vous les avez reçus?

R. Je les ai reçus, mais autant que je m'en souviens, c'était après que ce dossier a été fermé pour – après que First Leaside a cessé ses activités ou cessé de négocier, donc c'était après cela.

Q. Aviez-vous une opinion sur leur pertinence par rapport à votre travail?

R. Comme je l'ai dit auparavant, selon la hiérarchie, la première chose que je dois déterminer, c'est s'il existe un marché actif, et une fois que j'ai déterminé qu'il existe un marché actif au moyen de l'information provenant d'une source indépendante, et que le marché actif se compose de personnes qui ne sont pas forcées de s'exécuter, qui ne subissent pas de pression, ça s'arrête là. J'ai ma réponse.

2. Le 20 janvier 2017: page 90, ligne 25 - page 91, ligne 25

R. ...Comme je l'ai expliqué hier, l'établissement du prix se faisait selon une certaine hiérarchie. On passait d'un élément à un autre, de haut en bas – c'était la façon dont procédaient l'OCRCVM, et les ACVM et tout le monde – et si le premier élément n'était pas satisfaisant, il fallait passer à l'élément suivant. Le premier élément de la...

Q. Hiérarchie?

R. ...de la hiérarchie – oui – c'était le marché. Était-il actif? Était-il soutenu? Y avait-il un historique? Et l'information était-elle obtenue de sources indépendantes? Si on ne pouvait trouver de réponse à ce point-là, on passait au deuxième élément, puis au troisième – je pense que le troisième élément était l'actif net, auquel il renvoie ici. Ensuite, le quatrième élément, je pense, c'était les évaluations, puis le rendement.

Mais, l'idée est que si on ne pouvait trouver la réponse au sommet de la hiérarchie, il fallait passer à l'élément suivant, puis à l'élément suivant, et ainsi de suite. Donc, il y avait sept façons différentes. Si, après l'examen de ces sept façons, on ne pouvait pas évaluer le titre, il fallait conclure qu'il n'y avait pas de prix disponible. Et selon les IFRS, on pouvait dire qu'il était de zéro. Mais il s'agissait d'une hiérarchie, de sorte qu'il fallait la suivre de haut en bas. Ils font du picorage ici. Ils disent simplement que le chef des finances doit faire cela. En fait, ils ne s'occupent que de deux des éléments à examiner.

¶ 32 La position de M. Sutton a été constante pendant toute la période où il a été chef des finances de FLSI : il y avait un marché actif qui permettait d'établir chaque mois un prix de 1,00 \$ pour les parts des trois fonds, et il n'avait donc pas à examiner les autres modes d'établissement du prix. Voici son témoignage à ce sujet :

3. Le 20 janvier 2017 : page 34, ligne 2 - page 37, ligne 7

Q. Ce que vous venez de dire au sujet de ce que vous faisiez chaque mois, cela s'appliquait-il pendant toute la période visée, c'est-à-dire de septembre 2009 à la fin d'octobre 2011?

R. À toute la période. Toute la période. Jamais – cela s'est appliqué à partir du jour où la société est devenue membre.

Q. En plus de la négociation sur le marché, saviez-vous, au cours de cette période, si les porteurs étaient capables de vendre les parts des trois fonds visés par la présente procédure lorsqu'ils le souhaitaient?

R. Autant que je m'en souviens, chaque fois qu'un client souhaitait vendre, on lui permettait de le faire. J'ai dit hier que je n'ai jamais vu de déclaration dans ComSet, mais surtout, chaque mois, j'allais – je parlais au chef de la conformité et lui demandais : « Y a-t-il eu des problèmes causés par la vente effectuée par un client? » Mais First Leaside, comme je l'ai dit, avait – il y avait beaucoup, beaucoup de millions de dollars, donc il n'y avait jamais de problème. Mais, autant que je m'en souviens – aucune plainte n'a été déposée. Personne n'a été empêché de vendre. Et d'après mon examen des brouillards de négociation, il y avait des clients qui vendaient.

Q. M. Low, dans son rapport d'expert, mentionne le témoignage que vous avez livré en entrevue, et je ne – je l'ai en mémoire, mais – vous dites à un moment donné que David Phillips maintenait le marché pour les titres des trois fonds First Leaside en cause. Que vouliez-vous dire?

R. Ce que je veux dire, c'est – et ça revient à la question que vous avez posée juste avant. Si un client souhaitait vendre et souhaitait vendre au prix indiqué, First Leaside a toujours tenu le prix. Donc, comme un teneur de marché sur la Bourse de Toronto, si un client souhaitait vendre et qu'il y avait un teneur de marché sur ce titre et que personne d'autre ne voulait être du côté acheteur, le teneur de marché – et First Leaside n'était pas teneur de marché, mais elle en jouait le rôle – devait assurer la contrepartie. Donc c'est –

Q. Qu'est-ce que ça veut dire?

R. C'est ce que j'entendais par « assurer la contrepartie » – si un client souhaite vendre, il doit pouvoir vendre à ce prix-là.

Q. Vous avez parlé auparavant d'applications. De quoi s'agit-il?

R. C'est lorsqu'un client individuel – et c'est très courant sur le marché – vend et que l'acheteur est non pas le courtier, mais un autre client. Et cela se produit tout le temps. En fait, les courtiers efficaces – les bons courtiers – et je soutiendrais que les courtiers les plus efficaces sont les gros courtiers indépendants – font cela davantage que les banques.

Q. Comment cela se produirait-il dans le cas qui nous occupe? Comment se ferait une application sur les titres des trois fonds?

R. La société, d'après ce que je comprends, tenait une liste de clients souhaitant acheter. Et s'il n'y avait pas de titres disponibles d'un des fonds sur le marché primaire, la société avait recours à cette liste. Donc, s'il se présentait un client qui souhaitait vendre, la société avait toujours un acheteur.

Q. OK.

R. Et si la société n'avait pas d'acheteur, cela peut prendre un jour ou deux, peut-être une semaine, mais généralement, elle – une société faisant partie du groupe achetait cette position, et elle rendait l'opération du client possible. Mais une application – pour répondre à votre question, est une opération par laquelle le client A vend au client B, sans intervention de la société.

¶ 33 Le paragraphe 1 de la section 3.8.3 du MPP permet ce qui suit en ce qui concerne l'établissement du prix en fonction de l'information provenant de Penson :

### **3.8.3 Établissement du prix des autres titres non cotés**

1. Le chef des finances peut obtenir les prix des titres non cotés des négociateurs de Penson, seulement s'ils sont accompagnés d'un document faisant état d'une source indépendante pour le prix, comme une demande ou une offre provenant d'un courtier ou d'une institution sans lien de dépendance, sous réserve des conditions suivantes :

- le chef des finances obtiendra un prix d'une source indépendante au moins à la fin du mois pour tout titre en portefeuille;
- le chef des finances obtiendra des prix quotidiens d'une source indépendante pour tout titre en portefeuille dont la valeur représente plus de 20 % du capital régularisé en fonction du risque de la fin du mois précédent.

¶ 34 Voici le témoignage de M. Sutton sur la façon dont il respectait cette exigence :

Q. OK. Et que voulez-vous dire par « suivre la liste de haut en bas »?

R. Eh bien, comme je l'ai dit, comment établit-on le prix? On se demande s'il existe un marché public. S'il n'existe pas de marché public, on doit trouver comment établir le prix. Alors on commence – et rappelez-vous que les Règles de l'OCRCVM ont été rédigées pour des états financiers au coût historique – excusez-moi, vous voulez vraiment que je traite cet aspect?

Q. Je souhaite que vous parliez de cette liste. Je veux que vous expliquiez comment cette liste

fonctionne. Je veux dire, si vous – que se passe-t-il si vous obtenez un prix conformément au numéro 1?

R. Quel numéro 1, monsieur?

Q. De la section 3.8.3, intitulée « Établissement du prix des autres titres non cotés ».

R. Bien, alors – le texte dit : « Le chef des finances obtiendra un prix d'une source indépendante au moins à la fin du mois... », si ce prix existe.

Q. OK.

R. Ce prix n'existait pas en l'occurrence, n'est-ce pas ? « ... des prix quotidiens d'une source indépendante ». Eh bien, il n'y avait pas de source indépendante.

Q. Il n'y en avait pas.

R. Il n'y en avait pas. Mais, attendez. On a – quand on parle de source indépendante – il y a bien sûr les rapports de Penson qui sont produits.

Q. OK.

R. Ce – le rapport de Penson qui est produit précise que les titres valent un dollar, ou qu'ils sont négociés à ce prix-là – c'est du moins ce qu'indique la fiche d'ordre qui alimente le système. Ainsi, si une opération est effectuée le 29 et le 30 juin et le 1<sup>er</sup> septembre ou le 1<sup>er</sup> juillet (il s'agit d'un jour férié), si elle est effectuée à un dollar, c'est le prix qui sera indiqué, et ce prix provient de Penson. Ce prix ne provient pas de First Leaside. Comme je l'ai dit, c'est la fiche d'ordre qui indique le coût, et ce coût provient de Penson.

Donc, si la société – si First Leaside venait à vendre à 90 cents, et que c'était la dernière opération, le système de Penson indiquerait la valeur à 90 cents – non, pas la valeur, le prix à 90 cents, c'est la même chose –, c'est la norme pour tout le secteur. Voilà à combien se négocie le titre, et ce chiffre est fourni par Penson.

Q. OK. Et comment cela est-il lié au numéro 1 de la section 3.8.3?

R. C'est exactement ce que dit le texte. Il faut obtenir les prix auprès des négociateurs ou de Penson, et la source est ce que Penson nous fournit.

LE PRÉSIDENT : Donc, pour dire les choses simplement, la source indépendante, c'est la fiche. La source indépendante –

LE TÉMOIN : De fait, c'est la fiche parce que c'est la fiche qui alimente –

LE PRÉSIDENT : Je comprends cela, mais c'est – la fiche est au cœur de cette, de votre divergence avec l'OCRCVM.

LE TÉMOIN : Oui, monsieur.

LE PRÉSIDENT : OK. Merci.

M. DEKKER :

Q. Et la source indépendante pour le prix, quelle est la source indépendante pour le prix en l'occurrence?

R. Il provient de Penson.

Q. OK. Et qu'arrive-t-il si vous obtenez un prix conformément au numéro 1? Qu'en est-il des autres éléments?

R. Ils ne s'appliquent pas.

Q. Et pour quelle raison?

R. Eh bien, si la personne se ravise et se dit qu'elle doit passer en revue les autres éléments pour s'assurer que c'est raisonnable, et les autres éléments, et il en est expressément question dans, vous savez, l'examen à l'intention des chefs des finances et dans la prise de position des ACVM. Ils disent que c'est un dollar. C'est un dollar parce que c'est le prix indiqué sur la fiche d'ordre, le prix auquel l'opération a été effectuée, que les titres proviennent du marché primaire ou du marché secondaire.

On me donne ce document. Maintenant, c'est ma responsabilité d'établir si ce prix est correct. Que dois-je examiner? Et alors la hiérarchie devient – et c'est dans le rapport de Parker Simone dont vous avez déjà traité tous les éléments, à partir du marché actif, jusqu'au bas de la liste.

Q. Et pourquoi y a-t-il une hiérarchie ici? Que se passe-t-il si vous avez un marché actif? Avez-vous besoin –

R. Alors c'est terminé. C'est le prix.

Q. OK.

R. Ça ne peut être rien d'autre pour la simple raison que si quelqu'un achète, par exemple, le 29 et le 30 juin et que quelqu'un achète ou vend le 2 juillet, peu importe que ça soit un achat ou une vente, si le prix est de un dollar, on pourrait – le système indiquera automatiquement un dollar, mais, surtout, lorsque les rapports sont produits le 3, le 4 ou le 5 du mois, ou peu importe le moment où ils sont produits, comment peut-on le changer?

Je veux dire, la Loi sur les valeurs mobilières stipule que la vente s'effectue à un dollar à moins que j'aie un élément de preuve indépendant établissant que ce prix n'est pas correct, et c'est le prix dont nous parlons, cet élément de preuve indépendant pourrait être un marché actif. L'élément de preuve indépendant pourrait être le fait que les états financiers au coût historique doivent être – ils ne sont vraiment pas pertinents dans le monde de l'immobilier. Il faut aussi – il y a une foule d'éléments. Il y a les – je sais que vous allez me le demander, mais il y a les droits variables. Il y a les états financiers, tels qu'ils sont produits.

Q. Eh bien –

R. Est-ce que je parle trop?

Q. J'aimerais savoir... euh... où se situent dans cette hiérarchie les titres des trois fonds First Leaside en cause dans la présente procédure?

R. À la fin? Quand on descend à 5, 6 et – euh, non –

Q. Et le numéro 1? Est-ce que les titres de l'un de ces fonds relevaient du numéro 1?

R. Non.

Q. Non?

R. Euh, j'obtiens un prix d'une source indépendante et je l'obtiens de Penson. Donc, vous avez raison, cela relève du numéro 1.

¶ 35 Il n'y avait pas de preuve directe dans le dossier soumis à la formation d'instruction au sujet de préoccupations de la CFO quant à l'établissement par FLSI du prix des parts de fonds avant le second semestre de 2010, mais un courriel daté du 17 septembre 2010 adressé par M. Dines à ses supérieurs de la CFO indique que celle-ci avait déjà eu des préoccupations. Dans ce courriel, M. Dines renvoie à une étude qu'il avait préparée relativement à « First Leaside », ce qui indique que l'OCRCVM doit avoir eu des doutes au sujet du prix de 1,00 \$ avant septembre 2010. Toutefois, cette étude ne fait pas partie du dossier. La chaîne de courriels, par ordre chronologique, est la suivante :

[TRADUCTION]

**Expéditeur :** Bill Dines  
**Date :** Le vendredi 17 septembre 2010, 16 h 20  
**Destinataires :** Maureen Jensen; Louis Piergeti; Paul Riccardi  
**Objet :** First Leaside/CVMO

J'ai parlé au téléphone à Stephanie Collins, de la CVMO. Je pense qu'elle fait partie de la Mise en application, puisqu'elle a mené des entrevues avec M. Phillips.

Elle a dit qu'il y a anguille sous roche et qu'il y a quelque chose d'irrégulier. Malheureusement, elle peine à trouver une contravention commise par M. Phillips qu'elle pourrait présenter à une audience.

Elle ne sait pas si on peut parler d'une escroquerie à la Ponzi étant donné qu'il y a certains actifs immobiliers. Je suis d'avis qu'il y a des actifs immobiliers (états audités par KPMG), mais ces actifs sont éclipsés par le passif, et le passif croît à mesure que des emprunts sont contractés pour couvrir les énormes pertes d'exploitation. Elle n'a pas mis en doute l'évaluation des actifs immobiliers faite par Marcus Millchap, que j'ai critiquée dans l'Annexe Q de mon document. M. Phillips va lui fournir d'anciennes évaluations (2003 et 2007) effectuées au moment où les emprunts hypothécaires ont été contractés. Elle a reconnu que le marché immobilier du Texas PEUT avoir changé depuis. La CVMO n'a pas encore décidé si elle va obtenir sa propre évaluation indépendante.

J'ai pris un rendez-vous avec elle pour le 30 septembre afin de passer en revue mes réflexions et mes calculs exposés dans l'annexe Q.

Selon son point de vue, les parts sont un stratagème fiscal, et les acheteurs savent dans quoi ils s'engagent.

J'aimerais connaître le point de vue de Jeff Kehoe sur cette situation et savoir s'il pourrait trouver une contravention (en supposant qu'on lui indique un nombre suffisant de nouveaux investisseurs qui paient d'anciens investisseurs).

William R. Dines, CA

Chef de la conformité des finances et des opérations

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

121, rue King Ouest, bureau 1600

Toronto (Ontario) M5H 3T9

-----  
**Expéditrice :** Maureen Jensen  
**Date :** Le 17 septembre 2010, 16 h 22  
**Destinataires :** Bill Dines; Louis Piergeti; Paul Riccardi  
**Objet :** Re : First Leaside/CVMO

Je suis heureuse que vous ayez communiqué avec le personnel de la CVMO. Ils ont besoin d'aide pour savoir où chercher.

Merci pour le bon travail, Bill.

Maureen

-----  
**Expéditeur :** Bill Dines  
**Date :** 2010-09-17, 20 h 51 min 30 s  
**Destinataires :** Maureen Jensen; Louis Piergeti; Paul Ricardi; Jeffrey Kehoe  
**Objet :** Re: First Leaside/CVMO  
**Pièces jointes :** CVMO – Norshield.pdf

Veillez lire l'article ci-joint.

Si la CVMO « peine à trouver une contravention », elle devrait choisir l'avocat qui a remporté du succès devant la formation d'instruction dans l'affaire Norshield.

La CVMO a plaidé que la défenderesse n'a pas informé les investisseurs de la valeur véritable des placements. La formation d'instruction a jugé que la valeur des placements établie par la défenderesse était gonflée artificiellement et donnait une fausse impression... Elle a statué que la défenderesse en était parfaitement consciente.

La valeur de 1 \$ la part est manifestement gonflée, et j'aimerais bien voir comment First Leaside pourrait justifier une valeur générale de 1 \$ devant une formation d'instruction.

Avez-vous des commentaires avant que je leur dise « où chercher »?

Bill

## V. LES ÉVALUATIONS

¶ 36 Selon la position de M. Sutton, qui est manifeste dans le témoignage cité ci-dessus au paragraphe 33, il existait un marché actif pour les parts de fonds, et le montant de 1,00 \$ était le résultat de l'activité sur ce marché actif. Par conséquent, il était d'avis qu'il n'avait pas à poursuivre au-delà de la première étape énoncée à la section 3.8.3 du MPP. Il a bien reconnu qu'il avait effectivement fait certains efforts pour obtenir des évaluations et des états financiers audités, information qui, selon cette section, pouvait être utilisée au lieu du prix sur un marché actif dans le cas où il n'y avait pas de tel prix disponible, mais il a dit que c'était simplement en vue de confirmer le prix de 1,00 \$. Il a poursuivi en disant qu'il n'avait aucune obligation de le faire, maintenant sa position selon laquelle il existait un marché actif, que celui-ci avait établi le prix et que c'était tout ce qu'il lui fallait. Toutefois, à notre avis, rien dans la preuve rassemblée par M. Sutton n'a fourni la confirmation recherchée.

¶ 37 Le personnel a cité Robert B. Low, CPA, EEE, évaluateur d'entreprise de grande expérience, dont le témoignage sur des questions d'évaluation d'entreprise est accepté par les tribunaux judiciaires et administratifs de tout le Canada depuis plus de 30 ans. L'avocat de M. Sutton s'est opposé au témoignage de M. Low au motif qu'il fallait une personne possédant une expérience dans le secteur des placements et une expérience en tant que chef des finances pour exprimer une opinion d'expert au sujet de la norme à laquelle doit se conformer une personne exerçant les fonctions de chef des finances chez FLSI.

¶ 38 La formation d'instruction, après examen, a accepté d'entendre le témoignage de M. Low et a indiqué qu'elle déterminerait ensuite le poids à lui accorder. Nous avons trouvé le témoignage de M. Low utile pour comprendre les évaluations et leurs limites ainsi que les autres opinions sur la valeur qu'il a passées en revue. Toutefois, en ce qui concerne l'opinion qu'il a exprimée au sujet du rendement de M. Sutton comme chef des finances, nous n'en avons pas tenu compte. De toute façon, cette opinion occupait une place négligeable de son témoignage.

¶ 39 M. Low a examiné les rapports indiqués ci-dessous, produits au cours de la période allant de 2009 à juin 2011. Il convient de souligner que M. Sutton ne s'est appuyé sur aucun de ces rapports pour établir le prix de 1,00 \$ la part de fonds. La preuve qui existe sur ce point établit en fait, comme l'indique le témoignage cité

ci-dessus, que M. Sutton se fiait à ce qu'il considérait comme un « marché actif ». En outre et de toute façon, la plus grande partie de ces rapports et des documents connexes n'ont été disponibles que durant les derniers mois de 2011 et ne pouvaient pas être pertinents pour les années antérieures.

¶ 40 Les rapports examinés par M. Low sont les suivants :

1. Une évaluation des immeubles appartenant à Master Sherman et Master Texas, effectuée en 2009, qui établissait que les entités pertinentes dans lesquelles les fonds FL avaient effectué des placements avaient des éléments d'actifs égaux ou supérieurs aux créances des trois fonds;
2. Deux rapports d'experts indépendants sur le prix des parts du fonds First Leaside, soit le rapport de Parker Simone LLP, daté du 25 août 2011, et le rapport de mission d'examen, daté du 11 juin 2011, établi par Sloan Partners LLP (le rapport de Sloan);
3. Les états financiers audités de 2009 et de 2010 du Property's Fund, dans lesquels KPMG donnait une opinion sans réserve sur les états financiers des fonds First Leaside, qui évaluaient les éléments d'actif du fonds à leur pleine valeur et indiquaient des capitaux propres supérieurs à la valeur de 1,00 \$ la part. Ces états financiers audités n'ont été disponibles que durant les derniers mois de 2011.

¶ 41 L'évaluation de 2009 mentionnée était simplement une opinion du courtier sur la valeur, obtenue de Marcus & Millichap Capital Corporation (M & M BOV). Ce rapport de quatre pages ne fournissait pas d'opinion sur la valeur actuelle. Il se présentait plutôt comme une opinion sur les valeurs futures qui seraient obtenues après l'exécution de programmes d'amélioration des immobilisations et de rénovation des immeubles. Pour cette raison et pour d'autres raisons indiquées par M. Low, le rapport de M & M BOV ne peut avoir justifié le prix de 1,00 \$.

¶ 42 S'agissant du rapport de Parker Simone, on peut difficilement l'employer en vue d'établir un prix pour les parts de fonds parce qu'il s'appuie sur l'hypothèse selon laquelle il existait un marché actif pour les parts étant donné que les acheteurs et les vendeurs agissaient sans lien de dépendance et étaient consentants. Il s'agit là d'une hypothèse, qui était fondée sur l'information provenant de la direction et n'était pas conforme aux faits, particulièrement parce qu'il y avait relativement peu d'opérations et qu'elles étaient toutes effectuées par l'entremise de FLSI ou d'une société apparentée à un prix fixe.

¶ 43 Selon M. Low, en vertu des IFRS, un marché actif est un marché sur lequel ont lieu des transactions sur l'actif ou le passif selon une fréquence et un volume suffisants pour fournir de façon continue de l'information sur le prix. Cela n'était pas le cas des parts de fonds achetées et vendues par l'entremise de FLSI après le placement initial.

¶ 44 Enfin, il y avait le rapport de Sloan. Il est censé indiquer la valeur comptable des billets à recevoir telle qu'elle est présentée dans les états financiers pertinents au 31 décembre 2010 :

[Traduction]

Au cours de notre examen, nous n'avons rien relevé qui nous porte à croire que la valeur des billets à recevoir n'est pas, à tous les égards importants, inférieure à la valeur comptable indiquée dans les états financiers audités.

¶ 45 Le rapport ne fournit pas de précisions au sujet de l'information qui a été fournie, ni des recherches, des procédures analytiques et des analyses entreprises par l'auteur de l'examen. La formation d'instruction souscrit à la position de M. Low selon laquelle le rapport de Sloan ne contribue en rien à l'analyse de la valeur des billets à recevoir, et encore moins de la validité du prix de 1,00 \$ pour les parts de fonds.

¶ 46 Grant Thornton Limited (GTL) a été engagée par les avocats du groupe FL pour mener un examen, faire un rapport et formuler des recommandations sur l'actif, les affaires et les activités du groupe FL. GTL a produit le rapport demandé (le rapport), daté du 19 août 2011. GTL y décrivait notamment le système d'information comptable de FLWM de la façon suivante :

[TRADUCTION]

### **Le système d'information comptable de FLWM**

- Nous avons été informés par la direction qu'une fois qu'un investisseur effectue un placement dans le groupe FL, on lui fournit un numéro de compte et un accès privé au système d'information comptable en ligne de FLWM. Le système fait état des placements individuels de chaque investisseur, y compris du rendement calculé, des avantages/déductions fiscaux et des distributions mensuelles reçues;
- Le système fait aussi état de la valeur des placements de chaque investisseur. Pour établir la valeur des parts de chaque fonds LP, le système se fonde sur l'opération la plus récente sur chaque part, mais il ne fait pas perpétuellement un nouveau calcul de la valeur réelle de la part;
- Il existe un marché secondaire limité pour les parts de fonds LP, et la majorité des opérations est effectuée entre des investisseurs souhaitant vendre et FLWM.
- À ce jour, les opérations sont généralement de petite taille, et FLWM a, dans de nombreux cas, acheté les parts à leur prix d'origine (ordinairement 1 \$ la part), sans tenir compte de l'étape où se trouvait la société en commandite dans son cycle d'investissement
- Le prix d'origine des parts rachetées par FLWM peut être plus élevé que la valeur sous-jacente du placement (surtout si l'immeuble en est encore aux premiers stades du cycle d'investissement). La direction nous a expliqué qu'elle effectue sa propre appréciation de la valeur dans chaque cas pour étayer le prix de rachat des placements.

¶ 47 Il faut souligner que le rapport ne fait pas mention de M. Sutton, et il semblerait que celui-ci n'a pas été interrogé par GTL. S'il l'avait été, il n'est pas certain que GTL aurait fait les erreurs qui figurent dans la description du processus d'établissement du prix. M. Sutton a témoigné qu'on ne lui avait pas remis de copie du rapport de GTL et qu'il n'a vu ce rapport qu'une fois la présente procédure engagée.

¶ 48 En résumé, les divers rapports et états financiers n'avaient qu'une pertinence minimale et n'étaient d'aucune utilité pour trancher la question centrale, c'est-à-dire l'utilisation du prix de 1,00 \$ aux termes de la section 3.8.3 du MPP. Cela tient à deux raisons. Premièrement, la plus grande partie de l'information n'était pas à jour dans la mesure où elle portait sur des événements et des prix passés et où une partie de cette information n'avait jamais été vue par M. Sutton ou n'avait été mis à sa disposition que longtemps après les événements. Deuxièmement, plusieurs des rapports se fondent sur des suppositions qui ne sont pas conformes aux faits. Le meilleur exemple est le rapport de Sloan, qui est inutilisable parce qu'il se fonde sur des faits supposés.

¶ 49 Toutefois, fondamentalement, les évaluations et les états financiers ne peuvent pas servir à trancher la question principale pour la simple raison que M. Sutton ne les a pas utilisés pour fixer le prix indiqué dans les rapports financiers envoyés aux investisseurs. Le témoignage de M. Sutton, tant en interrogatoire principal qu'en contre-interrogatoire, est clair et uniforme et il établit fermement quelle était sa méthode pour fixer les prix.

### **VI. LA CONFRONTATION ENTRE M. SUTTON ET LA CFO**

¶ 50 Si ce n'était de la gravité de l'affaire, particulièrement pour les porteurs de parts de fonds, ce qui s'est passé au cours de l'année 2011 aurait quelque chose de burlesque. D'une part, M. Dines et la CFO savaient que le prix de 1,00 \$ ne pouvait être corroboré en tant que prix du marché actuel et savaient que M. Sutton serait très probablement incapable de produire une évaluation qui conclurait que le prix de 1,00 \$ était correct, étant donné l'état du marché immobilier au Texas et ailleurs, et le fait qu'un certain nombre d'immeubles se trouvaient au stade de la rénovation. Le fait que la valeur des éléments d'actif baisse au stade de la rénovation était reconnu et connu de tous les participants, notamment de l'OCRCVM.

¶ 51 Grant Thornton a décrit de la façon suivante, dans son rapport, le fonctionnement du plan d'affaires du groupe FL :

[TRADUCTION]

### Cycle d'investissement dans des immeubles

- Par suite de l'achat d'un immeuble (et du paiement des frais qui y sont liés) et de la mise en œuvre d'un programme de rénovation, l'actif perd généralement de la valeur (taux d'occupation plus faible) durant les premières années et reprend de la valeur une fois la rénovation terminée. Par conséquent, on constate souvent que l'avoir net calculé dans un immeuble est inférieur aux capitaux propres qui ont été obtenus.
- Le tableau suivant présente le modèle d'investissement et le calcul de l'excédent/l'insuffisance d'avoir net annuel :

| En milliers de dollars       | An 1     | An 2     | An 3      | An 4      | An 5      |
|------------------------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Évaluation de l'immeuble     | 8 500 \$ | 9 650 \$ | 11 156 \$ | 12 134 \$ | 12 762 \$ |
| Fonds de roulement           | 747      | 256      | (27)      | (34)      | (0)       |
| Emprunt hypothécaire         | (7 918)  | (7 832)  | (7 741)   | (7 645)   | (7 544)   |
| Valeur nette réelle calculée | 1 329 \$ | 2 074 \$ | 3 388 \$  | 4 455 \$  | 5 218 \$  |
| Capitaux propres obtenus     | (4 287)  | (4 287)  | (4 287)   | (4 287)   | (4 287)   |
|                              | (2 959)  | (2 213)  | (899) \$  | 168 \$    | 930 \$    |

- Ainsi qu'on le voit dans ce tableau, au cours des premières années du cycle d'investissement, il y a un avoir net négatif pour les raisons suivantes :
  - i. L'élément d'actif fait l'objet de rénovations, de sorte que le bénéfice d'exploitation est moindre, ce qui entraîne une évaluation plus faible;
  - ii. Un excédent de capitaux propres a été mobilisé pour couvrir cinq années de distributions, de paiements sur le principal et de frais, pour lesquels les fonds auraient été insuffisants.

¶ 52 Les discussions et la correspondance entre M. Dines et M. Sutton se sont poursuivies durant les derniers mois de 2010 et les premiers mois de 2011, l'OCRCVM insistant pour obtenir des évaluations ou d'autres éléments de preuve justifiant le prix de 1,00 \$ la part. FLSI répondait en promettant de produire diverses évaluations. Toutefois, tel que mentionné ci-dessus, les évaluations ont été produites en retard et étaient inadéquates et incomplètes. L'aboutissement de ces discussions a été une réunion au bureau de Toronto de l'OCRCVM, à laquelle étaient présents, outre M. Dines et M. Sutton, M. Phillips, M. Efraim, Joanna Hampton et M. Boyce, ainsi que les avocats.

¶ 53 On peut dire, sans exagération, que cela a été une réunion particulièrement orageuse. La seule preuve directe au sujet de ce qui s'est passé provient de M. Sutton et de M. Boyce. Il n'est guère utile de la décrire en détail, sauf pour dire qu'elle indique que M. Dines a été discourtois et a rejeté du revers de la main les tentatives de FLSI de satisfaire à ses exigences, et en particulier le rapport de Sloan présenté par FLSI. La réunion s'est terminée dans la confusion, ce qui a amené M. Boyce à écrire à M. Piergeti quelques jours plus tard pour protester contre la conduite de M. Dines et lui demander de retirer ce dernier du dossier de FLSI. Il ne semble pas y avoir eu de réponse à cette demande, mais on peut se faire une idée de la réaction de M. Dines d'après le courriel suivant, envoyé à M. Piergeti et à d'autres personnes à la suite de la réception de la lettre de M. Boyce :

[TRADUCTION]

**Expéditeur :** Bill Dines  
**Date :** 2011-06-29, 17 h 30 min 48 s  
**Destinataire :** Louis Piergeti  
**C. c. :** Ciro Mirabella  
**Objet :** Re : Bill Dines et First Leaside

Merci.

Cela s'ajoutera à la liste de mes réalisations en 2011.

Bill

-----  
**Expéditeur :** Louis Piergeti  
**Date :** Le mercredi 29 juin 2011, 12 h 39  
**Destinataire :** Bill Dines  
**Objet :** FW : Bill Dines et First Leaside

Pour information.

Salutations,

Louis P. Piergeti, CA

Vice-président à la conformité des finances et des opérations

OCRCVM

Tél. : 416 865-3026

Courriel : lpiergeti@iiroc.ca

¶ 54 Après la fin prématurée de la réunion, MM. Dines et Sutton ont eu une longue rencontre seul à seul, au terme de laquelle, d'après M. Sutton, M. Dines lui aurait dit que, si Penson était d'accord pour accepter le rapport de Sloan, le dossier serait fermé.

¶ 55 Nous avons déjà indiqué que, contrairement à ce qu'a demandé l'avocat de M. Sutton, nous ne tirerions pas de conclusion défavorable et que nous expliquerions pour quelle raison en temps voulu. Cette explication est fort simple. Nous estimons que cela n'est pas nécessaire parce que, même en supposant que la promesse a été faite, comme le soutient M. Sutton, M. Dines n'avait aucunement le pouvoir de mettre fin, de sa seule initiative, à la procédure, qui, à ce stade, concernait à la fois la Mise en application de l'OCRCVM et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. À cet égard, il convient de souligner qu'on ne trouve dans le dossier écrit dont nous sommes saisis aucune trace écrite d'une telle promesse. Si elle a été faite, cette promesse ne pouvait être concrétisée, et M. Sutton devait en être bien conscient.

## VII. EXAMEN ET ANALYSE

¶ 56 De ce qui précède, il devrait être apparent que nous sommes d'avis que les moyens d'établir les prix autres qu'à partir du marché actif, qui sont énoncés à la section 3.8.3 du MPP, constituent un leurre en l'espèce. Aucun autre mode véritable d'établissement des prix faisant partie de la hiérarchie de M. Sutton n'a été indiqué au cours des échanges entre l'OCRCVM, le groupe FL et FLSI. Et plus précisément, rien d'autre ne semblait justifier le prix de 1,00 \$, à part l'explication de M. Sutton concernant le caractère approprié de son choix.

¶ 57 Bien que cela ne soit pas tout à fait clair dans le dossier, il semble très probable que le choix de 1,00 \$ a été fait par M. Phillips. En offrant le prix de souscription initial aux investisseurs qui « souhaitaient liquider » leurs placements, pour reprendre les termes employés par un témoin, M. Phillips leur faisait croire qu'ils

pourraient recouvrer leur mise de fonds s'ils le voulaient, mais sans faire de promesses fermes ou contraignantes. Tout était verbal et assujéti au pouvoir discrétionnaire de M. Phillips de mettre fin au programme unilatéralement.

¶ 58 Lorsqu'il a été interrogé au cours de l'enquête, M. Efraim, chef de la conformité, a témoigné de la nature précaire de la promesse et des conséquences que cela pourrait entraîner si les investisseurs pressentaient des problèmes au sein du groupe FL :

[TRADUCTION] Alors, ils se tournent vers leurs clients et leur disent « Vous savez quoi? Nous venons de nous rendre compte que ces immeubles ne permettent pas de vous verser des intérêts de 9 %. » Et alors tout le monde dit « Rendez-moi mon argent ». Et, paf, on se retrouverait dans la situation où nous sommes maintenant. Au moins, nous avons arrêté de vendre ces titres.

¶ 59 La sécurité découlant de la promesse non écrite tacite de racheter les titres à 1,00 \$, jointe à l'historique des paiements effectués sur plusieurs années, fournissait la sécurité bien nécessaire dont le groupe FL avait besoin pour combler les lacunes au moment où l'avoir net dans les entreprises qui avaient fourni les billets à ordre aux fonds WALP diminuait au cours du cycle d'investissement. Malheureusement, les périodes défavorables semblent avoir été beaucoup plus longues et difficiles que prévu, surtout en raison des problèmes financiers qui existaient alors à l'échelle nationale et internationale.

¶ 60 En 2010 ou peut-être plus tôt, il est devenu manifeste que le groupe FL faisait face à des difficultés financières qui deviendraient insurmontables s'il ne pouvait maintenir la confiance de ses investisseurs. M. Sutton devait savoir qu'il en était ainsi, comme M. Dines savait que le chiffre de 1,00 \$ n'était pas un indicateur véritable et que quiconque se fiait à ce chiffre était induit en erreur. La question qui se posait était de savoir qui agirait en premier. Clairement, M. Dines voulait que FLSI agisse en premier et laisse tomber le prix de 1,00 \$. M. Sutton soutenait bravement, quoique de façon irrationnelle, que le chiffre de 1,00 \$ était un prix dérivé du marché. Il s'en est tenu à cette idée même s'il était conscient que c'était une mauvaise approximation qui provenait de M. Phillips et qui n'était en rien fondée sur une quelconque activité du marché.

¶ 61 La formation d'instruction n'est pas du tout convaincue qu'il y a eu un marché secondaire actif pour les parts de fonds. La preuve montre qu'il n'y avait pas suffisamment de ventes régulières pour constituer un marché, et encore moins un marché actif. Des opérations peu fréquentes à un prix fixe, établi par l'émetteur des parts de fonds dans le seul but de maintenir le prix et d'utiliser les fonds qui ont été obtenus auprès d'autres investisseurs pour ces achats ne sont pas caractéristiques d'un marché actif. Le prix fixe a été établi non pas par la valeur intrinsèque du titre ni par les opérations d'acheteurs et de vendeurs sans lien de dépendance, mais par la volonté de M. Phillips de préserver le groupe FL<sup>2</sup>.

¶ 62 Surtout, la position adoptée par M. Sutton, selon laquelle cela constituait un marché actif, compromet l'objectif de la réglementation, qui est de veiller à ce que les investisseurs aient l'information nécessaire pour prendre des décisions de placement éclairées. Non seulement ils n'avaient pas d'information exacte au sujet de la valeur actuelle de leur placement, cette information n'étant pas disponible, mais les renseignements dont ils disposaient visaient à leur faire croire que leur placement valait plus qu'il ne valait réellement.

¶ 63 Par conséquent, la décision que nous avons prise était à la fois évidente et difficile. M. Sutton a tenté de façon énergique, mais, estimons-nous, honorable, de persuader l'autorité de réglementation, et finalement la formation d'instruction, que son interprétation d'un marché actif était suffisamment fondée pour ne pas constituer une contravention à l'alinéa 6(c) de la Règle 38 des courtiers membres de l'OCRCVM. Nous avons conclu qu'il n'y est pas parvenu et jugeons donc que M. Sutton a contrevenu à l'alinéa 6(c) de la Règle 38 des

---

<sup>2</sup> En outre, même s'il y avait eu un marché actif, l'Énoncé de principe 7 établit clairement qu'on ne peut légitimement s'appuyer sur l'information concernant le prix du titre fournie par FLSI elle-même, en raison de sa part de marché ou de son activité de négociation comme teneur de marché sur un titre donné. Ce concept est reconnu au paragraphe 1 de la section 3.8.3 du MPP, qui exige « une source indépendante pour le prix ». Le prix attribué aux parts par Penson ne faisait que refléter ce que FLSI avait dit et ne peut donc être considéré comme indépendant.

courtiers membres.

¶ 64 Nous nous sentons obligés d'aborder un point soulevé dans le plaidoyer final de M. Dekker, à savoir que les personnes exerçant des fonctions de réglementation dans le secteur des valeurs mobilières devraient bénéficier d'un certain degré d'immunité pour les erreurs qu'elles commettent lorsqu'elles agissent de bonne foi et avec une diligence raisonnable. Son raisonnement était le suivant :

[TRADUCTION]

196. Particulièrement en ce qui concerne la question de l'établissement du prix des titres – un domaine dans lequel, au cours de la période des faits reprochés, l'OCRCVM et les ACVM ont expressément reconnu la nécessité d'exercer un jugement fondé sur des motifs raisonnables – la norme établie par la réglementation devrait être le caractère raisonnable et la question de savoir si le jugement a été exercé de bonne foi et avec une diligence raisonnable.

***Carbonelli (Re)*, 2012 OCRCVM 56, aux paragraphes 115 à 121 – Recueil de textes de l'intimé, onglet 2**

***YBM Magnex International Inc. (Re)*, 2003, 26 OSCB 5285, aux paragraphes 164 à 186 – Recueil de textes de l'intimé, onglet 19**

¶ 65 La question en l'espèce, ainsi qu'il a été dit maintes fois, est simplement la suivante : M. Sutton a-t-il manqué à ses obligations à titre de chef des finances, en ne faisant pas le nécessaire pour que le prix des parts de fonds soit correctement établi au cours de la période allant de septembre 2009 à octobre 2011? Pour trancher cette question, il fallait se demander si l'intimé a respecté les règles financières de l'OCRCVM applicables à l'établissement du prix des titres. La formation d'instruction devait aussi entendre ce que M. Sutton avait à dire à cet égard. Nous acceptons le témoignage de M. Sutton et, sur le fondement de ce témoignage, nous avons conclu qu'il n'avait pas respecté les règles financières applicables.

¶ 66 L'avocat de M. Sutton dénonce le fait qu'aucun expert n'a témoigné au sujet de l'établissement des prix par les chefs de la conformité. Nous ne souscrivons pas à cette position. Nous n'avons eu aucune difficulté à comprendre le témoignage de M. Sutton et sa description de ce qu'il a fait.

¶ 67 M. Dekker invoque l'affaire *Carbonelli* à l'appui de sa position selon laquelle on aurait dû citer un expert à témoigner dans la présente affaire. Toutefois, cette affaire est à l'opposé de l'espèce, puisque c'est la formation dans l'affaire *Carbonelli* qui jugé l'intimé non coupable parce que, entre autres, on ne lui avait pas fourni de témoignage d'expert au sujet des autres mesures que l'intimé aurait dû prendre. En l'espèce, c'est M. Sutton qui soutient que la conduite qu'il a adoptée était acceptable. Toutefois, il n'a pas cité d'expert à témoigner pour soutenir cette position. C'est à lui qu'il incombe de le faire. L'affaire *Carbonelli* n'est d'aucun secours pour l'intimé.

¶ 68 M. Dekker invoque également une pratique utilisée aux États-Unis, particulièrement durant les procédures devant la *Securities and Exchange Commission* (SEC), au soutien de sa position selon laquelle le personnel de conformité, qui, selon lui, comprend les chefs des finances assujettis à la réglementation de l'OCRCVM, [TRADUCTION] « ne devrait pas avoir à craindre des procédures de mise en application lorsqu'il s'acquitte de ses obligations avec diligence, de bonne foi et conformément à la loi ».

¶ 69 Au soutien de cette position, l'intimé invoque l'extrait suivant d'un discours prononcé en 2015 par Andrew Ceresney, directeur de l'application de la loi à la SEC :

[TRADUCTION] Elle a dit que les agents de conformité ne devraient pas craindre de procédure de mise en application lorsqu'ils s'acquittent de leurs obligations avec diligence, de bonne foi et conformément à la loi. Cela est toujours vrai. Vous devriez savoir que nous, à la Mise en application et à la Commission, prenons très au sérieux la question de savoir s'il faut tenter une poursuite contre un chef de la conformité et l'examinons avec beaucoup d'attention. Nous réfléchissons longuement avant de décider d'intenter une poursuite. Lorsque nous décidons de le

faire, c'est que les faits montrent que la conduite du chef de la conformité a franchi une ligne de démarcation claire. Comme je l'ai déjà dit, lorsque nous intentons des procédures contre des chefs de la conformité, elles se divisent généralement en trois catégories.

La première catégorie comprend les affaires dans lesquelles des chefs de la conformité affichent nettement une conduite fautive sans lien avec leur fonction de conformité...

Nous poursuivons également les chefs de la conformité qui cherchent à entraver le travail du personnel de la Commission ou à l'induire en erreur...

La troisième catégorie de procédures que nous intentons contre des chefs de la conformité comprend les cas où le chef de la conformité a totalement fait défaut de s'acquitter de ses responsabilités...

**2015 National Society of Compliance Professionals, National Conference: Keynote Address by Andrew Ceresney, directeur, Division de la mise en application, 4 novembre 2015 – Recueil de textes de l'intimé, onglet 20**

¶ 70 La formation d'instruction souscrit en principe à la prise de position de la SEC et aux opinions qui la sous-tendent. Toutefois, cette position ne s'applique pas à l'espèce. Le processus que devait suivre M. Sutton est clairement exposé à l'alinéa 6(c) de la Règle 38 des courtiers membres et à la section 3.8.3 du MPP. Il ne l'a pas suivi et a omis d'indiquer, au lieu du prix des titres, la mention « Prix non disponible », privant ainsi les investisseurs d'une information à laquelle ils avaient droit et de la protection qu'une telle information leur aurait fournie. Dans ces circonstances, le fait de lui accorder l'immunité serait contraire à l'objectif visé par la surveillance de l'établissement du prix des titres par un chef des finances.

**VIII. DÉCISION**

¶ 71 La formation d'instruction a conclu que M. Sutton n'a pas veillé à ce que les prix des parts de fonds soient établis correctement, et par conséquent, la contravention suivante alléguée par le personnel

Au cours de la période allant de septembre 2009 à octobre 2011, l'intimé, chef des finances de First Leaside Securities Inc. (FLSI), n'a pas veillé à faire en sorte que le prix des produits de fonds exclusifs recommandés et placés par FLSI soit établi correctement, en contravention de l'alinéa 6(c) de la Règle 38 des courtiers membres de l'OCRCVM

a été établie. Elle juge donc que M. Sutton a contrevenu à l'alinéa 6(c) de la Règle 38 des courtiers membres de l'OCRCVM.

¶ 72 Au besoin, une audience sur les sanctions sera tenue à une date et en un lieu à déterminer.

¶ 73 Les membres de la formation d'instruction tiennent à remercier tous les avocats pour leur travail dans la présente affaire. Le produit de leur travail et leurs observations orales ont été d'une grande utilité.

**FAIT** le 5 juillet 2017.

John Lorn McDougall

Président

Richard E. Austin

Membre de la formation

Peter Gribbin

Membre de la formation

**ANNEXE A**  
**PROCESSUS, FACTEURS ET MÉTHODES EMPLOYÉS**  
**POUR APPLIQUER LA SECTION 3.8.3 DU MPP**  
**ÉTABLISSEMENT DU PRIX DES AUTRES TITRES NON COTÉS**  
**POUR FIRST LEASIDE SECURITIES INC.**

Le présent document vise à décrire les processus, les facteurs et les méthodes employés par First Leaside Securities Inc. (**FLSI**) pour établir le prix des parts de fiducie (les **parts de fiducie**) de First Leaside Properties Inc. (le **Properties Fund**).

**HISTORIQUE DE L'ACQUISITION PAR LE PROPERTIES FUND DES BILLETS DE MASTER SHERMAN**

Le Properties Fund a effectué son premier appel public à l'épargne en 2009 et a acquis, avec le produit net, diverses catégories et séries de billets à ordre (désignés ensemble comme les **billets**), émis par FL Master Sherman, Ltd. (**Master Sherman**), autre émetteur assujéti. Les catégories et séries de parts de fiducie émises par le Properties Fund correspondent à la catégorie et à la série de billets émis par Master Sherman à compter de la date où les parts de fiducie visées ont été émises. Master Sherman employait les fonds reçus du Properties Fund en contrepartie de l'émission des billets pour acquérir divers biens immobiliers productifs au Texas. C'est le revenu tiré de ces biens qui permet à Master Sherman d'effectuer les versements voulus en vertu des billets au Properties Fund, qui en distribue ensuite le produit aux porteurs de ses parts de fiducie.

**LA MÉTHODE D'ÉTABLISSEMENT DU PRIX**

Le chef des finances de FLSI (le **chef des finances**), après avoir consulté la haute direction de FLSI (la haute direction) déterminera au départ le prix d'une part de fiducie en fonction du prix auquel se négocient les parts de fiducie sur un marché actif. Si cette détermination du prix n'est pas possible, le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, déterminera si la juste valeur de l'actif de Master Sherman est suffisante pour soutenir le principal des billets et, sur le fondement de cette détermination, attribuera un prix par part de fiducie sur le fondement des facteurs et de la manière exposés dans le présent document.

**LES TITRES NON COTÉS**

Étant donné que les parts de fiducie ne sont inscrites à la cote d'aucune bourse ni cotées sur aucun système de cotation, FLSI a déterminé que les parts de fiducie sont assujétiées à la section 3.8.3 du Manuel des politiques et procédures de FLSI (le **MPP**).

**LA PÉRIODE D'EXAMEN**

Conformément au paragraphe 3 de la section 3.8.3 du MPP, le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, a déterminé que la période d'examen appropriée pour les parts de fiducie est trimestrielle, à moins que les circonstances ne justifient une période plus courte.

**L'UTILISATION DES ÉTATS FINANCIERS**

Conformément au paragraphe 4 de la section 3.8.3 du MPP, le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, a déterminé qu'il ne convient pas d'établir le prix d'une part de fiducie sur le seul fondement de la valeur liquidative du Properties Fund indiquée dans ses derniers états financiers audités. Le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, a déterminé que : (a) l'actif du Properties Fund n'est pas d'une nature telle que les états financiers à eux seuls peuvent donner une image exacte de sa valeur ; (b) les états financiers du Properties Fund (audités ou non audités) doivent être pris en compte, mais ne doivent pas être le seul facteur à prendre en considération pour établir le prix des parts de fiducie.

**L'UTILISATION ET LA NÉCESSITÉ DES ÉVALUATIONS**

Dans le cadre du processus et de la méthodologie d'établissement du prix d'une part de fiducie, le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, peut aussi tenir compte des évaluations des immeubles faites par Master Sherman de la manière exposée au paragraphe 5 de la section 3.8.3 du MPP.

Les évaluateurs indépendants sont des professionnels expérimentés, reconnus à l'échelle nationale et compétents pour l'évaluation professionnelle d'immeubles d'habitation dans les régions géographiques des immeubles possédés par Master Sherman. Conformément aux IFRS, on exerce un jugement professionnel pour déterminer l'ampleur et la fréquence des évaluations indépendantes.

### **LES FACTEURS DONT LE CHEF DES FINANCES DOIT TENIR COMPTE POUR ÉTABLIR LE PRIX**

Le paragraphe 6 de la section 3.8.3 du MPP prévoit ce qui suit : [TRADUCTION] « 6. *Le chef des finances obtiendra, après en avoir fait la demande, des documents suffisants pour garantir que les valeurs attribuées sont raisonnables et conservera ces documents attestant les valeurs attribuées.* »

Le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, a déterminé que le paragraphe 6 de la section 3.8.3 du MPP lui confère le pouvoir d'obtenir et d'examiner les autres documents, dossiers et renseignements qui, selon l'opinion qu'il s'est faite de manière raisonnable, peuvent être nécessaires pour établir le prix d'une part de fiducie. Le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, est chargé de déterminer de manière raisonnable le poids relatif à attribuer à chacun des facteurs ci-dessous.

#### **(a) Opérations sur le marché secondaire**

Au départ, le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, examinera le volume et le prix des opérations sur les parts de fiducie effectuées sur le marché secondaire entre des tiers sans lien de dépendance et les parts de fiducie acquises par un membre du First Leaside Group, en vue de déterminer s'il existe un marché actif pour les parts de fiducie. Le chef des finances fera cette détermination de manière raisonnable après avoir consulté la haute direction. S'il détermine qu'il existe un marché actif pour la négociation des parts de fiducie, le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, attribuera un prix par part de fiducie en conséquence.

#### **(b) Facteurs subséquents relatifs à l'établissement du prix**

Si le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, est incapable de déterminer qu'il existe un marché actif pour la négociation des parts de fiducie, il pourra, de manière raisonnable et après avoir consulté la haute direction, examiner notamment les documents, dossiers et renseignements suivants pour déterminer le prix par part de fiducie :

##### **(i) Analyse des flux de trésorerie**

Le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, peut aussi utiliser la méthode de l'analyse des flux de trésorerie pour déterminer le prix par part de fiducie. Les cas échéant, les éléments d'actif de Master Sherman doivent être évalués à leur juste valeur, laquelle est déterminée sur le fondement de l'information disponible sur le marché à la date de l'examen. La juste valeur de chaque immeuble de Master Sherman est fondée, notamment, sur les revenus de location liés aux baux en cours et sur des hypothèses au sujet des revenus de location liés aux baux futurs en fonction des conditions du marché à la date de l'examen, moins les sorties de trésorerie futures estimatives à l'égard de ces immeubles. Pour déterminer la juste valeur, le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, obtient de l'information lui permettant de déterminer s'il peut utiliser les prix actuels dans un marché actif pour des immeubles similaires qui se trouvent dans le même secteur et le même état et pour lesquels des baux et autres contrats similaires ont été signés.

Cette information est obtenue au moyen de documents, de dossiers et de renseignements concernant notamment : (a) les discussions en cours avec Leaders Property Management Services, Inc. (**Leaders**), société de gestion immobilière engagée par Master Sherman pour ses immeubles de placement, au sujet de

la gestion et de l'exploitation quotidiennes des immeubles; (b) les encaissements et les décaissements pour tous les immeubles; (c) les flux de trésorerie pour chaque immeuble (excédent ou décaissements si nécessaire); (d) les dépenses en immobilisations prévues et planifiées pour les immeubles (et les fonds nécessaires, le cas échéant); (e) les taux d'occupation des immeubles et les revenus tirés de ceux-ci; (f) les rapports sur les activités de location établis par Leaders.

Ces rapports peuvent comprendre le nombre de nouveaux baux par semaine, les avis de déménagement reçus et les pourcentages d'occupation et de location effectifs; (g) les documents imprimés concernant les taux de location et la conjoncture économique des régions de Sherman et de Dallas au Texas; (h) les prévisions établies par la direction concernant l'exploitation des immeubles de Master Sherman et les renseignements concernant l'état des divers projets d'immobilisations de Master Sherman. Ces facteurs peuvent comprendre des mises à jour sur les appartements qui font l'objet de rénovations dans les immeubles de Master Sherman, mises à jour qui peuvent indiquer notamment le nombre d'appartements en cours de rénovation, de la date d'achèvement prévue, la situation de location des appartements rénovés, y compris le montant du loyer brut, le différentiel de location (le cas échéant) et les concessions comme les incitatifs à l'emménagement (le cas échéant).

#### **(ii) L'approche fondée sur les bénéfices**

Le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, peut aussi utiliser l'approche fondée sur les bénéfices pour déterminer le prix par part de fiducie.

Selon cette approche, on estime la juste valeur en capitalisant les revenus de location nets que l'immeuble pourra raisonnablement produire au cours du reste de sa durée de vie économique. L'approche fondée sur les bénéfices se fonde sur la méthode du taux global de capitalisation, selon laquelle le bénéfice d'exploitation net est capitalisé au taux global de capitalisation requis.

Ces renseignements sont obtenus au moyen de documents, de dossiers et de renseignements concernant notamment : (a) les taux de capitalisation actuels pour des immeubles équivalents dans la région de Sherman, au Texas; (b) les revenus de location nets tirés des immeubles de Master Sherman.

#### **(iii) Les rapports d'analyse du marché**

Pour déterminer le prix d'une part de fiducie, le chef des finances peut examiner les mises à jour fournies par la haute direction sur son analyse courante des marchés immobiliers du Texas. Cette analyse comprend les offres et les ventes d'immeubles comparables, qui servent d'indicateur des points forts/faibles du marché immobilier du Texas par rapport à la valeur des immeubles de Master Sherman, ainsi que des comparaisons et des tendances relatives à la conjoncture économique qui pourraient avoir une incidence sur les éléments d'actif immobilier de Master Sherman à court et long termes.

#### **(iv) Les conditions générales du marché et les rendements de titres comparables**

Le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, peut aussi tenir compte des conditions générales du marché et des rendements de titres comparables pour déterminer si le prix de la part de fiducie doit faire l'objet d'une prime ou d'une décote.

### **LES HYPOTHÈSES CRITIQUES RELATIVES À L'ÉTABLISSEMENT DU PRIX DES PARTS DE FIDUCIE**

Les hypothèses critiques du chef des finances et de la haute direction relatives aux estimations de la juste valeur des immeubles de placement portent notamment sur le nombre d'opérations sur le marché secondaire et leur volume en dollars afin que l'on puisse déterminer s'il existe un marché actif pour les parts de fiducie, les contreparties aux opérations, le règlement des opérations sur le marché secondaire au comptant, la réception des loyers contractuels, les loyers du marché futurs prévus, les taux de renouvellement, les besoins en maintenance, les dépenses en immobilisations, les taux d'intérêt, les taux de capitalisation ainsi que les prix actuels et récents des placements immobiliers. Si des changements

considérables sont apportés à ces hypothèses ou à la conjoncture économique régionale, nationale ou internationale, la juste valeur des placements immobiliers peut changer de façon importante. Le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, peut aussi examiner ces hypothèses lorsqu'il établit le prix des parts de fiducie.

### **LA DÉTERMINATION DU PRIX**

Sur la base de ce qui précède, si le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, peut déterminer qu'il existe un marché actif pour la négociation des parts de fiducie, le prix des parts de fiducie doit être établi en conséquence. Dans le cas contraire, le chef des finances, après avoir consulté la haute direction, déterminera si la juste valeur des éléments d'actif de Master Sherman est suffisante pour soutenir le principal des billets et, dans l'affirmative, il attribuera à la part de fiducie un prix au moins égal à la valeur comptable des billets figurant dans les derniers états financiers intermédiaires non audités et les derniers états financiers annuels audités du Properties Fund. Si le chef des finances ne peut pas déterminer que la juste valeur des éléments d'actif de Master Sherman est suffisante pour soutenir le principal des billets, il ajustera la valeur de la part de fiducie en conséquence.

### **LE COMITÉ D'ÉVALUATION**

Dans l'avenir, FLSI pourra établir, conformément aux pratiques exemplaires, un comité d'évaluation chargé d'examiner le prix d'une part de fiducie fixé chaque trimestre ou pour toute autre période qui sera jugée indiquée dans les circonstances.

© 2017 *Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières. Tous droits réservés.*