

## Chapitre 10

# Analyse des rapports de recherche utilisés dans le cadre des délibérations du Groupe de travail

10.1 Le Groupe de travail a jugé que son mandat devait s'articuler autour des réponses obtenues relativement à un certain nombre de domaines d'enquête décrits ci-dessous. Pour tenter de comprendre ces domaines ainsi que les tendances futures et les enjeux, nous avons sollicité l'aide d'universitaires et d'autres experts pour effectuer une analyse approfondie de ces questions. Une liste des chercheurs et un court résumé du but de leurs recherches sont présentés ci-après. Nous avons également inclus à l'annexe 10-A de ce chapitre une description plus détaillée des questions que chaque auteur avait été invité à explorer.

### **Caractéristiques des marchés financiers canadiens**

10.2 Avant d'étudier quelles mesures pourraient servir à moderniser les marchés financiers canadiens et à en améliorer la compétitivité, il semblait important que le Groupe de travail ait une idée générale de ce qui distingue essentiellement le marché canadien de celui de ses principaux concurrents.

#### *Recherche sous-jacente*

10.3 Le concours des professeurs Randal Morck et Bernard Yeung a été sollicité à cette fin. Leur étude portait principalement sur les caractéristiques en matière de gouvernance de notre marché et de ceux des États-Unis et du Royaume-Uni. De plus, le professeur Christopher Nicholls a présenté un document qui brossait un tableau des particularités des marchés financiers canadiens. La professeure Anita Anand a quant à elle exploré la question d'équilibre entre les émetteurs et les investisseurs sur le plan de la réglementation des valeurs mobilières à la lumière des caractéristiques des marchés financiers canadiens.

### **Comprendre les changements qui s'opèrent dans les marchés concurrents**

10.4 Si nous voulons moderniser la réglementation des valeurs mobilières au Canada, nous devons comprendre les changements qui s'opèrent à ce chapitre dans les principaux marchés avec lesquels le Canada rivalise. Quels sont ces changements et d'où viennent-ils? Y aurait-il des répercussions positives ou négatives – tant pour le marché visé que pour le Canada en tant que marché concurrent? Quelles mesures le Canada a-t-il mis en œuvre pour moderniser son marché?

#### *Recherche sous-jacente*

10.5 Pour répondre à ces questions, nous nous sommes basés sur l'analyse faite par Linklaters en ce qui concerne la question des changements touchant la réglementation des valeurs mobilières au Royaume-Uni et dans l'Union

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

européenne, sur celle fournie par Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP pour ce qui est des changements touchant la réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis et sur celle formulée par Stikeman Elliott S.E.N.C.R.L., s.r.l. en ce qui a trait aux changements touchant la réglementation des valeurs mobilières au Canada; ces analyses figurent au chapitre 3 et à l'appendice D.

### Les caractéristiques d'un marché financier compétitif

10.6 Avant de songer aux façons d'améliorer la compétitivité des marchés financiers canadiens, il faut comprendre ce qui rend un marché financier compétitif. Nous sommes partis du principe que pour qu'un marché financier soit compétitif, un juste équilibre entre la protection des investisseurs et la facilité d'accès des émetteurs au marché doit être atteint.

10.7 Le Canada se situe entre un marché financier qui a historiquement été axé sur la protection des investisseurs et qui est largement perçu comme étant assujéti à une réglementation excessive (soit celui des États-Unis) et un marché moins réglementé (sur le plan des règles prescriptives) que le sien (soit celui du Royaume-Uni).

10.8 Alors que les États-Unis tentent de devenir un marché moins « intimidant » (sans pour autant compromettre leur intégrité réglementaire), le Royaume-Uni a trouvé quant à lui, grâce à la décision prise par la Bourse de Londres de confier la réglementation de son Alternative Investment Market (« AIM ») à des « conseillers désignés » ou « Nomads », une solution de rechange intéressante pour l'inscription des titres. Quelle incidence ces mouvements importants peuvent-ils avoir sur l'attrait des marchés financiers du Canada?

### Recherche sous-jacente

10.9 Le professeur Adam Pritchard nous a fourni un rapport de recherche sur le concept d'« émetteur établi bien connu » (« EEBC ») adopté aux États-Unis dans le cadre des récentes mesures de réforme du régime de placement qui ont cours dans ce pays. En bref, la désignation d'EEBC permet à un émetteur d'accéder aux marchés financiers américains plus rapidement et plus efficacement grâce au régime de prospectus rédigés librement et sans examen de la Securities and Exchange Commission des États-Unis. Le professeur Pritchard a examiné la façon dont le concept d'EEBC pourrait être appliqué dans les marchés financiers canadiens.

10.10 Le professeur Stéphane Rousseau a examiné la mesure dans laquelle l'AIM a réussi à attirer des investisseurs et des émetteurs, surtout canadiens. Il s'est également penché sur la question de savoir si le concept de conseiller désigné et le fait de confier la réglementation à un tiers dans le cadre d'un régime de réglementation fondé sur des principes pouvaient ou devaient être appliqués au Canada.

10.11 Pour tenter de comprendre l'attrait que représente l'AIM pour les émetteurs, les professeurs John Broad, Alfonso Dufour, Charles Sutcliffe et Stephen Wells ont effectué une analyse quantitative de l'effet que pouvait avoir sur le cours des actions l'inscription de sociétés à la fois à la cote de l'AIM et de la TSX.

10.12 Des études plus générales sur les caractéristiques des marchés financiers compétitifs et sur le rôle que joue la réglementation des valeurs mobilières au chapitre de leur promotion ont été préparées par les professeurs Eric Kirzner et Mark Gillen, respectivement. Comme il a été décrit ci-dessus, le professeur Christopher Nicholls a brossé un tableau des particularités des marchés financiers canadiens et de la réaction du Canada au vent de réforme soulevé par l'avènement de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis.

10.13 Le professeur Douglas Cumming a analysé le caractère concurrentiel des marchés financiers du Canada en cherchant à déterminer si les sociétés canadiennes se voyaient obligées de lancer prématurément un premier appel public à l'épargne en raison d'un manque de financement par capital de risque.

---

## Règles ou principes?

10.14 Le débat opposant les régimes axés sur des principes aux régimes axés sur des règles a fait couler beaucoup d'encre, et plus récemment dans le contexte d'un rapprochement entre les normes comptables suivies au Canada et celles en vigueur ailleurs. Les régimes fondés sur des règles encouragent-ils une approche en matière de conformité qui ne consiste qu'à cocher des cases sur une liste de contrôle et laissent-ils entrevoir des façons de se soustraire à ces règles? Dans l'affirmative, ce risque est-il largement contrebalancé par la reconnaissance du fait que les entités réglementées doivent pouvoir compter sur des règles clairement établies et qu'un tel régime favoriserait pour bon nombre d'entre elles une conformité volontaire?

10.15 L'analyse des différentes façons de concevoir un régime de réglementation des valeurs mobilières soulève le même débat. Pour formuler des recommandations au sujet de la *modernisation* du régime de réglementation des valeurs mobilières, il faut de toute évidence déterminer s'il est utile de faire une distinction entre des règles et des principes. La modernisation impliquerait-elle de s'assurer que le régime privilégie une orientation plutôt qu'une autre?

10.16 Cette distinction entre les règles et les principes a-t-elle sa raison d'être? Dans l'affirmative, quel type de régime devrait l'emporter au Canada? Comme la crédibilité d'un modèle de réglementation tient à sa mise en application, y a-t-il plus de chance qu'un régime fondé sur des principes ou sur des règles fasse l'objet d'une observation volontaire ou soit appliqué plus efficacement?

### *Recherche sous-jacente*

10.17 Le professeur Lawrence Cunningham a fourni au Groupe de travail une étude portant sur l'utilisation de règles plutôt que de principes dans l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada et aux États-Unis et sur l'efficacité relative de procéder en ce sens.

## Le rôle des entités de surveillance dans la réglementation des valeurs mobilières

10.18 Le fait que la Bourse de Londres fasse appel à des conseillers désignés (Nomads) comme entités de surveillance soulève la question de savoir comment on pourrait confier à des tiers la fonction assurée par les organismes de réglementation traditionnels d'une manière qui favoriserait le bon fonctionnement du régime. Comme les ressources sont surtaxées, y aurait-il lieu de confier certains volets de la réglementation à d'autres organismes que les entités d'autorégulation à qui ils sont actuellement destinés? Au nombre de ceux qui agissent officiellement à titre d'entités de surveillance de l'intégrité des différents aspects des marchés financiers figurent : les vérificateurs, les analystes, les agences de notation, les avocats en valeurs mobilières, les preneurs fermes et les représentants inscrits qui agissent comme conseillers auprès des épargnants. Dans la mesure où certaines de ces autres entités de surveillance exercent déjà cette fonction et font partie du filet de réglementation, le public saisit-il bien leur rôle, s'acquittent-elles efficacement de celui-ci et y a-t-il place à l'amélioration?

### *Recherche sous-jacente*

10.19 La professeure Stephanie Ben-Ishai s'est penchée sur les questions soulevées ci-dessus au sujet des entités de surveillance dans le cadre d'un sondage portant sur le rôle qu'elles jouent de façon générale dans le cadre du régime canadien de réglementation des valeurs mobilières, et le professeur Stephen Choi s'est attardé aux analystes en placement et au rôle que jouent ces derniers à titre d'entités de surveillance.

### **Innovation en matière de réglementation**

10.20 Quelles mesures pourrait-on prendre pour concevoir une nouvelle façon de mettre en relief les marchés financiers canadiens par rapport à ceux des autres territoires?

#### *Recherche sous-jacente*

10.21 Des travaux ont été entrepris à cet égard par les professeurs Tom Baker et Harry Panjer; ces travaux avaient pour but d'analyser le bien-fondé d'un programme d'assurance contre les dommages découlant d'informations fausses dans le marché ainsi que les défis qu'un tel programme poserait. Les travaux du professeur Baker consistaient à explorer les différentes façons de concevoir un tel programme, tandis que ceux du professeur Panjer se concentraient sur une analyse actuarielle.

### **Comment les investisseurs prennent leurs décisions de placement**

10.22 Comme la protection des investisseurs est au cœur des objectifs d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières, il est primordial de comprendre le processus auquel se soumet l'investisseur (que l'on souhaite protéger) dans le cadre d'une décision de placement.

#### *Recherche sous-jacente*

10.23 Le professeur Richard Deaves, en collaboration avec Catherine Dine et William Horton, a fourni au Groupe de travail un rapport sur la documentation relative au processus décisionnel des investisseurs ainsi que les résultats d'un sondage mené auprès des investisseurs canadiens qui avait pour but de déterminer comment ces derniers prenaient leurs décisions de placement.

### **Éducation des investisseurs**

10.24 La communication de l'information a été la principale cible des efforts de réglementation au Canada pendant de nombreuses années, ce qui englobe bien entendu le régime d'information continue et la détermination de la responsabilité civile à l'égard des cas de défaut. Une distinction s'impose cependant entre le fait de fournir de l'information, sans plus, et le fait de communiquer de l'information d'une manière qui incite à agir. Selon le Groupe de travail, il reste beaucoup à faire à ce chapitre. Quels moyens pouvons-nous prendre pour mieux éduquer et informer les investisseurs et ne pas tout simplement se limiter à leur communiquer de l'information?

#### *Recherche sous-jacente*

10.25 Des travaux d'envergure ont été entrepris dans le cadre de l'examen de ces questions très importantes. Tout d'abord, Caroline Cakebread a analysé l'ensemble des efforts déployés par les éducateurs du secteur public au Canada et étudié les efforts analogues entrepris au Royaume-Uni et aux États-Unis. La professeure Julia Black a quant à elle fourni des données de recherche sur la façon dont les organismes de réglementation au Canada et au Royaume-Uni font actuellement participer les investisseurs et conçoivent la réglementation des valeurs mobilières en tenant compte des intérêts de ces derniers.

---

## La nécessité de la communication de l'information

10.26 Plutôt que de s'attaquer à l'efficacité de la communication de l'information qui est actuellement obligatoire, certains remettent en question la nécessité de cette divulgation et se prononceraient carrément en faveur de libérer les sociétés canadiennes de ce fardeau. Ceux qui prônent cette voie pourraient soutenir que le marché s'autoréglemente, c'est-à-dire que les acheteurs pourraient très bien tourner le dos aux sociétés qui ne fournissent pas des renseignements pertinents et fiables aux investisseurs éventuels. Les sociétés qui tentent de mobiliser des capitaux, ou qui en ont déjà mobilisé, et qui souhaitent préserver la valeur de leur « monnaie », veilleront à combler les besoins du marché en matière d'information. En outre, peu importe la mesure dans laquelle cette réglementation s'impose, la validité de l'argument se fondant sur la « réglementation à outrance » soulève désormais la question à savoir s'il n'y aurait pas lieu d'adopter (à plus grande échelle que ce qui est fait à présent) un régime de réglementation à deux niveaux ou par étapes en ce qui a trait à la communication de l'information afin de tenir compte des préoccupations des émetteurs à petite capitalisation au sujet du rapport coûts-avantages.

### *Recherche sous-jacente*

10.27 Les professeurs Christian Leuz et Peter Wysocki se sont penchés sur ces questions.

10.28 La question de la réglementation « à outrance » a été abordée sous deux volets. D'abord, la pertinence d'une analyse du rapport coûts-avantages comme condition préalable à une nouvelle réglementation a été expressément examinée dans un rapport de recherche préparé par Larry Schwartz. Vient ensuite la conséquence évidente, à laquelle on assiste actuellement sur la scène internationale et nationale, que des sociétés ouvertes deviennent des sociétés fermées, que les sociétés fermées remettent à plus tard leur transformation en société cotée et que les sociétés ouvertes dans un territoire où la réglementation est lourde songent à s'inscrire dans un territoire où la réglementation est moins contraignante. La recherche effectuée par les professeurs Leuz et Wysocki a également porté sur ces questions.

## Une communication efficace de l'information

10.29 Mis à part le mode de transmission (voir ci-dessous), comment l'information dont la communication est obligatoire peut-elle être présentée d'une manière moins rebutante?

### *Recherche sous-jacente*

10.30 La professeure Janis Sarra a réalisé une étude sur l'efficacité de la communication de l'information au sein du système canadien de réglementation. Ainsi qu'il a été indiqué ci-dessus, le professeur Richard Deaves et coll. ont fourni au Groupe de travail des données de recherche concernant les critères sur lesquels se fondent les investisseurs pour prendre leurs décisions de placement; ces données ont également abordé en partie les façons d'améliorer l'efficacité de la communication de l'information. D'intérêt connexe, les travaux menés par la professeure Dimity Kingsford Smith ont fait ressortir certains points utiles concernant la façon dont la technologie moderne peut contribuer à rendre la présentation de l'information plus efficace.

### La communication efficace de l'information – la transmission au moyen d'outils technologiques

10.31 Le Groupe de travail a été étonné de constater la très grande opposition entre, d'une part, l'utilisation astucieuse des technologies par les entités désireuses d'attirer un investisseur éventuel pour lui présenter efficacement de l'information sur leur produit ou service, et, d'autre part, l'aspect de plus en plus rébarbatif des documents d'information des sociétés et leur faible attrait pour les lecteurs. Il doit y avoir une meilleure solution.

#### *Recherche sous-jacente*

10.32 Le Groupe de travail a fait appel à cet égard à l'expertise technique de Navantis Inc. et de Dean Pelozzo de DisclosurePlus afin que ceux-ci conçoivent un nouveau modèle de communication électronique de l'information qui saurait attirer les lecteurs et leur permettre d'explorer en profondeur l'information qu'ils jugent pertinente.

### Application des lois

10.33 Enfin, la question qui était au premier rang des préoccupations de tous ceux qui ont communiqué avec nous était la perception selon laquelle l'application des lois canadiennes sur les valeurs mobilières était inadéquate et que les mesures prises pour en assurer le respect étaient souvent inefficaces, que ce soit à l'étape des enquêtes, des poursuites ou des décisions. Cette observation a soulevé de nombreuses questions :

- Cette perception est-elle justifiée?
- Si oui, pourquoi? Et comment explique-t-on et règle-t-on cette situation?
- Quelle sont les conséquences du manque de rigueur dans l'application des lois pour les marchés financiers du Canada?
- Le Canada dispose-t-il de moins de ressources financières et humaines que les États-Unis pour veiller à l'application de ses lois ou devrait-on chercher une autre explication?
- Existe-t-il des lacunes sur le plan de la procédure ou d'autres lacunes systémiques dans le processus d'application de la loi? Sinon, il serait tout aussi important d'informer le marché des succès obtenus et de l'équilibre atteint en matière d'application des lois par les organismes de réglementation – en reconnaissant toutefois que plusieurs ne voient pas le modèle américain, où pullulent les poursuites, comme un modèle que le Canada devrait émuler.
- Étant donné que les mesures d'application entraînent forcément un effet négatif après coup (du fait que le préjudice causé par l'inobservation de la loi s'est déjà produit), un des aspects importants d'une structure de mise en application de la loi générale consiste à trouver la meilleure façon d'encourager la conformité volontaire et de minimiser le recours aux mesures d'application *a posteriori*. Que fait-on pour favoriser l'atteinte de ce but important?

10.34 Nous voulions examiner ces questions importantes, non seulement du point de vue d'une analyse théorique sérieuse de la situation actuelle, mais également du point de vue pratique d'un juge de rang élevé et d'un avocat plaidant.

---

### Recherche sous-jacente

10.35 À cette fin, plusieurs rapports de recherche ont été commandés. Le professeur Utpal Bhattacharya s'est attardé à l'effet qu'avait l'application des lois sur les valeurs mobilières sur le coût de financement. Le professeur Howell Jackson a quant à lui examiné les budgets et les niveaux de dotation en personnel des organismes de réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis et au Canada puis comparé la rigueur avec laquelle on veillait à l'application des lois sur les valeurs mobilières dans ces deux pays. Comme il a été mentionné ci-dessus, le professeur Lawrence Cunningham a étudié la pertinence de la distinction entre les règles et les principes dans le domaine de l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada et aux États-Unis ainsi que leur efficacité relative.

10.36 Les professeures Mary Condon et Poonam Puri ont préparé un rapport soulignant les avantages et les limites d'une approche fondée sur la conformité à la réglementation des marchés financiers canadiens. Leur étude consistait à analyser la viabilité d'outils et de stratégies fondés sur la conformité dans un cadre élargi de mise en application des lois sur les valeurs mobilières.

10.37 L'honorable Peter Cory et la professeure Marilyn Pilkington ont été sollicités pour fournir au Groupe de travail un rapport exposant les principaux enjeux liés à l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada. Ils se sont penchés sur les questions touchant les méthodes d'enquête, la compétence, les poursuites et les décisions relativement aux infractions et aux sanctions pénales dans le domaine des valeurs mobilières.

### La réglementation face aux « nouveaux » produits de placement

10.38 Pour *moderniser* les valeurs mobilières, la réglementation doit nécessairement prévoir l'inclusion, au besoin, de produits nouveaux dans son filet de réglementation, et devrait inversement exclure de son application certains produits nouveaux lorsque cela est souhaitable.

10.39 Les fonds de couverture ne sont pas passés inaperçus au cours des derniers mois. Les épargnants devraient-ils avoir accès au profil risque-rendement que comportent ces instruments? Dans l'affirmative, la réglementation des concepteurs et des gestionnaires de ces produits serait-elle dans l'intérêt des marchés financiers ou risquerait-on de perdre un précieux bassin de talents au profit d'un autre secteur?

### Recherche sous-jacente

10.40 André Fok Kam a étudié la question de l'incidence des fonds de couverture sur le Canada et sur la réglementation, et G. Wesley Voorheis a préparé un document d'information sur les problèmes récemment mis en lumière touchant deux fonds de couverture canadiens.

