

## Chapitre 8

# Une idée à explorer : Le rôle des analystes en valeurs mobilières et des autres entités de surveillance dans la réglementation des valeurs mobilières<sup>1</sup>

8.1 Les marchés financiers s'appuient sur des entités de surveillance. Certaines de ces entités sont chargées officiellement de cette responsabilité, soit à titre d'autorités de réglementation, soit à titre d'organismes d'autoréglementation. D'autres ont une fonction de protection du marché contre les abus qui, tout en étant moins officielle, n'en demeure pas moins essentielle compte tenu du cadre réglementaire général. Ces entités de surveillance au rôle informel sont les intermédiaires professionnels qui établissent, vérifient et analysent les déclarations des sociétés émettrices à l'intention du marché.

8.2 Les exemples les plus évidents de ces entités sont les vérificateurs, les analystes en valeurs mobilières et les agences de notation, mais les avocats et les banques d'investissement jouent aussi un rôle de surveillance, soit en établissant les documents d'information d'un émetteur, soit en effectuant les examens de vérification diligente relativement aux placements publics de titres. Idéalement, le recours à des intermédiaires aussi réputés accroît la confiance du marché dans la fiabilité de l'information communiquée par l'émetteur et réduit par le fait même l'incertitude ainsi que le coût du financement.

8.3 En principe, le marché fait confiance aux entités de surveillance parce que celles-ci ont moins de raison de mentir ou de déformer les faits que l'émetteur (ou ses dirigeants) et parce qu'elles donnent implicitement en garantie la réputation qu'elles se sont taillée au fil des décennies auprès de leurs nombreux clients. Il serait par exemple irrationnel pour un vérificateur de risquer de compromettre sa réputation (et, en définitive, de risquer sa survie) au profit d'un seul client puisque les pertes potentielles dépassent largement le bénéfice escompté. Néanmoins, l'éclatement de la bulle technologique en 2000-2001 a révélé plusieurs cas où c'est précisément ce que les entités de surveillance semblent avoir fait (l'exemple le plus connu étant la déconfiture spectaculaire d'Arthur Andersen). L'échec des entités de surveillance est donc du domaine du possible, même s'il peut sembler théoriquement peu probable. C'est pourquoi l'évaluation des marchés des valeurs mobilières canadiens est incomplète si elle ne tient pas compte de la situation actuelle des entités de surveillance au Canada. De plus, le recours à ces intermédiaires permet aux principales autorités de réglementation de diriger leurs efforts en fonction de la gestion du risque.

8.4 Il est tout à fait logique de consacrer un chapitre de notre rapport aux entités de surveillance pour plusieurs raisons. D'abord, dans une perspective de « modernisation », le rôle positif des entités de surveillance au sein du système de réglementation est étudié activement. On pense immédiatement, par exemple, i) à la décision de la Bourse de Londres d'impartir à des conseillers désignés (*nominated advisors* ou *NOMAD*) la réglementation de la communication de

---

<sup>1</sup>Une grande partie de l'analyse (et des recommandations) présentée dans ce chapitre est tirée des travaux du professeur John C. Coffee Jr., membre du Groupe de travail; voir plus particulièrement John C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* (Oxford, Oxford University Press, 2006) au chapitre 7.

## Le Canada s'engage

---

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

l'information des sociétés cotées sur l'Alternative Investment Market (AIM); et ii) à la décision prise en vertu de la loi Sarbanes-Oxley d'exiger que le vérificateur atteste la suffisance des contrôles financiers internes. Par contre, l'étendue du risque lié au fait que les entités de réglementation puissent abuser de la confiance placée en elles et que le public puisse être induit en erreur par l'accréditation apparente de l'information portant le « sceau » de l'entité de surveillance a déjà été bien étudiée lorsqu'il a été question des analystes qui sont parfois perçus comme étant subjectifs – dont nous traitons encore ci-après.

8.5 Ensuite, lorsqu'on étudie l'efficacité d'un système de réglementation, on doit se demander si un rôle accru des « entités de surveillance secondaires » pourrait permettre aux « entités de surveillance principales » (terme que nous utilisons pour désigner celles qui sont chargées d'une fonction réglementaire officielle) de concentrer leur attention de façon plus productive sur d'autres enjeux réglementaires importants, comme l'application de la loi.

8.6 Enfin, l'objectif d'améliorer l'efficacité de la réglementation et celui de faire en sorte que les entités de surveillance secondaires se conforment aux attentes du public quant à leur rôle sont clairement compatibles avec l'amélioration de la compétitivité de nos marchés financiers.

8.7 Ce chapitre porte surtout sur l'analyste en valeurs mobilières dans son rôle d'entité de surveillance. Comme nous l'avons souligné au chapitre 5, nous considérons l'analyste en valeurs mobilières comme un élément essentiel du cadre relatif aux EEBC canadiens que nous avons recommandé dans ce chapitre. Le cadre relatif aux EEBC canadiens repose sur la nécessité pour les émetteurs d'être soumis constamment au regard attentif des analystes en valeurs mobilières, ce qui réduit d'autant la nécessité de soumettre la documentation relative aux placements des EEBC canadiens à l'examen des organismes de réglementation.

### Les vérificateurs, agences de notation et avocats dans leur rôle d'entités de surveillance

8.8 Avant d'analyser le rôle des analystes en valeurs mobilières à titre d'entités de surveillance, il convient de décrire brièvement les autres entités de surveillance que nous avons étudiées<sup>2</sup> – vérificateurs, agences de notation et avocats. Notre étude du rôle des entités de surveillance s'inspire des travaux du professeur John C. Coffee Jr., dont ce dernier a fait part au Groupe de travail, de même que des rapports de recherche que les professeurs Stephanie Ben-Ishai<sup>3</sup> et Stephen Choi<sup>4</sup> ont préparés pour nous.

#### Vérificateurs

8.9 Les vérificateurs sont probablement l'exemple le plus connu d'une entité de surveillance lorsqu'ils agissent de manière à assurer la communication de l'information financière intégrale et exacte par l'émetteur. La fonction de surveillance de la part des vérificateurs a augmenté considérablement au Canada au cours des dernières années. Avant la déconfiture d'Enron, la profession comptable avait déjà amorcé une certaine surveillance du secteur privé par l'établissement du Conseil de surveillance de la normalisation comptable du Canada et du Conseil de surveillance de la normalisation en vérification du Canada. Plus récemment, le Conseil canadien sur la reddition de comptes (CCRC) a été établi; il est plus ou moins le pendant du Public Accounting Oversight Board (PCAOB) des États-Unis et représente selon certains la substitution d'un organisme de réglementation plus solide à un système d'autorégulation plus faible. Il serait prématuré de passer en revue l'expérience du CCRC jusqu'ici et nous n'avons donc pas tenté de le faire. Il sera peut-être possible d'accroître l'efficacité et l'efficacité du CCRC en lui conférant un pouvoir légal défini avec soin afin d'accroître sa légitimité et de le doter de pouvoirs semblables à ceux des autres organismes d'autorégulation. Cette recommandation, faite par la professeure Ben-Ishai, mérite qu'on l'étudie attentivement<sup>5</sup>.

<sup>2</sup>S. Ben-Ishai, *The Effectiveness of Corporate Gatekeeper Liability in Canada* dans le volume VI.

<sup>3</sup>*Ibid.*

<sup>4</sup>S. Choi, *Thoughts on the Regulation of Investment Analysts in Canada* dans le volume VI.

<sup>5</sup>Ben-Ishai, *supra*, note 2 à la page 437.

---

8.10 Comme le révèlent les travaux de la professeure Ben-Ishai, un concept intéressant se développe en Europe, soit la possibilité de permettre aux vérificateurs de bénéficier de contrats limitant la responsabilité<sup>6</sup>. Les principes sous-jacents sont clairement apparents. L'impératif d'ordre public de tenir les vérificateurs responsables de la négligence dans la préparation de l'information financière fautive ou trompeuse est clair. Par contre, existe-t-il des limites pratiques à cet impératif lorsque le coût associé à la responsabilité financière illimitée peut provoquer la faillite d'un grand cabinet comptable et la réduction qui s'ensuivra du nombre de vérificateurs indépendants à la disposition des grands émetteurs (on peut faire valoir que les marchés financiers ne peuvent se permettre de perdre un autre membre du groupe des quatre grands cabinets comptables)? Cette très grave conséquence possible a amené d'aucuns à envisager l'utilité de permettre des contrats limitant la responsabilité du vérificateur – accompagnés de la communication de cette information de sorte que le public soit au courant des limites associées aux états financiers auxquels on leur demande de se fier.

### Agences de notation

8.11 Les agences de notation évaluent la solvabilité des émetteurs – comme les autres entités de surveillance, elles agissent comme agents de certification en offrant leur réputation en garantie de la qualité des émetteurs<sup>7</sup>. Toutefois, au Canada, le secteur des agences de notation est caractérisé par une absence de concurrence et par la crainte que manifestent certains participants aux marchés financiers au sujet des conflits d'intérêts auxquels font face les agences de notation du fait qu'elles sont payées par les émetteurs mêmes qu'elles analysent et notent. De plus, les agences de notation ne sont pas assujetties à une surveillance réglementaire au Canada, mais sont incitées à adopter un code d'éthique publié par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Tous ces facteurs amènent certains à remettre en question l'efficacité des agences de notation comme entités de surveillance viables<sup>8</sup>.

### Avocats

8.12 Les avocats peuvent agir comme entités de surveillance des marchés financiers de différentes façons. Comme le remarque la professeure Ben-Ishai<sup>9</sup> :

[traduction] Vu la complexité accrue de la réglementation financière, les avocats servent de « facilitateurs essentiels » à leurs clients. En raison de ce rapport, l'avocat peut déceler un comportement fautif et l'interrompre éventuellement. La nature permanente du rapport entre ces parties, et le coût élevé que représenterait le fait d'y mettre fin pour les deux parties, a le potentiel voulu pour faire des avocats des entités de surveillance particulièrement efficaces.

8.13 Il n'en demeure pas moins que la question de savoir si les avocats devraient ou non jouer un rôle de surveillance au sein des marchés financiers a fait l'objet de bien des débats théoriques. D'une part, ceux qui s'opposent à ce rôle insistent sur le caractère sacré du secret professionnel liant l'avocat à son client et sur la confidentialité des communications entre l'avocat et son client. D'autre part, les tenants de l'autre opinion font valoir que la politique publique doit établir un équilibre approprié entre les obligations de loyauté de l'avocat envers son client et la protection de l'intégrité du marché<sup>10</sup>.

<sup>6</sup>Aux termes du *Company Law Reform Bill* publié par le gouvernement du Royaume-Uni en novembre 2005, l'émetteur pourra limiter la responsabilité de son vérificateur en passant un contrat de limitation de la responsabilité (*liability limitation agreement*) avec le vérificateur. Les actionnaires doivent approuver le contrat, celui-ci ne peut s'appliquer qu'à la vérification d'un seul exercice et il ne peut que limiter la responsabilité du vérificateur à une somme qui est [traduction] « juste et raisonnable dans toutes les circonstances »; *Ibid.* Voir aussi le Financial Markets Law Committee, *Issue 76 – Transparency Obligations Directive* (Octobre 2004) accessible en ligne à l'adresse <http://www.fmlc.org/papers/transparency.pdf> au paragraphe 4.4.

<sup>7</sup>Ben-Ishai, *supra*, note 2.

<sup>8</sup>*Ibid.* aux pages 441 à 446.

<sup>9</sup>*Ibid.* à la page 452.

<sup>10</sup>*Ibid.*

## Le Canada s'engage

---

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

Le Groupe de travail ne s'est pas attardé à ce débat pour en faire la source de quelque recommandation que ce soit, mais il ne fait aucun doute qu'il se poursuivra.

### L'analyste en valeurs mobilières dans son rôle d'entité de surveillance<sup>11</sup>

8.14 Les analystes en valeurs mobilières aux États-Unis ont probablement été les principales victimes du crash boursier de 2000-2001. Le public les a beaucoup critiqués, insistant particulièrement sur leur important ratio de recommandations d'achat par rapport aux recommandations de vente (parfois établi aux États-Unis à des niveaux aussi élevés que 100 contre 1), leur parti pris perçu pour l'optimisme et leur disposition, dans certaines circonstances, à endosser les actions des clients procédant à des placements pris ferme même malgré leurs appréhensions. De nombreux critiques estiment que la profession ne peut absolument plus être réformée; ils considèrent les analystes rattachés à un preneur ferme (ou analyste du côté de la vente) comme des représentants des ventes et guère plus.

8.15 Il est vrai que d'importantes réformes ont été mises en œuvre des deux côtés de la frontière canado-américaine. Aux États-Unis, la SEC a adopté le *Regulation AC*<sup>12</sup> et le *Regulation FD*<sup>13</sup>; la NASD et la Bourse de New York ont adopté des règles beaucoup plus détaillées qui tentent d'isoler la recherche sur les titres de la pression ou de l'influence exercée par le service de prise ferme de la maison de courtage (voir la *Rule 2711* de la NASD et la *Rule 472* de la Bourse de New York)<sup>14</sup>. Enfin, le règlement global (*Global Settlement*), orchestré en grande partie par Eliot Spitzer, procureur général de New York, et la SEC, qui a rendu obligatoire les subventions à la recherche indépendante sur les valeurs pendant une période limitée, ont jeté ombrage sur tous ces efforts. Plus particulièrement, le règlement global exigeait que les dix principales maisons de courtage américaines procédant à des placements pris ferme acceptent de fournir des rapports de recherche indépendants à leurs clients américains pendant cinq ans à compter de 2004<sup>15</sup>. Même s'il n'a pas adopté cette réforme, le Canada en a adopté d'autres qui reproduisent une bonne partie de la réforme prévue dans les nouvelles règles de la SEC et de la NASD. Plus particulièrement, aux termes du Principe directeur n° 11 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), les courtiers canadiens doivent fournir dans leurs rapports de recherche « en la présentant bien en vue [...] toute information concernant sa [...] relation [...] avec tout émetteur qui fait l'objet du rapport, dont on peut raisonnablement penser qu'elle indique un conflit d'intérêt potentiel [...] »<sup>16</sup>. À ce point-ci, le Canada a donc mis l'accent sur la communication de l'information plutôt que d'adopter des réformes touchant la structure.

8.16 Quel a été l'impact de ces réformes? Certaines études laissent entendre que relativement peu de choses ont changé, à l'exception d'une baisse des activités de recherche<sup>17</sup>. Le professeur Boni constate qu'après le règlement global, le nombre de recommandations « haut » n'a pas diminué (mais a en fait augmenté), tandis que les recommandations « bas » (c'est-à-dire « vendre » ou ses euphémismes équivalents) ont reculé<sup>18</sup>. Ainsi, l'impact des récentes réformes peut

<sup>11</sup>L'essentiel des autres paragraphes a été fourni gracieusement par le professeur John C. Coffee Jr.

<sup>12</sup>Voir 17 C.F.R. § 242.500-502 (qui exige qu'un analyste certifié que [traduction] « toutes les opinions exprimées dans le rapport de recherche reflètent avec exactitude le point de vue personnel de l'analyste de recherche au sujet de tous les titres visés ou de tous les émetteurs »).

<sup>13</sup>17 C.F.R. § 243.100-103 (limitant la communication sélective de l'information par les sociétés ouvertes).

<sup>14</sup>*Securities Exchange Act Release No. 51593* (28 avril 2005) (approuvant des modifications apportées aux deux règles empêchant la présence d'analystes en valeurs mobilières dans « les tournées de vente »).

<sup>15</sup>Les dispositions relatives au règlement global sont accessibles en ligne à l'adresse <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/finaljudaddaa.pdf>.

<sup>16</sup>*Principe directeur n° 11* de l'ACCOVAM, 26 OCSB 7007 (2003). Les conflits qui doivent être divulgués comprennent les services par le courtier à l'émetteur pour des services « autres que des services de conseil en placement ou d'exécution d'opérations dans le cours normal de ses activités ».

<sup>17</sup>Leslie Boni, « Analyzing the Analysts after the Global Settlement », dans *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?* (Fuchita and R. Litan, eds.) (2006) aux pages 139 à 172.

<sup>18</sup>*Ibid.* aux pages 150 et 151. Le professeur Boni utilise le terme « haut » pour inclure « achat », « achat fortement recommandé » et toute recommandation semblable, et le terme « bas » pour inclure « vendre » (et tout terme semblable).

---

être contesté et l'objectivité ainsi que le professionnalisme des analystes en valeurs mobilières continuent de faire l'objet de discussions. D'ailleurs, l'inefficacité des réformes touchant la structure pourrait en être une conséquence. Même si le personnel des services bancaires d'investissement ne peut plus influencer les analystes en valeurs mobilières ni exercer des pressions sur eux, des pressions indirectes peuvent encore se faire fortement sentir. Il est probable que l'analyste sache, à tout le moins, que son utilité au sein de l'entreprise est justifiée par les revenus qu'il génère indirectement pour celle-ci; les clients de l'entreprise ne peuvent donc pas s'en offusquer.

8.17 Pire encore, le coût de ces récentes réformes a été considérable. Aux États-Unis et au Canada, il semble que les maisons de courtage intégrées aient coupé des postes d'analystes en valeurs mobilières. Étant donné que les divisions de services bancaires d'investissement ne pouvaient plus utiliser les analystes comme outils de marketing, elles ont réduit les fonds que l'entreprise affectait à la recherche. En conséquence, le nombre de sociétés qui sont suivies, ne serait-ce que par un seul analyste, a reculé dans les deux pays, les sociétés à faible capitalisation boursière étant les plus durement touchées par cette situation. Aux États-Unis, des petites entreprises ont même commencé à engager des analystes pour publier des recherches à leur sujet – procédé qui semble encore plus conflictuel. Un malheureux compromis point donc à l'horizon : il se peut que les récentes réformes aient rendu les analystes moins susceptibles d'être en situation de conflit, mais il se peut également qu'elles rendent le marché moins transparent. En théorie, même une recherche conflictuelle pourrait être mieux que l'absence de recherche. De ce point de vue, le compromis semble se situer quelque part entre la recherche et l'indépendance, et ni l'un ni l'autre ne devrait être facilement sacrifié.

8.18 Aux États-Unis, ce problème de diminution des activités de recherche est amoindri par le fait que la recherche génère encore suffisamment de revenus indirects sous forme de commissions de courtage sur les titres de sociétés à forte capitalisation pour assurer sa survie. Le marché canadien se caractérise par des entreprises à plus faible capitalisation et, par conséquent, il se peut que la recherche en valeurs mobilières soit moins apte à se soutenir. Autrement dit, le manque de financement de la recherche en valeurs mobilières est plus susceptible de provoquer une crise au Canada qu'aux États-Unis. Une grande partie des sociétés de son marché pourraient mettre fin à leur inscription à la cote parce qu'aucun analyste objectif n'effectuerait d'évaluations continues de celles-ci. Dans un tel milieu pauvre en information, non seulement les petites sociétés auraient plus de mal à s'établir et à intéresser les investisseurs, mais elles seraient davantage soumises et vulnérables aux fraudes sur Internet et à la manipulation (par des vendeurs à découvert, des spéculateurs sur séance et d'autres qui savent que leurs fausses rumeurs ne seraient pas contestées par un tiers objectif et crédible).

8.19 Certains détracteurs limiteraient les récentes réformes. Par contre, du point de vue des politiques publiques, il est impensable d'avoir à choisir entre une recherche conflictuelle et l'absence de recherche, car ni l'un ni l'autre de ces choix n'est acceptable. Mais le seul échappatoire au compromis entre un suivi adéquat et une indépendance significative consisterait à créer un fonds pour la recherche qui isolerait l'analyste du contrôle des personnes en situation de conflit. Ni le règlement global ni d'autres réformes récentes ne semblent avoir réussi à isoler ainsi l'analyste (bien qu'ils aient peut-être dissuadé le marché privé de financer la recherche). Ainsi, pour limiter les conflits, il faut trouver un moyen de subventionner la recherche en valeurs mobilières pour compléter la part du marché privé. La nécessité d'un tel financement découle en grande partie du fait que la recherche en valeurs mobilières est considérée comme un « bien collectif », ce qui signifie que l'auteur de la recherche ne peut en réaliser la valeur parce que celui-ci est incapable d'exclure les « utilisateurs sans contrepartie » – soit ceux qui utilisent la recherche sans rien verser à son auteur. Ce problème est accentué si le marché privé réduit son financement pour la recherche, comme cela semble être le cas. En conséquence, la politique publique doit reconnaître trois objectifs de base en ce qui a trait aux analystes en valeurs mobilières : 1) empêcher les conflits d'intérêts; 2) limiter les pressions sur l'analyste ou les représailles à son endroit; et 3) fournir le financement nécessaire pour assurer que les sociétés des niveaux inférieurs du marché des valeurs mobilières continuent de bénéficier d'un minimum de suivi par un analyste.

## Le Canada s'engage

---

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

8.20 Ces objectifs seront traités par étape : tout d'abord, nous commencerons par un bref aperçu de l'industrie et nous nous concentrerons sur le problème de la diminution des activités de recherche. Nous brosserons ensuite un tableau des principaux conflits d'intérêts et évaluerons des moyens pour empêcher qu'ils se produisent. Ici, il faudra nous pencher sur des éléments autres que les murailles de Chine ou la séparation structurelle des services bancaires d'investissement et de la recherche. Un des moyens importants, mais encore inutilisé, consiste à avoir recours à des mesures incitatives positives et à l'embarras. Si les analystes sont cotés publiquement en fonction de l'exactitude de leurs projections antérieures, cela peut être un moyen plus efficace de freiner un optimisme excessif que d'imposer des obstacles structurels. Nous examinerons alors le problème de la pression et des représailles. Bien que des récentes réformes aient tenté d'empêcher les services bancaires d'investissement d'exercer des pressions sur le personnel de recherche, peu de tentatives ont été faites pour limiter l'émetteur, et la pression exercée par ce dernier ainsi que ses menaces semblent être un élément constant dans la vie d'un analyste. Bien que le *Regulation FD* aux États-Unis limite la capacité de l'émetteur de refuser de fournir de l'information à l'analyste, d'autres formes de pression sont à la portée, tant aux États-Unis qu'au Canada.

8.21 Nous aborderons ensuite le thème du financement. Au fur et à mesure que la recherche devient plus objective et exacte, il y a ironiquement moins de raisons pour les maisons de courtage de la financer. Le marché a déjà été aux prises avec ce problème sous d'autres formes. Ce qu'il faut, c'est un mécanisme de taxation équitable du marché pour financer la recherche. Comme nous le verrons, la recherche n'est pas une perte sèche. Elle crée un effet externe positif qui devrait profiter à tout le secteur et qui offre aux bourses canadiennes un avantage concurrentiel qui n'a pas d'équivalent pour les concurrents étrangers.

### Bref aperçu du secteur

8.22 Les analystes en valeurs mobilières occupent généralement une des trois fonctions suivantes : 1) la majorité sont employés du côté de l'achat, c'est-à-dire par des investisseurs institutionnels et surtout des fonds communs de placement – où ils se consacrent à de la recherche privée exclusive pour leurs employeurs; 2) la plupart des autres sont employés du côté de la vente et travaillent pour de grandes maisons de courtage qui fournissent également des services bancaires d'investissement à des sociétés; et 3) le reste – une petite minorité en croissance – travaille pour des maisons de courtage « indépendantes » du côté de la vente, habituellement des courtiers qui ne fournissent pas de services bancaires d'investissement<sup>19</sup>.

8.23 Selon une récente estimation, 60 % de tous les analystes aux États-Unis travaillent du côté de l'achat, 30 % travaillent pour des maisons de courtage intégrées du côté de la vente et 10 % pour des maisons de courtage indépendantes<sup>20</sup>. Selon toute probabilité, cette population a encore diminué depuis 2001, puisque de nombreux analystes ont soit été licenciés, soit passés du côté de l'achat ou ont soit quitté le secteur. Mais ce qu'il importe de dire, c'est que les activités de recherche ont clairement été en baisse. Le nombre d'actions qui sont suivies par les dix preneurs fermes participant au règlement global a chuté en moyenne de 14 % par rapport à 2000 et de 20 % par rapport à 2001<sup>21</sup>.

<sup>19</sup>Le terme « indépendant » appliqué aux analystes peut être interprété différemment par différentes personnes. Il peut comprendre des grandes maisons de courtage qui n'ont pas de services bancaires d'investissement (p. ex. A.G. Edwards, Edward Jones ou Prudential) ou il peut désigner simplement des maisons de recherche indépendantes, comme Sanford C. Bernstein & Co, Argus Research ou Standard and Poor's. Même dans cette dernière catégorie, il peut y avoir des situations conflictuelles; par exemple, Sanford Bernstein est la propriété d'Alliance Capital, un gestionnaire de portefeuilles qui, à son tour, est contrôlé par AXA Financial, une compagnie d'assurance.

<sup>20</sup>Jeffrey C. Hocke, *Security Analysis on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods*, à la page 19 (1998). Depuis 1998, il est probable qu'il y ait eu d'autres mouvements du côté de l'achat au côté de la vente et vers des maisons de courtage indépendantes.

<sup>21</sup>Boni, *supra*, note 17 à la page 141.

---

8.24 La profession demeure toutefois hautement spécialisée et très bien rémunérée. La concurrence pour y accéder est très forte. Au cours de l'exercice 2004, près de 110 000 personnes se sont inscrites à l'examen d'analyste financier agréé (CFA) d'une durée de six heures administré par le CFA Institute aux États-Unis<sup>22</sup>. Pour obtenir le titre de CFA, un candidat doit compter trois années d'expérience pertinente dans le secteur financier, réussir un examen en trois parties et payer des frais de plus de 2 000 \$<sup>23</sup>. À l'heure actuelle, on compte quelque 57 512 analystes financiers agréés actifs dans le monde, dont environ 18 % travaillent dans le domaine de l'analyse de titres de participation<sup>24</sup>. Bien que le titre de CFA ne soit pas obligatoire pour être analyste, le détenir semble devenir la norme, du moins au sein de la jeune génération d'analystes.

8.25 Que fait l'analyste du côté de la vente? Généralement, il sera spécialisé dans une seule industrie (p. ex., les banques, les télécommunications ou l'automobile) et se concentrera sur un nombre limité de titres (habituellement de dix à quinze)<sup>25</sup>. L'analyste préparera des rapports de recherche détaillés sur ces titres, travail qui consistera non seulement à analyser de l'information financière publiée de la société, mais également à rencontrer la direction et des joueurs de l'industrie (y compris des clients et des fournisseurs). Par le passé, ces rapports étaient accessibles seulement aux clients de la maison de courtage de l'analyste, mais ils sont de plus en plus distribués par des entreprises de revente de recherches. De même, toutes les estimations faites par les analystes des bénéfices d'une entreprise sont regroupées et affichées sur le site Web de Thomson First Call.

8.26 L'analyste du côté de l'achat effectuera pour sa part de la recherche exclusive pour son employeur (en général un fonds commun de placement ou un fonds de couverture, mais peut-être une compagnie d'assurance ou une caisse de retraite), et cette recherche sera privée et ne sera distribuée qu'au client. En général, les analystes du côté de l'achat suivront les titres d'un plus grand nombre de sociétés<sup>26</sup>, en partie parce qu'ils peuvent utiliser les recherches effectuées du côté de la vente, et que leurs recherches seront davantage axées sur des décisions d'investissement immédiates (comparativement aux tendances de l'industrie ou aux tendances macroéconomiques).

8.27 Les analystes indépendants peuvent travailler ou non pour une maison de courtage. Par exemple, Sanford Bernstein & Co est probablement l'entreprise de recherche indépendante la plus connue aux États-Unis et elle exploite une maison de courtage, mais d'autres maisons de courtage peuvent publier un bulletin sur l'investissement ou vendre directement des recherches exclusives à des clients institutionnels et peut-être à des particuliers<sup>27</sup>. Il serait intéressant de déterminer la situation qui prévaut au Canada.

8.28 Toutes les sociétés ne sont pas suivies par un analyste. Alors qu'on estime généralement qu'à l'heure actuelle, les titres de plus de 10 000 sociétés sont négociés dans le public (de nombreux sur des marchés hors cote non réglementés), les titres de moins de 6 000 d'entre elles sont régulièrement suivis par un seul analyste<sup>28</sup>. Et sur ces 6 000 sociétés, moins de la moitié sont suivies par deux analystes, ce qui signifie que l'opinion d'un seul analyste peut être décisive. Récemment, on a noté une baisse marquée du nombre total de sociétés ouvertes suivies par des analystes en valeurs mobilières, ce recul semblant être directement attribuable à la baisse de la rentabilité des activités de recherche pour les maisons de courtage. Comme nous l'avons noté précédemment, les analystes des maisons de courtage participant au règlement global ont

---

<sup>22</sup> « CFA a prized certification as Wall Street boosts hiring », *Miami Daily Business Review*, 14 juillet 2004, vol. 79; n° 3; p. 5. Ce niveau était en hausse de 15 % par rapport au nombre d'inscriptions en 2000 avant que les marchés boursiers piquent du nez. Le taux de réussite de l'examen (pour les trois parties) a été de 49 % en 2003.

<sup>23</sup> *Ibid.*

<sup>24</sup> Coffee, *supra*, note 1 à la page 273 n. 1.

<sup>25</sup> Pour cette estimation, voir John L. Orcutt, *Investor Skepticism vs. Investor Confidence: Why the New Research Analyst Reforms Will Harm Investors* (2003) 81 Denv. U. L. Rev. 1, 8.

<sup>26</sup> *Ibid.* à la page 9. Orcutt estime que les analystes du côté de l'achat couvrent en moyenne de trente à quarante sociétés.

<sup>27</sup> Gartner Group ou Forrester Research sont des exemples de ces groupes de recherche.

<sup>28</sup> Orcutt, *supra*, note 25 à la page 12.

## Le Canada s'engage

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

réduit leurs activités d'environ 20 %<sup>29</sup>. De façon plus générale, Reuters Research, qui suit plus de 4 000 sociétés ouvertes aux États-Unis, a indiqué qu'en 2004, quelque 666 de ces entreprises n'étaient plus suivies par un analyste, ce qui représente une hausse par rapport au nombre de 85 seulement deux ans plus tôt<sup>30</sup>. On peut même généraliser en affirmant qu'une grande partie des sociétés à petite capitalisation aujourd'hui ne sont pas couvertes par un analyste en valeurs mobilières<sup>31</sup>. Pour combler cette lacune en matière de recherche, certaines petites sociétés ont décidé d'engager un analyste (en général un analyste à la pige qui n'est pas employé par une maison de courtage) pour publier des rapports de recherche à leur sujet, ce qui soulève une nouvelle question concernant l'indépendance de l'analyste.

8.29 Les professeurs Choi et Pritchard ont établi un échantillon d'entreprises américaines et canadiennes à divers niveaux de capitalisation boursière pour comparer le niveau de couverture par un analyste. Ils ont préparé le tableau suivant d'après un échantillon de dix entreprises américaines et canadiennes à chaque niveau de capitalisation boursière<sup>32</sup> :

Capitalisation boursière en millions de dollars (dollars canadiens entre parenthèses)	Nombre moyen d'analystes É.-U.	Nombre moyen d'analystes Canada	% sans analyste É.-U.	% sans analyste Canada
1 000 \$-2 000 \$ (1 150 \$-2 300 \$)	10,7	8,3	0	0
900 \$-1 000 \$ (1 000 \$-1 150 \$)	8,2	7,1	0	0
800 \$-900 \$ (920 \$-1 000 \$)	5,4	7,0	10	0
700 \$-800 \$ (800 \$-920 \$)	8,6	7,7	0	0
600 \$-700 \$ (690 \$-800 \$)	4,6	3,6	10	0
500 \$-600 \$ (575 \$-690 \$)	4,9	3,9	0	10
400 \$-500 \$ (460 \$-575 \$)	4,0	3,7	10	30
300 \$-400 \$ (345 \$-460 \$)	5,6	5,8	10	0
200 \$-300 \$ (230 \$-345 \$)	3,7	2,5	10	20
75 \$-200 \$ (86 \$-230 \$)	1,8	3,2	10	20
<b>Dans l'ensemble</b>	<b>5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>6</b>	<b>8</b>

8.30 Bien qu'il s'agisse d'un petit échantillon, celui-ci démontre un niveau à peu près comparable de couverture, sauf que la capitalisation boursière moyenne des sociétés canadiennes est beaucoup moins élevée que celle des sociétés américaines. Les auteurs indiquent que 83 % des sociétés inscrites à la cote de la Bourse de Toronto ont une capitalisation boursière de moins de 700 millions de dollars (en dollars US), plancher auquel certaines sociétés canadiennes cessent d'être suivies par un analyste.

8.31 La diminution des activités de recherche pourrait importer peu si l'on considérait que les analystes sont de simples colporteurs qui lancent des titres à grand renfort de publicité et induisent les investisseurs en erreur. Cependant, le fait le plus étonnant concernant la couverture par les analystes est qu'on a toujours démontré qu'elle faisait bouger le marché et qu'elle créait de la valeur pour les investisseurs qui effectuent des opérations d'après leurs recommandations. Des études ont prouvé de façon constante que les investisseurs qui effectuaient des opérations d'après des modifications de recommandation d'analystes obtenaient des rendements positifs ajustés en fonction du marché importants sur le plan

<sup>29</sup>Boni, *supra*, note 17 et le texte complémentaire.

<sup>30</sup>Roben Farzad, « Back to Basics: A Year and a Half After Eliot Spitzer Tried to Clean Up Wall Street Research, The Jury is Still Out on Whether Honest Research Can Pay », *Boston Globe*, 8 août 2004 à la page D1.

<sup>31</sup>Selon une des estimations fournies par Thomson/First Call, près de 60 % de toutes les sociétés dont les titres sont négociés dans le public aux États-Unis ne sont pas couvertes par un analyste et dans l'ensemble, la couverture totale par un analyste est en baisse de 35 % depuis 2001. Voir « Reuters Says Investrend Research Affiliate Fundamental Research Scores With Investors », *Financial Wire*, 19 juillet 2004. Il est probable que cette estimation comprenne des sociétés des marchés hors cote sur les « Pink Sheets ».

<sup>32</sup>Stephen J. Choi, *Thoughts on the Regulation of Investment Analysts in Canada* (mai 2006) à la page 66.

---

économique<sup>33</sup>. Cette recherche indique cependant que le marché réagit plus fortement à une recherche d'analyste négative qu'à une recherche positive, ce qui laisse peut-être entrevoir un fort scepticisme de la part du marché quant aux recommandations d'achat des analystes.

## Guide sur les conflits d'intérêt

8.32 Tous ont remarqué que les analystes sont susceptibles de se trouver en situations de conflit d'intérêts, mais la portée et le type de ces conflits reçoivent rarement l'attention qu'ils méritent. Il importe de déterminer la portée des conflits des analystes parce que les récentes réformes en règlent certains, mais en oublient d'autres. Essentiellement, les conflits des analystes peuvent être regroupés en six catégories.

### Conflits personnels

8.33 En théorie, l'analyste pourrait logiquement attribuer ou maintenir une notation favorable à l'égard d'un titre parce qu'il en possède. En fait, les sociétés ont depuis longtemps reconnu et tiré profit de cette situation conflictuelle en donnant ou en vendant leurs titres à leurs analystes clés avant de procéder à leur premier appel public à l'épargne. Une étude réalisée par la SEC en 2001 a indiqué que près du tiers des analystes participants avaient fait des placements avant un premier appel public à l'épargne dans une société dont ils ont par la suite suivi les titres<sup>34</sup>. Cette même étude a également démontré que la surveillance exercée par les maisons de courtage à l'égard [traduction] « des placements des employés, y compris des analystes, dans des titres de participation de sociétés fermées laissait à désirer »<sup>35</sup> et que les maisons de courtage étaient généralement [traduction] « incapables de repérer tous les placements de leurs employés dans des sociétés que la maison avait introduit en bourse »<sup>36</sup>.

8.34 Fait peut-être encore plus étonnant, au moment où la bulle technologique a éclaté, on a découvert que certains analystes avaient effectué des opérations d'une manière non conforme à leurs propres recommandations publiques – par exemple, en vendant des titres qu'ils recommandaient en même temps pour l'achat<sup>37</sup>. Un tel comportement laisse supposer que l'analyste n'avait pas foi en sa propre notation ou recommandation, ce qui pouvait à nouveau indiquer qu'il avait attribué sa notation sous les pressions de l'émetteur. Certaines maisons ont réagi à ces révélations en interdisant à leurs propres analystes d'acheter des titres de sociétés qu'ils suivaient<sup>38</sup>. Les règles des principaux organismes d'autoréglementation ont encore bien peu d'effet sur le règlement de ces sources de conflits<sup>39</sup>. La SEC a cependant adopté le *Regulation AC*, qui exige que les analystes certifient qu'ils sont véritablement en accord avec leurs propres

<sup>33</sup>Voir p. ex. N. Jegadeesh et coll., *Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?* (2004) 59 J. Fin. 1083; K. Womack, *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?* (1996) 51 J. Fin. 137; Boni, *supra*, note 17, aux pages 157 à 165. Pour une revue plus complète de la littérature de recherche, qui est volumineuse, voir Ramnath, S. Rock, et P. Shane, *A Review of Research Related to Financial Analysts Forecasts and Stock Recommendations* (2006) (disponible sur SSRN : <http://ssrn.com/abstract=848298>).

<sup>34</sup>Rachel Witmer McTague, *Unger Says Securities Firms Complied Poorly With Rules Relating to Analysts' Investments* (6 août 2001) 33 SEC. REG & LAW 1136, 1138. Voir aussi Orcutt, *supra*, note 25 à la page 23.

<sup>35</sup>*Ibid.* à la page 24.

<sup>36</sup>*Ibid.*

<sup>37</sup>Jessica Sommar, « Red-Faced SEC Targets Two-Faced Analysts » *N.Y. Post*, 24 mai 2002 à la page 41.

<sup>38</sup>Merrill Lynch est le principal exemple, mais non le seul. Voir « New Merrill Lynch Policy Prohibits Analysts From Buying Shares in Companies They Cover », *Securities Law Daily*, 11 juillet 2001.

<sup>39</sup>La Bourse de New York exige la divulgation des positions financières détenues par une maison et ses analystes dans les titres d'un émetteur recommandé, mais se satisfait d'un énoncé général passe-partout conditionnel selon lequel [traduction] « l'entreprise et ses employés peuvent être propriétaires de titres d'un émetteur recommandé ». Voir *NYSE Rule 472*. Le NASD exige la divulgation de propriété d'options, mais non d'actions ordinaires. Voir *NASD Rule 2210*.

## Le Canada s'engage

---

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

recommandations concernant des titres<sup>40</sup>. Aussi conceptuel que cela puisse paraître, la règle visait essentiellement à donner du pouvoir à l'analyste pour qu'il puisse mieux résister aux pressions exercées par son employeur. Même cachée, cette pression peut se faire sentir lorsque l'analyste ne génère pas de revenus directs pour la maison.

### Conflits relatifs aux commissions de courtage

8.35 Les analystes génèrent fort probablement des commissions de courtage pour leur employeur en émettant des recommandations positives (c'est-à-dire d'achat) plutôt que des recommandations négatives (c'est-à-dire de vente). C'est parce qu'un investisseur peut potentiellement acheter en se fondant sur une recommandation d'achat, alors que seul celui qui possède les actions (ou qui souhaite prendre le risque de les vendre à découvert) peut tirer profit d'une recommandation de vente. Ainsi, le groupe intéressé par des recommandations d'achat est beaucoup plus grand et est plus susceptible de générer davantage de commissions. De même, si des recommandations de vente sont fortement appuyées, elles risquent d'effrayer le marché et de faire en sorte que les épargnants le fuient pour aller investir dans d'autres actifs, laissant les clients institutionnels des maisons de courtage aux prises avec de grandes quantités de titres difficiles à liquider. Les investisseurs institutionnels autant que les émetteurs ont donc tendance à défavoriser les recommandations publiques de vente faites par les analystes.

### Conflits relatifs aux services bancaires d'investissement

8.36 Depuis que les commissions de courtage ont été soumises à la concurrence en 1975, le centre de profit de nombre de grandes maisons de courtage s'est déplacé vers les services bancaires d'investissement au détriment des services de courtage. Dans les années 1990, les maisons de courtage ont livré concurrence pour attirer des clients des services bancaires d'investissement (tant dans le cadre de prises fermes que d'opérations de fusion et acquisition) en engageant les analystes « vedettes » qui pouvaient le plus influencer l'évaluation boursière du client.

8.37 De nombreux éléments ont démontré que la notation d'un analyste est fortement influencée par l'identité des clients des services bancaires d'investissement de la maison. Les analystes de preneurs fermes semblent gonfler les estimations faites pour les clients de la maison de courtage<sup>41</sup>, et des frais de services bancaires d'investissement plus élevés correspondent à des prévisions plus positives<sup>42</sup>. Non seulement les preuves quantitatives suggèrent fortement que les analystes gonflent la notation qu'ils attribuent aux clients de la maison (bien que les analystes puissent en toute légitimité voir ces sociétés d'un œil favorable), mais il est arrivé que des preuves documentaires provenant de maisons de courtage corroborent le fait que la politique de l'entreprise consistait à ne pas faire de « commentaires négatifs » sur les clients. En 1992, le *Wall Street Journal* a obtenu et publié une note de service signée par le directeur général du financement des sociétés de Morgan Stanley dans laquelle celui-ci informait sans détour tous les employés de ce qui suit :

---

<sup>40</sup>En 2003, en réponse aux révélations voulant que des analystes effectuaient des opérations contraires à leurs propres recommandations et recevaient même parfois une rémunération directe des émetteurs pour leurs recommandations, la SEC a adopté un nouveau règlement – *Regulation Analyst Certification* (« Regulation AC »), aux termes duquel les courtiers et certains membres du personnel affilié ajoutent dans leurs rapports de recherche une attestation de l'analyste selon laquelle les points de vue exprimés par ce dernier reflètent son point de vue personnel. Voir *Securities Act Release 33-8193* (27 février 2003).

<sup>41</sup>Roni Michaely et Kent L. Womack, *Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations* (1999) 12 Rev. Fin. Stud. 653; Hsiou Wei Lin et Maureen McNichols, *Underwriter Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations* (1998) 25 J. Acct. & Econ. 101.

<sup>42</sup>Pour un examen de plusieurs études, voir Fisch et Sale, *The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts* (2003) 88 Iowa L. Rev. 1035, 1048-49.

---

[traduction] Notre objectif est [...] d'adopter une politique qui sera entièrement comprise par l'ensemble des membres de l'entreprise, y compris le service de recherche, et qui veut que nous ne fassions pas de commentaires négatifs ou pouvant susciter la controverse concernant nos clients au titre de pratiques commerciales loyales<sup>43</sup>.

8.38 Ce conflit affecte non seulement l'analyste employé par le chef de file agissant pour la société, mais également les analystes d'autres preneurs fermes qui veulent obtenir cette affaire lucrative et qui, par conséquent, hésiteront peut-être encore moins à modifier à la hausse leurs résultats de recherche pour obtenir des faveurs ainsi qu'un rôle de cochef de file.

### Conflits relatifs à l'accès à l'émetteur

8.39 Même lorsque l'émetteur n'est pas un client, l'analyste a toujours une raison de mettre la pédale douce dans ses critiques et de gonfler les évaluations : l'analyste doit pouvoir accéder à l'émetteur pour exécuter son travail. Les émetteurs communiquent généralement l'information les concernant aux analystes « aimables » avant la communication publique. Cette « communication sélective de l'information » est maintenant interdite en vertu du *Regulation FD*, qui a été adopté en 2000, après avoir suscité beaucoup de controverse. Quoi qu'il en soit, les sociétés peuvent toujours donner des réponses évasives à un analyste qu'elles considèrent comme hostile, ne pas l'inviter aux conférences téléphoniques et refuser de répondre à ses questions. Cette crainte de représailles et de perte d'accès amène à nous demander si la recherche effectuée par des analystes du côté de la vente peut être entièrement objective.

### Conflits relatifs aux analystes du côté de l'achat

8.40 Si le travail d'un analyste n'est pas financé par les revenus d'un service bancaire d'investissement, il dépend alors des commissions de courtage. De telles commissions sont versées de façon disproportionnée par des investisseurs institutionnels qui, en général, détiennent d'importantes positions acheteurs en titres qu'ils ne peuvent pas liquider facilement. En conséquence, les investisseurs institutionnels sont souvent contrariés lorsqu'un analyste émet une recommandation de vente, en particulier lorsque celle-ci est inattendue, parce qu'ils sont en quelque sorte pris avec leurs titres et ne peuvent pas les vendre avant que les épargnants réagissent et provoquent une forte baisse du cours. Bien que ces clients veuillent bénéficier eux-mêmes de recherches non biaisées, ils préfèrent en prendre connaissance en privé et n'aiment pas les recommandations publiques de vente qui peuvent faire paniquer les épargnants<sup>44</sup>. Les motifs poussant les investisseurs institutionnels à résister aux recommandations de vente viennent expliquer le fait que même des entreprises « indépendantes » bien connues comme Sanford Bernstein & Co., qui n'offrent pratiquement pas de services bancaires d'investissement, ont les mêmes ratios (ou des ratios plus élevés) de recommandations d'achat et de vente que les maisons de courtage qui ont un volume important d'activités de prise ferme<sup>45</sup>.

<sup>43</sup> « The Rohrbach Memo: 'No Negative Comments' », *Wall Street Journal*, 14 juillet 1992, à la page A-6. Dans la note de service, on insistait sur le fait que cette règle visant à ne faire « aucun commentaire négatif » devait être intégrée dans le manuel de conformité de la recherche de l'entreprise.

<sup>44</sup> Bradley, Jordan et Ritter, *Analyst Behavior Following IPOs: The "Bubble Period" Evidence*, (Working Paper 2004) à la page 6 (indiquant que des [traduction] « entreprises comme Sanford Bernstein, où peu d'activités liées aux services bancaires d'investissement ont lieu, sont tout de même confrontées à un conflit important. Les investisseurs institutionnels qui ont une position acheteur à l'égard de titres [...] veulent que l'analyste fasse une recommandation publique d'achat »).

<sup>45</sup> En octobre 2002, Sanford C. Bernstein & Co., l'entreprise de recherche indépendante la plus connue, avait émis une recommandation « vente » ou « vente fortement recommandée » sur seulement 5,4 % des titres qu'elle notait, comparativement à 8,1 % pour toutes les autres maisons de courtage. Voir S. Choi et J. Fisch, *How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Wall Street* (2003) 113 Yale L. J. 269, 284-285.

## Le Canada s'engage

---

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

### Le rôle de l'influence des pairs

8.41 Plusieurs raisons peuvent expliquer pourquoi des analystes indépendants qui se rendent compte d'un problème dans une société choisissent d'omettre de tirer la sonnette d'alarme. Le cas d'Enron en fournit un bon exemple parce qu'aussi loin dans l'affaire qu'en octobre 2001, soit seulement deux mois avant la faillite de la société, seize des dix-sept analystes couvrant Enron maintenaient les recommandations « achat » ou « achat fortement recommandé » à l'égard de ses actions<sup>46</sup>. Par contre, une bonne partie de l'information accessible au public laissait déjà entendre que le cours de l'action d'Enron était trop élevé et que la société ne pourrait pas maintenir son taux de croissance précédent<sup>47</sup>.

8.42 En supposant que tous ces analystes n'étaient pas en situation de conflit dans l'un ou l'autre des sens susmentionnés, pourquoi auraient-ils été si lents à réagir? Au cours de la dernière décennie, des économistes ont expliqué pourquoi peu d'analystes faisaient preuve de dissidence à l'égard du consensus. Les gestionnaires financiers et les analystes, soutiennent-ils, craignent davantage les erreurs individuelles que les erreurs collectives, parce qu'ils sont en concurrence les uns avec les autres et sont évalués principalement en fonction de leur performance relative. Ainsi, les analystes et les gestionnaires de trésorerie ont tendance à suivre la masse (*herding*<sup>48</sup>), de peur de trop s'éloigner du consensus. Si cette prévision est fautive, ils ne subiront pas plus de préjudice que leurs collègues qui ont fait des prévisions semblables. Bien sûr, si l'analyste prévoit correctement un repli du bénéfice ou du prix de l'action de l'entreprise, il bénéficiera d'une attention favorable. Mais même dans ce cas, un problème demeure : si l'analyste prédit prématurément un repli et que le marché ne réagit pas rapidement, les investisseurs qui se sont fiés à son jugement risquent de perdre de l'argent et de ne pas trouver de consolation dans le fait que les prévisions de l'analyste se sont finalement avérées exactes.

8.43 Les éléments de preuve empirique soutiennent l'hypothèse selon laquelle les préoccupations professionnelles incitent les analystes en valeurs mobilières à coller aux prévisions de bénéfice qui font consensus – et en particulier à éviter les déviations à la baisse. Selon cette recherche, l'exactitude n'améliore pas les perspectives de carrière des analystes autant que les prédictions qui se montrent systématiquement optimistes<sup>49</sup>. Les incidences en matière de politiques publiques de cette recherche sont décourageantes parce qu'elles indiquent que même si on pouvait éliminer les conflits économiques habituels, il se pourrait que l'analyste du côté de la vente n'agisse pas comme l'entité de surveillance indépendante souhaitée par la politique publique. Les préoccupations professionnelles pourraient encore compromettre l'objectivité.

### Des réformes en matière de conflits

8.44 Quelles réformes devraient le mieux fonctionner? Quelles réformes sont les moins envahissantes? Les réponses concordent. Jusqu'à maintenant, les États-Unis ont poursuivi plusieurs stratégies distinctes à la fois. Les premières réformes, et les plus envahissantes, touchaient la structure. Tant le règlement global que les nouvelles règles du NASD et de la Bourse de New York limitaient la capacité des membres du personnel de services bancaires d'investissement de communiquer avec les analystes de l'entreprise, ou à leur sujet, ou d'exercer une influence sur la rémunération des analystes. Cette stratégie pose le problème suivant : même si le personnel des services bancaires d'investissement est exclu,

---

<sup>46</sup>*The Collapse of Enron: The Role Analysts Played and the Conflicts They Face: Hearings Before the Senate Committee on Governmental Affairs*, 107th Congress, 2d Sess. (27 février 2002) (témoignage de Frank Torres, conseiller législatif, Consumers' Union). Le dix-septième analyste avait donné une note « conserver » sur le titre d'Enron et aucun ne laissait entendre qu'il devrait être vendu.

<sup>47</sup>Paul Healy et Krishna Palepu, *The Fall of Enron (Spring 2003) J. Econ. Persp., Spring*, à la page 3 (qui indiquent que l'action d'Enron se négociait à soixante-dix fois son bénéfice et à six fois sa valeur comptable et semblait surévaluée selon tous les critères standard).

<sup>48</sup>Le terme « herding » a été proposé dans un article de 1990. Voir David S. Scharfstein et Jeremy Stein, *Herd Behavior and Investment* (1990) 80 Am. Econ. Rev. 465.

<sup>49</sup>Harrison Hong et coll., *Security Analysts' Career Concerns and the Herding of Earnings Forecasts* (2000) 31 Rand J. Econ. 121, 122-23; voir également Ivo Welch, *Herding Among Security Analysts* (2000) 58 J. Fin. Econ. 369; Harrison Hong et Jeffrey Kubik, *Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts* (2003) 58 J. Fin. 313, 345 (l'optimisme supplante l'exactitude).

---

d'autres membres de l'entreprise peuvent (et logiquement, devraient) partager les mêmes mesures incitatives et appliquer les mêmes critères à l'évaluation des analystes de l'entreprise, c'est-à-dire, la division de recherche a-t-elle généré des profits pour l'entreprise? En conséquence, les propres incitatifs des analystes et la volonté de faire des critiques objectives ne changent pas de façon importante. Il n'est pas étonnant alors de constater que jusqu'à maintenant, le rapport entre les recommandations de vente et d'achat n'a pas tant changé et qu'il s'est même détérioré<sup>50</sup>.

8.45 Une autre stratégie poursuivie aux États-Unis par les récentes règles du NASD et de la Bourse de New York ainsi que par le règlement global est la communication de l'information. Les maisons de courtage sont tenues de communiquer et d'expliquer leurs catégories de recommandation et de présenter la répartition globale de leurs recommandations dans ces catégories, soit quel est le pourcentage de recommandations « acheter »?, quel est le pourcentage de recommandations « conserver »?, quel est le pourcentage de recommandations « vendre »? Ici encore, l'effet de ces réformes n'est pas clair parce que les proportions de recommandations d'achat et de vente sont à peu près les mêmes depuis les réformes. Même si les recommandations « vendre » augmentent, les recommandations « bas » semblent être d'abord attribuées à des non-clients<sup>51</sup>. En toute équité cependant, si les maisons de courtage publient des recherches qui sont dures à l'endroit des non-clients mais plus conciliantes à l'endroit des clients, l'image que fera ressortir la recherche faite par de nombreux analystes devrait être beaucoup plus exacte que par le passé.

8.46 Le problème pratique provient cependant du fait que l'investisseur n'a peut-être pas une vue d'ensemble de la situation. L'investisseur peut consulter la recherche d'une seule maison de courtage (généralement parce qu'il ne sera sollicité que par une seule). Selon ce principe, une politique publique appropriée devrait prévoir la création d'une banque de données accessible à tous les épargnants qui comprendrait, pour tous les émetteurs publics, les rapports de recherche et les recommandations courantes des analystes qui suivent leur société. Cette recherche pourrait être condensée dans un simple diagramme circulaire qui montrerait, par exemple, pour un titre hypothétique, que cinq analystes le recommandent, trois recommandent de le conserver et un a émis une recommandation de vente.

8.47 Idéalement, l'investisseur qui utilise Internet pourrait se déplacer par un simple clic de ce diagramme à chacune des recommandations. Certains obstacles se posent cependant à un tel système (comme l'indique le fait qu'il n'ait pas encore été établi sur le marché privé). Les maisons de courtage peuvent considérer leur recherche comme leur propriété et ne pas souhaiter la diffuser publiquement dans certains cas (en particulier lorsqu'elles ont été forcées de préparer la recherche parce que l'entreprise visée était un client important). Ainsi, regrouper les rapports de recherche dans une banque de données facilement accessible pourrait nécessiter l'adoption de mesures réglementaires, bien qu'il s'agirait d'une réglementation moins envahissante.

8.48 À cette fin, une des démarches à entreprendre pourrait consister à exiger que les maisons de courtage membres d'une bourse acceptent de déposer par voie électronique auprès de la bourse tous les rapports de recherche courants qui portent sur des sociétés inscrites à la cote de cette bourse. Cette solution est comparable à l'exigence habituelle voulant que les émetteurs inscrits déposent leurs rapports annuels et les documents déposés à la SEC auprès de leur bourse principale, où ils sont accessibles au public à des fins de consultation. (Cette exigence ne serait pas obligatoire pour les analystes employés par des entreprises autres que des maisons de courtage, mais il est probable que ces derniers voudraient profiter de la visibilité qui accompagnerait cette inclusion et s'y conformeraient volontairement.)

---

<sup>50</sup>*Supra*, notes 17 et 18 et texte complémentaire.

<sup>51</sup>On a toutefois relevé des cas récents où les analystes en valeurs mobilières ont attribué de mauvaises notes à des clients de leurs divisions des services bancaires d'investissement. Voir J. Fineman, « Pro and Con, all under one roof: J.P. Morgan's analyst criticizes Heinz despite his bank's ties », *Int'l Herald Tribune*, 27 juillet 2006, à la page 14. Aussi encourageant que cela puisse paraître, le fait que cette nouvelle ait été mise au jour dans un article d'un journal international laisse supposer que de tels événements se produisent rarement.

## Le Canada s'engage

---

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

8.49 La réforme sur la communication de l'information doit dépasser la simple constitution d'une base de données. L'outil le plus puissant pour rendre plus objectives les recherches effectuées par les analystes consisterait probablement à publier sa feuille de pointage. Si les réformes mises en œuvre dans le cadre du règlement global ont produit peu de changements notoires, la politique publique doit augmenter les coûts liés à l'embarras éventuel pour l'analyste de manière à ce que le marché lui impose une pénalité pour avoir traité les clients de son employeur avec trop d'indulgence. Les analystes ont de puissantes motivations professionnelles qui les amènent à vouloir être reconnus pour leur objectivité et leur exactitude. Cette motivation pourrait éventuellement venir à bout des pressions subtiles qui sont encore exercées sur eux au sein des maisons de courtage pour qu'ils « appuient » les clients de l'entreprise.

8.50 Cette motivation doit être captée et mise en action. Si les analystes étaient classés objectivement du point de vue de l'exactitude de leurs prévisions du bénéfice futur d'un émetteur, cela aurait pour effet de décourager les prévisions trop optimistes (ainsi que celles qui seraient trop pessimistes). De tels classements sont possibles pour de l'information normalisée (comme le bénéfice par action) et en fait, le *Wall Street Journal* publie déjà un classement des analystes à chaque année<sup>52</sup>. Ici aussi, ces classements auraient une valeur maximale s'ils étaient facilement accessibles aux épargnants. Pour ce faire, ils pourraient être intégrés dans le site Web mentionné précédemment. Idéalement, l'investisseur pourrait se déplacer en cliquant une ou deux fois 1) d'un graphique représentant toutes les recommandations d'analystes sur un titre 2) au rapport de chaque analyste sur ce titre 3) à la notation accordée par chaque analyste à ce titre. Une synergie distincte émerge du regroupement de toutes les notations se rapportant à un émetteur attribuées par des analystes et le classement des analystes en fonction de leur historique en matière d'exactitude sur un seul site Web. Toutefois, pour obtenir cette synergie, il est probablement nécessaire de se doter d'une réglementation<sup>53</sup>.

8.51 Dans le pire des scénarios, une telle réforme pourrait favoriser les cas où l'influence des pairs l'emporterait, mais pourrait également motiver les analystes ambitieux qui souhaitent se faire un nom à prendre des positions très visibles qui en feraient des leaders potentiels.

### Protéger l'analyste : le problème de la pression et des représailles

8.52 Le règlement global et la loi Sarbanes-Oxley ont tous deux porté principalement sur la pression exercée sur les analystes au sein de maisons de courtage. L'analyste peut également subir de la pression de l'extérieur, tant de la part de l'émetteur que des investisseurs institutionnels du côté de l'achat. Aux États-Unis, la capacité d'un émetteur d'isoler l'analyste du flux d'information importante a été limitée par le *Regulation FD*, qui exige que l'émetteur divulgue plus ou moins en même temps de l'information importante lorsqu'il communique de l'information de façon sélective à des analystes, des institutions ou des actionnaires susceptibles d'effectuer des opérations.

8.53 Il existe encore d'autres formes de pression et de représailles. Au bas de l'échelle des moyens de pression, un émetteur peut simplement refuser de répondre aux questions d'un analyste qui ne lui est pas favorable pendant une conférence en ligne. Plus encore, et bien que cette pratique soit risquée sur le plan juridique, de nombreux émetteurs continuent de tenir des réunions privées avec des analystes privilégiés (au cours desquelles de l'information importante ne peut pas être communiquée de façon sélective, mais où le langage corporel de l'émetteur peut être utilement interprété par l'analyste favorisé). Enfin, des maisons de courtage gagnent la loyauté (et les commissions) d'investisseurs institutionnels en leur fournissant des « services de conciergerie » - un terme qui fait référence aux cas où une maison de courtage organise des rencontres entre des analystes du côté de l'achat et la haute direction d'un émetteur. Si l'émetteur

---

<sup>52</sup>On se demande si ce classement devrait être fait par société ou par secteur (ce qui le serait normalement en fonction de toutes les actions que l'analyste a noté). Les deux façons pourraient évidemment s'appliquer.

<sup>53</sup>Pour des détails sur le classement des analystes, voir Choi, *supra*, note 4.

---

n'est pas satisfait de la maison de courtage qui suit son titre, il refusera, comme on peut s'y attendre, que cette maison de courtage tienne de telles réunions.

8.54 Qu'est-ce qui peut être fait pour contrer la pression et les représailles ne provenant pas de la maison de courtage? Au cours des dernières années, la SEC a examiné la possibilité de recourir aux règles d'inscription à la bourse pour exiger que les entreprises qui veulent s'inscrire acceptent, comme condition de leur inscription, de ne pas exercer de représailles à l'endroit d'un analyste qui les aurait critiquées (ou était par ailleurs défavorisé). La SEC a cependant abandonné cette proposition compte tenu qu'elle a suscité une réaction plutôt froide de la part de la Bourse de New York et du Nasdaq. Mais les règles qui interdisent à un émetteur d'exercer des représailles à l'endroit d'un analyste sont beaucoup moins lourdes que les réformes touchant la structure. L'enjeu réel consiste à savoir si elles sont réalisables. Les sociétés peuvent menacer de ne plus faire affaires avec un preneur ferme ou comme c'est plus souvent le cas, elles peuvent simplement exclure un analyste d'une conférence. On peut discuter de la portée que devrait avoir un recours. Devrait-il s'appliquer au cas précédent ainsi qu'au dernier cas? On peut soutenir que la meilleure chose à faire pourrait être de limiter les recours aux cas où des mesures ont été prises à l'endroit d'un analyste. En se limitant ainsi, les groupes d'arbitrage des organismes d'autoréglementation pourraient ordonner des mesures de redressement qui seraient adaptées s'ils concluaient qu'il y a eu violation<sup>54</sup>. Une telle procédure comporte peu de frais et peut être rapide.

8.55 Une autre façon plus politique et diplomate d'atteindre le but consistant à réduire la pression sur les analystes serait d'élaborer un code d'éthique ou des pratiques exemplaires pour les échanges avec les analystes financiers. Les auspices de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) pourraient être utilisées pour mettre sur pied un comité d'experts formé de chefs de la direction, de preneurs fermes et d'analystes. Un tel code modèle aurait plus de légitimité, et la conformité pourrait à nouveau être rendue obligatoire aux termes des règles d'inscription à la cote des bourses<sup>55</sup>.

### Assurer la recherche pour un marché sain

8.56 Le problème de base a déjà été énoncé : les analystes en valeurs mobilières tendent à se concentrer sur les titres de sociétés à forte capitalisation (parce que c'est là qu'elles peuvent générer des commissions de courtage suffisantes pour financer leurs budgets), mais le Canada est un marché d'émetteurs de titres à petite et moyenne capitalisation. Les titres ainsi délaissés par le marché peuvent dépérir ou végéter (malgré des progrès commerciaux réels), ou ils peuvent devenir la cible d'opérations de manipulation.

8.57 Les raisons de financer les analystes en valeurs mobilières reposent sur les piliers suivants :

1. *Étant donné que la recherche en valeurs mobilières est un « bien collectif », le marché privé ne peut fournir ce service adéquatement.* La personne qui produit des recherches en valeurs mobilières ne peut en contrôler la distribution; la recherche a plutôt tendance à se propager rapidement, de nombreux utilisateurs ultérieurs la recevant gratuitement. Cette possibilité d'utilisation sans contrepartie (l'absence de droit d'exclure des utilisateurs ultérieurs) est la caractéristique essentielle d'un « bien collectif ». L'exemple de la télévision publique illustre très bien ce concept : de nombreuses personnes la regardent, mais peu versent une contribution proportionnelle à l'utilisation qu'ils en font. En général, les « biens collectifs » ont tendance à être sous-financés par le marché parce que l'entrepreneur ne peut pas obtenir la pleine valeur de ses services.

<sup>54</sup>L'ultime pénalité si l'ordonnance d'un groupe d'arbitrage d'un OAR était ignorée ou défiée serait la radiation de la cote. Pour éviter la surutilisation d'une pénalité aussi draconienne, il pourrait être souhaitable de fournir une certaine forme d'examen en appel interne au sein de l'OAR.

<sup>55</sup>L'ACCOVAM n'a pas compétence à l'égard des émetteurs et ainsi ne pourrait pas être l'organisme d'application approprié. Toutefois, elle pourrait tenir des audiences d'arbitrage, la bourse acceptant de prendre des mesures pour appliquer ses décrets.

## Le Canada s'engage

---

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

2. *Étant donné que les courtiers ont, de nos jours, moins de liberté pour ce qui est de contrôler la recherche en valeurs mobilières, ils ne peuvent pas en tirer les mêmes bénéfices que par le passé et ont donc réduit le financement de cette activité au sein de leur entreprise. C'est là la conséquence ironique des récentes réformes. Ces réformes peuvent être justifiées, mais leur coût caché fait en sorte que la division des services bancaires d'investissement ne s'engagera pas autant financièrement dans la recherche en valeurs mobilières parce que l'entreprise en profite moins.*

3. *La recherche en valeurs mobilières s'est longtemps concentrée sur les titres ayant de forts volumes de négociation, mais le marché canadien se caractérise par une prédominance de titres de sociétés à petite capitalisation. Les titres ayant de forts volumes de négociation génèrent plus de commissions pour les maisons de courtage que les titres peu négociés. Ainsi, ces entreprises affectent leurs analystes aux titres qui ont les volumes de négociation les plus élevés.*

4. *Le suivi par un analyste est important pour une jeune entreprise à petite capitalisation qui cherche à croître. Les investisseurs, en particulier les épargnants, ne peuvent absorber ou évaluer toute l'information fournie par un émetteur. Ils ont besoin d'un intermédiaire professionnel pour assimiler et évaluer l'information qui est parfois trop complexe à analyser pour eux. En ce sens, l'analyste en valeurs mobilières est une entité de surveillance essentielle.*

5. *La fonction de l'analyste est légèrement plus complexe et coûteuse au Canada qu'aux États-Unis. Étant donné que la SEC a des exigences plus détaillées quant à la communication de l'information sur le marché secondaire (et a récemment élargi les circonstances où un formulaire 8-K doit être déposé en plus de ramener son délai de dépôt à quatre jours ouvrables), l'analyste a à sa disposition une base de données plus garnie sous forme de documents déposés auprès de la SEC. Le Canada a plutôt une vaste obligation d'information continue qui est moins précise<sup>56</sup>. Au Canada, l'analyste doit obtenir plus d'information au moyen d'entrevues personnelles, ce qui est coûteux.*

6. *La recherche en valeurs mobilières crée de la valeur pour les actionnaires. Malgré toutes les critiques récentes (et souvent méritées) au sujet des analystes en valeurs mobilières, les éléments de preuve empirique continuent de démontrer qu'il est préférable pour les épargnants de composer leur portefeuille de placement d'après des recommandations des analystes en valeurs mobilières plutôt qu'en suivant simplement une politique de suivi d'un indice ou une sélection au hasard. Ainsi, subventionner les analystes profite tant aux sociétés qu'aux particuliers.*

8.58 Pour toutes ces raisons, il est probable que l'économie canadienne (et les investisseurs canadiens) souffriront si les activités de recherche sont délaissées et si les niveaux inférieurs du marché canadien des valeurs mobilières sont moins couverts. Dans le langage du droit et de l'économie, une réduction de la couverture par des analystes est synonyme d'« effet externe négatif ».

8.59 Supposons, en nous fondant sur ce qui précède, que les raisons de subventionner la recherche soient fortes, de quelle façon la subvention devrait-elle être versée? Qui devrait en supporter les coûts? Il serait futile de se limiter à payer des maisons de courtage pour engager des analystes ou payer des analystes indépendants pour qu'ils rédigent des rapports de recherche. Les maisons de courtage continueraient à se concentrer sur les titres de sociétés à forte capitalisation, ignorant ceux de sociétés à petite capitalisation. De même, il y a peu de raisons de croire que le marché est plus efficient ou que les investisseurs sont mieux servis lorsque dix analystes au lieu de neuf seulement suivent un émetteur. Il faut plutôt

---

<sup>56</sup>Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue. Il ne s'agit pas d'une critique de ce règlement, mais simplement d'une prévision selon laquelle des instructions plus générales donnent lieu à une quantité d'information moindre.

---

voir à élargir la couverture pour qu'elle atteigne l'émetteur à « petite capitalisation ». Il est probable que le mécanisme le plus simple pour financer un niveau minimal de couverture par des analystes en ce qui a trait aux petits émetteurs serait d'utiliser les bourses à titre d'organismes centraux qui pourraient distribuer les fonds et imputer leurs coûts équitablement à secteur.

8.60 Les bourses canadiennes pourraient convenir du fait que les titres d'aucune société ne devraient être négociés sans qu'au moins un analyste les couvre de façon régulière. Bien sûr, cette norme entraînerait des radiations de la cote – à moins que la bourse ne comble l'écart par elle-même en engageant un analyste qui suivrait les sociétés qui, sinon, ne le seraient pas (et récupérerait ensuite les coûts auprès de ses membres et des sociétés inscrites). Il n'est pas nécessaire que la répartition exacte de ces coûts entre les sociétés inscrites à la cote d'une bourse et les maisons de courtage soit résolue dans ce rapport, mais les sociétés qui bénéficient de la couverture par un analyste ne devraient pas supporter la totalité des coûts de cette activité<sup>57</sup>.

8.61 Plusieurs justifications soutiennent la démarche visant à obliger les bourses à engager un analyste pour les sociétés non couvertes. Celles-ci comprennent :

1. En tant qu'entité sélectionnant les analystes, la bourse serait relativement objective et indépendante. Elle est certainement plus objective que l'émetteur ou son preneur ferme. D'autres propositions, comme distribuer des bons aux actionnaires qui les utiliseraient ensuite pour se procurer des recherches, souffre du fait que la plupart des actionnaires ne peuvent pas faire la différence entre une bonne et une mauvaise recherche ou une nouvelle recherche et une recherche périmée<sup>58</sup>.
2. La bourse pourrait engager un grand nombre d'analystes et ainsi négocier les plus bas taux possibles. Supposons qu'une bourse découvre que cent sociétés inscrites à sa cote n'étaient pas « couvertes » et que celles-ci appartaient à vingt secteurs distincts. Selon toute probabilité, elle aurait besoin des services de vingt analystes différents. Elle pourrait engager des analystes et négocier les modalités de ces contrats dans le cadre d'un monopole virtuel; c'est-à-dire qu'elle aurait plus de pouvoir qu'une seule entreprise ou qu'une seule maison de courtage. De plus, des économies d'échelle sont rattachées à une telle embauche en masse, étant donné que chaque analyste serait probablement engagé pour suivre plusieurs sociétés.
3. La bourse pourrait utiliser une norme objective (exactitude des prévisions antérieures) pour choisir les analystes qu'elle engagerait. L'objectif serait ici de créer un climat de concurrence autour de l'exactitude relative. Les émetteurs et les preneurs fermes sont soumis à diverses sources de conflit d'intérêts et n'utiliseraient pas nécessairement ces critères pour procéder à des embauches. Cette proposition cadre donc bien avec la proposition précédente qui consiste à échanger le classement et à publier les notations des analystes en fonction de l'exactitude de leurs prévisions de bénéfices antérieures.
4. La bourse pourrait récupérer les coûts auprès de l'ensemble du secteur, répartissant la taxe d'une manière équitable, ce que d'autres intervenants privés ne pourraient pas faire. Comme nous l'avons indiqué précédemment, les biens collectifs sont généralement payés avec l'argent des contribuables ou avec des contributions privées. Au même titre que le gouvernement défraie les coûts des parcs avec l'argent des contribuables parce qu'il ne peut pas facilement en exclure les « utilisateurs sans contrepartie », les bourses

<sup>57</sup>Il est clair qu'il existe divers moyens de financer les coûts d'une liste d'analystes, comme par exemple : 1) au moyen de droits perçus auprès de tous les émetteurs qui demandent le service; 2) au moyen de droits perçus auprès de tous les émetteurs à titre de contribution au marché financier dont ils profitent tous (réparti entre toutes les sociétés inscrites à la cote d'une bourse, le coût pour chaque société serait probablement minime); ou 3) au moyen d'un fonds provisionné avec le surplus des amendes perçues par les organismes de réglementation ou les OAR.

<sup>58</sup>Pour cette proposition, voir Choi et Fisch, *supra*, note 45.

## Le Canada s'engage

---

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

peuvent répartir les coûts du financement des analystes entre tous les émetteurs et les maisons de courtage. Il n'y a toutefois pas lieu pour l'instant d'établir la façon dont cette taxe sera répartie. On peut penser que les sociétés non couvertes paieraient des droits d'inscription plus élevés; peut-être que toutes les sociétés contribueraient dans une certaine mesure en payant des droits d'inscription légèrement plus élevés. On pourrait soutenir que cette taxe devrait plutôt être davantage imposée aux maisons de courtage qu'aux sociétés inscrites de manière à ne pas nuire à de nouvelles inscriptions. Les maisons de courtage pourraient être assujetties à une taxe au moyen des cotisations qu'elles versent normalement à la bourse pour soutenir celle-ci, ces cotisations étant généralement établies d'après leur volume de négociation (cette proposition visant à accroître les volumes de négociation).

5. Une meilleure couverture de recherche devrait ouvrir la voie à une augmentation des opérations et à une hausse du bénéfice dans l'industrie. Comme nous l'avons indiqué plus tôt, la recherche en valeurs mobilières profite aux investisseurs<sup>59</sup>, mais le secteur privé n'est pas en mesure de l'assurer sans une forme quelconque d'action collective. Si les investisseurs profitent de la recherche, on peut s'attendre à ce qu'ils effectuent davantage d'opérations. Ainsi, sur ce fondement purement intéressé, la recherche justifie d'être financée, et une taxe devrait être imposée, du moins en partie, au secteur des valeurs mobilières plutôt qu'aux citoyens par l'entremise de dépenses publiques.

8.62 Pour terminer, cette proposition est fondée sur le principe selon lequel les bourses devraient faire plus que fournir un lieu pour effectuer des opérations de négociation, comme elles le font depuis longtemps déjà. En effet, depuis plus d'un siècle, la Bourse de New York encourage ses investisseurs à y négocier leurs titres en exigeant que les sociétés inscrites à sa cote publient leurs états financiers pour assurer une plus grande transparence. Les bourses sont également des OAR qui assurent une application des lois, fournissant ainsi un autre service non lié à la négociation de titres dont profitent les investisseurs.

8.63 Cette proposition pose le principe voulant que les bourses devraient poursuivre leur quête de transparence en s'assurant que toutes les sociétés inscrites à leur cote bénéficient d'un certain niveau de surveillance par des analystes. Une telle surveillance crée de la valeur pour les actionnaires et au bout du compte, elle pourrait s'autofinancer parce qu'elle générerait un volume de négociation plus élevé à la bourse.

8.64 Cette proposition n'est pas une nouveauté. La Bourse de Singapour recherche activement des sociétés étrangères pour les inscrire à sa cote, en particulier des sociétés à petite et moyenne capitalisation<sup>60</sup>. Une partie de sa stratégie consiste à soutenir la couverture de ces plus petites sociétés par des analystes. À cet égard, les subventions aux analystes en recherche pourraient donner aux bourses canadiennes un avantage concurrentiel par rapport à l'AIM, qui ne déploie pas d'efforts semblables. Il est également peu probable que l'AIM puisse livrer concurrence sur cette base parce que les analystes de Londres ne pourraient pas facilement suivre les titres canadiens. Fournir une garantie de couverture par un analyste profite alors aux investisseurs, aux petits émetteurs et aux bourses mêmes. Cela pourrait représenter une coalition suffisamment puissante pour surmonter même la force d'inertie habituellement dominante.

<sup>59</sup>Voir *supra*, note 33 et texte complémentaire.

<sup>60</sup>Elliot Wilson, « Scandal Cools Taste for China Plays », *The Standard*, 7 mars 2005 (qui décrit la stratégie d'affaires de la bourse de Singapour).