

Chapitre 9

Une idée à explorer : Une assurance contre la désinformation dans les marchés financiers du Canada

9.1 Dans les chapitres précédents, nous avons souligné l'importance pour tous les Canadiens de maintenir le dynamisme des marchés financiers au Canada. Nous avons abordé la question de la « décote associée au Canada » – soit la décote appliquée aux titres négociés au Canada qui s'explique en partie par le laxisme, réel ou perçu, dans la réglementation des valeurs mobilières au Canada, surtout en ce qui a trait à son application.

9.2 Nous avons également montré que la réglementation des valeurs mobilières est dynamique et en constante évolution, les organismes de réglementation s'affairant à créer des cadres de travail qui serviront non seulement à protéger les investisseurs mais aussi à doter leur marché intérieur d'un avantage concurrentiel. La création de l'Alternative Investment Market et du concept de conseiller désigné NOMAD (*Nominated Advisor*) au Royaume-Uni en constitue un exemple, tout comme l'adoption du concept d'« émetteur établi bien connu » (*well known seasoned issuer*) aux États-Unis. Ces marchés ont tenté de se distinguer par leurs innovations sur le plan de la réglementation. Le Canada doit maintenant emboîter le pas.

9.3 Dans ce rapport, nous avons fait certaines recommandations visant à moderniser la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Nous croyons que ces recommandations maintiendront ou amélioreront la compétitivité des marchés financiers canadiens et, du même coup, continueront d'assurer la protection des épargnants. Nous considérons que chacune de ces recommandations est importante et, il va sans dire, nous encourageons fortement leur mise en œuvre ou l'étude plus poussée de certaines d'entre elles. Par la même occasion, nous reconnaissons aussi que nos recommandations ont un caractère évolutif plutôt que révolutionnaire. Nous l'admettons ouvertement. La modernisation n'est après tout qu'un processus évolutif qui consiste à bâtir sur les assises mises en place tout en tentant de les améliorer.

9.4 Le Groupe de travail s'est néanmoins demandé si le moment était venu de franchir une nouvelle étape audacieuse et innovatrice – peut-être même une étape révolutionnaire – pour permettre aux marchés financiers canadiens de se démarquer. Nous avons investi du temps pour explorer cette étape – une assurance contre la désinformation dans les marchés financiers – et avons commandé deux rapports de recherche par des experts dans le domaine pour nous renseigner à ce sujet et pour déterminer quelles révisions de politiques pourraient découler de ce qui suit.

9.5 L'idée d'une assurance contre les risques liés aux marchés financiers n'est guère nouvelle. Ce qui est nouveau, c'est la catégorie de risque que nous proposons de cibler. Bien que notre idée soit encore embryonnaire et que nous hésitions à la recommander ou à la rejeter, nous croyons néanmoins qu'elle gagnerait à faire l'objet d'une étude approfondie.

Une question de risque

9.6 Presque tous les aspects du fonctionnement des marchés financiers comportent des risques, et le risque auquel l'investisseur s'expose est idéalement proportionnel aux récompenses auxquelles il s'attend. Les risques peuvent bien entendu être classés selon les catégories suivantes (sous réserve d'une marge d'erreur reconnue et d'un certain degré de chevauchement) : le « risque lié au marché », le « risque lié à la valeur du placement » et le « risque lié au comportement ». Le risque lié au marché peut se définir comme étant le risque associé aux mouvements naturels du marché et à la difficulté de déterminer à quel moment acheter ou vendre des titres sans disposer d'une boule de cristal. Le risque lié à la valeur du placement est tout simplement le risque associé au choix du mauvais titre, alors que le risque lié au comportement tient à l'incompétence ou aux délits de la part de la direction et des administrateurs d'un émetteur.

9.7 Le lien entre ces trois catégories de risque sera évident : le risque lié au comportement influe sur le degré de réalisation du potentiel d'un émetteur; la valeur du placement tient par conséquent au potentiel de l'émetteur sur le plan des biens durables et à la fiabilité et à l'intégrité des personnes responsables.

9.8 Le risque lié au marché repose clairement sur une multitude d'enjeux au niveau macro – tant nationaux qu'internationaux. Le lien entre cette catégorie et les deux autres catégories comporte deux volets. Tout d'abord, un comportement aberrant nuit à l'émetteur là où un tel comportement est à l'œuvre et peut se répercuter sur la réputation des marchés financiers en général, ce qui est plus important d'un point de vue systémique. Un exemple éloquent au Canada est l'effet néfaste qu'a eu la fraude de Bre-X Minerals Ltd. sur la capacité de mobilisation de capitaux de la vaste majorité du secteur minier canadien pendant une période prolongée.

9.9 Au Canada, la réglementation des valeurs mobilières gère de plusieurs façons certains risques liés aux marchés financiers :

- *Risque lié au comportement* – les lois sur les valeurs mobilières et leur application protègent du moins en partie les investisseurs. L'application de ces lois est assurée par le secteur public et par des recours dans le secteur privé.
- *Risque lié à la valeur du placement* – les investisseurs sont protégés par des lois en matière de communication de l'information qui prévoient la communication en temps opportun et de façon exacte de tous les renseignements importants concernant un émetteur; toute violation de ces lois entraîne des mesures d'application des lois.

9.10 Quant au risque lié au marché, les investisseurs peuvent bénéficier d'une certaine protection en diversifiant leurs avoirs, mais pour ce qui est du risque propre à l'émetteur en particulier, et du risque de tort systémique à la réputation découlant de comportements extrêmes, les émetteurs et les investisseurs, ainsi que le marché en général, sont très peu protégés. Par ailleurs, en ce qui a trait au risque lié au comportement, lorsqu'une information inadéquate ou inexacte a été communiquée sur les marchés financiers, ou lorsqu'une information n'a pas été communiquée en temps opportun, le fait qu'une sanction ait été appliquée par suite d'une violation des lois sur les valeurs mobilières après des procédures d'application des lois souvent très longues constitue une mince consolation pour un investisseur lésé. Pour obtenir un redressement, ce dernier doit plutôt tenter une poursuite civile ou se joindre à une telle poursuite (ce qui est tout de même plus facile depuis le 1^{er} janvier 2006).

9.11 Face aux attentes de plus en plus grandes du public, qui estime qu'il est du ressort des organismes de réglementation de concourir au recouvrement des fonds d'un investisseur lésé, les organismes en question tentent d'obtenir le pouvoir d'ordonner à l'auteur du méfait de verser une indemnité¹. La possibilité pour un investisseur d'obtenir ainsi un tel redressement par des voies indirectes est très limitée. Qu'on ait recours à une poursuite civile ou au processus réglementaire pour obtenir un redressement, rien ne garantit que le défendeur sera « disponible » ou qu'il ne sera pas à l'abri des jugements.

Le rôle des assurances

9.12 Il existe une autre approche qui mérite qu'on s'y attarde. Historiquement, les investisseurs bénéficiaient d'une protection contre divers risques liés aux marchés financiers par l'effet des assurances, lesquelles peuvent être conçues et fournies par le secteur public ou le secteur privé. Plusieurs exemples viennent rapidement à l'esprit (et la liste qui suit est loin d'être exhaustive) :

- Au Canada, les dépôts bancaires sont couverts, en cas de faillite des banques, jusqu'à concurrence de 100 000 \$ (capital et intérêts) par la Société d'assurance-dépôts du Canada, une société d'État fédérale. Le fondement d'un tel programme se passe d'explications. La sécurité des comptes bancaires des particuliers est essentiellement perçue comme un impératif national.
- De même, les sociétés de courtage ont établi et veillent à maintenir la sécurité des fonds déposés auprès d'un membre de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières au moyen du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE). Que la faillite d'une société de courtage soit attribuable à l'incompétence ou à la malhonnêteté de la direction ou encore à la matérialisation de risques liés au marché encourus par la société de courtage en toute connaissance de cause, le FCPE protège les fonds mis en dépôt par les clients.
- Le Fonds de garantie des prestations de retraite (FGPR) en Ontario prévoit une assurance en cas de disparition des prestations de retraite advenant la faillite d'une société qui se solderait par l'incapacité d'un régime de retraite de verser les prestations promises.
- La Société d'indemnisation en matière d'assurances IARD (SIMA) et Assuris, un organisme à but non lucratif créé par les sociétés d'assurance-vie exerçant des activités au Canada, prévoient une assurance en cas de disparition des prestations d'assurance par suite de l'insolvabilité d'une société d'assurances sous réglementation fédérale.
- Pour ce qui est du risque lié au comportement, la possibilité pour un défendeur ayant obtenu gain de cause de toucher des dommages-intérêts *pourrait*, dans une certaine mesure, être indirectement facilitée par une assurance responsabilité des administrateurs et des dirigeants. La possibilité de recourir à ce type d'assurance est incertaine du fait qu'il n'existe aucune exigence réglementaire obligeant une société ouverte à souscrire une telle assurance et du fait qu'aucune indemnisation n'est prévue en cas de fraude. Même si cette forme d'assurance existe, la possibilité pour les parties lésées d'obtenir une indemnisation dans certaines circonstances pose des problèmes.

¹En vertu de l'alinéa 127(1)(10) de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a le pouvoir de rendre une ordonnance enjoignant « à la personne ou à la compagnie de remettre à la Commission les montants obtenus par suite du manquement » aux lois ontariennes sur les valeurs mobilières. L'affectation des montants remis est déterminée par l'alinéa 3.4(2) de la *Loi sur les valeurs mobilières*, qui précise ce qui suit : « La Commission verse au Trésor les sommes qu'elle reçoit conformément à une ordonnance visée à la disposition 9 ou 10 du paragraphe 127 (1) de la présente loi [...] ou en règlement de poursuites qu'elle a intentées, à l'exclusion des sommes qui lui sont versées, selon le cas, a) en remboursement des frais et dépens qu'elle a engagés ou doit engager ou b) selon les termes de l'ordonnance ou du règlement **en vue de leur distribution à des tiers ou à leur profit** ». [nos caractères gras]

Le Canada s'engage

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

9.13 Bien entendu, le parallèle entre les exemples cités ci-dessus et le cas d'un investisseur pénalisé par des informations trompeuses ou inexactes ne relève pas nécessairement de l'évidence même. Les banques canadiennes constituées en vertu de la *Loi sur les banques* et les sociétés d'assurances constituées sous le régime fédéral sont contrôlées par un organisme de réglementation appelé le Bureau du surintendant des institutions financières, qui examine régulièrement les activités et la situation financière de ces institutions dans le but d'éviter la perte de dépôts ou encore de préserver leur capacité d'effectuer des règlements. Les institutions de dépôt et les sociétés d'assurance provinciales font l'objet d'une surveillance semblable. Par contre, personne ne surveille la préparation des documents financiers, des documents d'information déposés et des communiqués de presse, pour n'en nommer que quelques-uns, d'un émetteur assujéti. La réglementation se contente d'imposer une obligation de communiquer l'information de façon complète et véridique, mais aucune autorité ne pourrait prévoir ou empêcher la désinformation dans le domaine public et ne pourrait, par conséquent, éviter ou diminuer les pertes pouvant en découler.

9.14 Quoi qu'il en soit, au nombre des risques liés aux marchés financiers qui sont directement atténués par diverses formes d'assurance, certains risques brillent par leur absence. Ceux-ci, lorsqu'ils se matérialisent, font les manchettes et indignent le public. Il s'agit des risques associés à la *désinformation* dans le marché. L'expression « désinformation » n'est pas définie dans les lois canadiennes sur les valeurs mobilières. Nous l'employons pour désigner à la fois les déclarations inexactes (soit les déclarations fausses ou l'omission de mentionner un fait qui est nécessaire pour qu'une déclaration ne soit pas trompeuse) et les retards dans la communication de renseignements.

9.15 Lorsque la désinformation survient dans des circonstances qui retiennent l'attention du public (Bre-X Minerals Ltd. au Canada ainsi que Enron Corporation et WorldCom Inc. aux États-Unis sont des exemples notoires qui viennent immédiatement à l'esprit), c'est tout le marché qui s'en ressent, et non seulement le marché de négociation du titre en question.

9.16 Comme il a été expliqué ailleurs dans ce rapport, les valeurs mobilières canadiennes ont historiquement fait l'objet d'une « décote associée au Canada ». Cette décote s'explique par un certain nombre de facteurs – y compris la réputation de « jungle » qu'avait la Bourse de Vancouver pendant de nombreuses années (réputation fondée ou non), la perception (fondée ou non) du manque de rigueur dans l'application des lois sur les valeurs mobilières et la quasi-impossibilité d'obtenir un redressement au moyen d'une action civile.

9.17 Des « opérations de nettoyage » ciblées à Vancouver effectuées tant par les organismes de réglementation que par les entités membres, la fusion de la Bourse de Vancouver avec celle de l'Alberta et la nouvelle dénomination de TSX croissance qui en est issue ainsi que l'adoption d'une réglementation rigoureuse ont contribué à régler le premier de ces facteurs. Le deuxième facteur, qu'il soit réel ou perçu, est décrit au chapitre 7 de ce rapport ainsi que dans les rapports de recherche du juge Peter Cory et de la professeure Marilyn Pilkington² et des professeures Puri et Condon³, rapports qui ont été commandés par le Groupe de travail. Enfin, le dernier de ces facteurs a récemment été réglé dans une certaine mesure par les dispositions en matière de responsabilité civile prévues dans les lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario, de l'Alberta et du Manitoba et d'autres qui sont à l'étude dans d'autres provinces canadiennes.

9.18 La « décote associée au Canada » perdure néanmoins. L'une des statistiques fournies par la Banque du Canada, que toute personne niant l'importance de la « décote associée au Canada » devrait garder à l'esprit, c'est que toute baisse de 50 points de base de la prime de risque liée aux émetteurs canadiens se traduit par une hausse allant d'environ 0,8 % à 1,0 % du produit intérieur brut⁴. Ce phénomène touche non seulement les émetteurs et les investisseurs directs, mais

²L'hon. P. Cory et M. Pilkington, *Critical Issues in Enforcement* dans le volume VI.

³M. Condon et P. Puri, *The Role of Compliance in Securities Regulatory Enforcement* dans le volume VI.

⁴La Banque du Canada, *Implications on the Canadian Economy of a Fall in the Corporate Risk Premium* (janvier 2006) (document de recherche non publié).

aussi les retraités et ceux sur le point de prendre leur retraite qui souhaitent que leur portefeuille de titres canadiens soit évalué en fonction d'une prime de risque nationale la moins élevée possible.

9.19 Existerait-il une solution révolutionnaire? Une idée qui peut être avancée consiste à élaborer un cadre de travail qui permettrait aux émetteurs canadiens de dire aux investisseurs : « sous réserve des limites de notre programme, si vous choisissez de participer aux marchés financiers canadiens, vous ne perdrez pas votre argent pour cause de désinformation dans le marché. Il est possible que vous arrêtiez votre choix sur un titre décevant (risque lié à la valeur du placement) ou que le marché se comporte d'une manière désavantageuse pour vous (risque lié au marché), mais si le marché a été induit en erreur, nous répondrons de l'intégrité de nos marchés et vous protégerons contre ce risque ».

9.20 En reconnaissant l'attrait possible qu'aurait un tel programme, et en gardant clairement à l'esprit les points négatifs qui pourraient en découler – et les difficultés que pose sa mise en œuvre – deux études ont été commandées par le Groupe de travail. Le professeur Tom Baker⁵ s'est penché sur la forme potentielle que pourrait revêtir un tel programme, tandis que le professeur Harry Panjer⁶ s'est attardé aux aspects actuariels de celui-ci. Leurs observations sont présentées ci-dessous.

9.21 Nous encourageons les lecteurs de ce rapport à prendre le temps de lire les rapports de M. Baker et de M. Panjer en entier, qui présentent des analyses détaillées sur la façon dont un tel programme pourrait être structuré. Certaines de leurs observations sont reproduites ci-dessous.

9.22 Selon nous, le processus ne devrait *pas* s'amorcer par une discussion sur la façon dont un programme de ce genre pourrait être créé, ni par une discussion sur les éléments de conception critiques (qui peut faire une réclamation? qui peut faire l'objet d'une réclamation et pour quelle raison? comment le programme serait-il financé?) Pour trouver le point de départ, il faut commencer par la fin et se poser deux questions : i) un tel programme serait-il à l'avantage net des investisseurs et ii) un programme de ce genre saurait-il améliorer la compétitivité des marchés financiers canadiens?

9.23 L'opinion du professeur Baker concernant ces deux questions est résumée dans le sommaire de son rapport⁷ :

[traduction] L'objection la plus sérieuse à ce nouveau concept tient au fait que les investisseurs n'ont pas besoin d'un nouveau programme d'assurance en cas de pertes découlant de la désinformation liée aux valeurs mobilières. Les épargnants et les investisseurs institutionnels ont déjà le pouvoir d'atténuer le risque d'essuyer de telles pertes en ayant un portefeuille diversifié. Les investisseurs bénéficient déjà de mécanismes leur permettant de toucher une indemnité lorsqu'ils subissent des pertes de ce genre par l'effet des lois sur les valeurs mobilières, plus particulièrement les nouvelles dispositions législatives ontariennes sur la responsabilité civile relative à l'information sur le marché secondaire [...] En outre, les sociétés ouvertes canadiennes souscrivent déjà des assurances visant à répartir les pertes imputables à la responsabilité civile; il s'agit de l'assurance responsabilité des administrateurs et des dirigeants.

Un programme d'assurance contre la désinformation liée aux valeurs mobilières offre néanmoins aux marchés financiers canadiens les avantages systémiques potentiels suivants :

- un meilleur respect des lois sur les valeurs mobilières (qui s'explique par l'internalisation des coûts par les émetteurs et les efforts déployés au chapitre de la gouvernance aux termes du programme d'assurance contre la désinformation liée aux valeurs mobilières); et
- un regain de confiance des investisseurs (provenant de l'effet de ce qui équivaut à une garantie de respect des exigences en matière de communication de l'information).

⁵T. Baker, *Insurance Against Misinformation in the Securities Market* dans le volume II.

⁶H. Panjer, *Insurance Against Misinformation in the Securities Market: Actuarial Aspects* dans le volume II.

⁷Baker, *supra*, note 5 à la page 370.

Le Canada s'engage

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

9.24 Ces points de vue méritent de toute évidence un examen approfondi.

- Bien qu'il soit possible pour les investisseurs d'atténuer le risque lié à la désinformation en diversifiant leur portefeuille, leur comportement s'écarte souvent de la logique. Comme nous avons pu le constater dans le chapitre 4 et dans le rapport de recherche du professeur Deaves et coll.⁸, l'investisseur type est limité par une capacité d'attention réduite, une inattention aux détails, une dépendance envers des prédispositions qui peuvent se révéler sous-optimales, un excès de confiance, des partis pris et l'émotivité, pour ne nommer que quelques facteurs. Nous avons peine à imaginer que des investisseurs qui ont perdu de l'argent dans l'affaire Bre-X ou dans d'autres débâcles canadiennes très médiatisées liées à la désinformation puissent trouver une consolation dans le fait que leurs placements aient été diversifiés. Si c'était le cas, ça n'a pas été rapporté comme tel dans les médias.
- Le fait qu'un automobiliste blessé puisse avoir un recours contre le conducteur responsable ne rend pas inutile ou imprudente l'assurance automobile. De même, le fait qu'un investisseur dispose d'un recours amélioré contre les auteurs de la désinformation ne doit pas pour autant rendre inutile un programme d'assurance prévu pour un préjudice de cette nature.
- L'assurance responsabilité des administrateurs et des dirigeants, qui peut être résiliée par la société l'ayant souscrite ou par l'assureur, et qui n'est pas par ailleurs régie par les lois sur les valeurs mobilières, n'offre que peu de réconfort aux investisseurs lésés. Ceci est particulièrement vrai lorsque les polices de ce type excluent la fraude – et c'est justement là où elle serait utile pour l'investisseur.

9.25 Les commentaires du professeur Baker au sujet du fait qu'un programme d'assurance a le *potentiel* d'offrir des avantages systémiques aux marchés financiers canadiens sont pour le moins intrigants, et cette possibilité mérite qu'on s'y attarde. Le professeur Baker affirme que la matérialisation des avantages dépendrait en grande partie de la conception du programme. Il propose un certain nombre de solutions de rechange sur le plan de la structure et de suggestions que nous étudierons plus loin.

9.26 Mais qu'en est-il du professeur Panjer qui a examiné cette idée du point de vue actuariel. Qu'a-t-il à dire sur le sujet? Dans ses observations et ses conclusions, le professeur Panjer⁹ affirme ce qui suit :

[traduction] Le risque lié à la désinformation touche tous les investisseurs, tant les épargnants que les investisseurs institutionnels comme les régimes de retraite. Des pertes surviennent lorsque des titres sont achetés (vendus) à des prix trop élevés (trop bas). La désinformation provoque donc une aberration temporaire du cours d'un titre. Ainsi, une fois rectifiée, il est peu probable que la désinformation ait des répercussions à long terme sur les marchés. Un cas de désinformation peut toutefois être très coûteux pour un investisseur donné. **L'objectif d'un programme d'assurance des investisseurs consiste à protéger ces derniers dans le but d'accroître la confiance dans le marché des valeurs mobilières. Cette confiance accrue dans un marché canadien caractérisé par une telle assurance améliore la compétitivité du fait que les marchés canadiens se distingueraient alors des marchés où une telle assurance n'existe pas.** [nos caractères gras]

9.27 Quant au débat visant à déterminer s'il appartient au gouvernement de régir un tel programme, le professeur Panjer¹⁰ affirme ce qui suit :

[traduction] [...] on pourrait soutenir qu'il est dans l'intérêt national que le gouvernement appuie l'amélioration de la compétitivité des marchés canadiens, car cela favoriserait l'injection de capitaux au

⁸Deaves, Dine et Horton, *How are Investment Decisions Made?* dans le volume II.

⁹Panjer, *supra*, note 6 à la page 457.

¹⁰*Ibid.*

Canada, ce qui se traduirait notamment par des investissements plus importants au pays et par la création de nouveaux emplois pour les Canadiens.

9.28 À cette étape-ci, il convient de rappeler aux lecteurs que l'objectif d'un programme d'assurance contre les déclarations fausses ou trompeuses consiste à faire ressortir les avantages que représente le marché financier canadien (soit le filet de sécurité offert aux investisseurs qui n'est offert par aucun autre marché financier, à notre connaissance), ce qui contribuera à améliorer la liquidité et à réduire la décote associée au Canada.

9.29 À la lumière de ce qui précède, il y a lieu d'examiner un certain nombre de questions :

Sur le plan philosophique

- Est-ce que l'existence d'un tel programme laisserait supposer que le Canada n'avait d'autre choix que de fournir une assurance pour compenser la qualité inférieure de l'information communiquée dans ses marchés? Le professeur Baker souligne que la question des implications positives ou négatives d'une garantie avait été examinée et que d'après la conclusion du public, une garantie était le gage de la confiance du fabricant dans son produit plutôt qu'un moyen de regagner la confiance du consommateur¹¹.

Sur le plan du fond

- Comment un tel programme serait-il conçu – qui serait en droit de présenter une réclamation? Comment évaluerait-on les dommages? Comment s'y prendrait-on pour faire une réclamation? Comment le programme serait-il financé? Qui en assurerait la gestion? Toutes ces questions ont été abordées dans les rapports de recherche, et le professeur Baker propose trois structures différentes en précisant que, pour des raisons pratiques, certains éléments qui ont été attribués à une structure donnée auraient très bien pu se substituer à une autre structure.

9.30 Le professeur Baker propose les trois structures suivantes¹² :

- 1) La création d'une nouvelle société d'État, la Société d'assurance des investisseurs canadiens (SAIC), qui aurait pour modèle la Société d'assurance-dépôts du Canada et dont le but serait de fournir une assurance contre la désinformation dans les marchés financiers. Les prestations versées par la SAIC seraient de première ligne, c'est-à-dire que les investisseurs pourraient toucher des prestations sans avoir à tenter au préalable une action privée contre les auteurs de la désinformation.
- 2) Les bourses de valeurs au Canada exigeraient des émetteurs dont les titres sont inscrits à leur cote qu'ils participent à un nouveau programme d'assurance qui serait appelé le Fonds canadien de protection contre la fraude liée aux valeurs mobilières. Ce programme constituerait un complément à la responsabilité civile puisque les investisseurs lésés devraient d'abord obtenir gain de cause dans une action civile privée intentée contre les responsables de la désinformation puis tenter de recouvrer le montant adjugé par le tribunal.
- 3) Des lois seraient adoptées exigeant des émetteurs qu'ils obtiennent une assurance contre la désinformation auprès d'un assureur autorisé ou qu'ils fassent état du fait qu'ils ont décidé de ne pas en souscrire. Cette assurance serait en fait une assurance responsabilité complémentaire de première partie qui, pour employer des termes du domaine des

¹¹Baker, *supra*, note 5 à la page 391 où il affirme : [traduction]« L'un des avantages potentiels d'une assurance contre la désinformation liée aux valeurs mobilières tient à la fonction d'indice que comporte cette assurance, qui est semblable à celle que les économistes attribuent aux garanties de produits qualifiées de généreuses. Dans la littérature économique, on dit que les consommateurs portent une attention particulière aux garanties, non parce qu'ils sont prêts à se plier à des procédures compliquées pour faire respecter la garantie, mais plutôt parce que les garanties sont signe de la grande qualité du produit ».

¹²*Ibid.* aux pages 404 à 407.

assurances, fonctionnerait tout comme une « assurance de carence » qui s'ajoute aux polices d'assurance responsabilité de tous les défendeurs potentiels parties à une action civile visant un émetteur ayant souscrit une assurance. Les prestations prévues par l'assurance contre la désinformation deviendraient payables advenant l'impossibilité de toucher les prestations prévues par l'assurance responsabilité civile pour tout motif, y compris l'épuisement des fonds.

9.31 Il serait peut-être plus simple pour les lecteurs que nous nous attardions dans un premier temps à ce que nous considérons comme étant les caractéristiques communes de ces structures. Les décideurs pourraient vouloir considérer les avantages d'un programme d'assurance qui s'apparenterait étroitement au régime de responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire déjà en vigueur en Alberta, au Manitoba et en Ontario (que nous appelons dans ce rapport pour en faciliter la lecture, « régime de responsabilité civile »). Plus particulièrement :

- Sous réserve d'un critère essentiel énoncé ci-dessous, un investisseur assuré s'entendrait de toute partie ayant une réclamation aux termes du régime de responsabilité civile.
- Le montant de la réclamation serait assujéti aux mêmes limites que celles imposées par le régime de responsabilité civile (à savoir 5 % de la capitalisation boursière de l'émetteur ou un million de dollars, selon le plus élevé des deux montants).
- Aux fins des limites de réclamations, les multiples déclarations fausses ou trompeuses seraient traitées comme une seule déclaration, comme c'est le cas en vertu du régime de responsabilité civile.

L'exception serait que seuls les investisseurs ayant effectué des opérations sur un titre par le truchement d'une bourse de valeurs canadienne seraient admissibles au programme.

9.32 En prenant comme base ces caractéristiques communes, un programme d'assurance peut être conçu de trois manières, comme l'a mentionné le professeur Baker. Nous n'étions pas intéressés à nous pencher sur la solution touchant le secteur privé, étant donné que le secteur des assurances avait l'occasion d'étudier la question, mais a choisi de ne pas le faire.

9.33 Il reste donc deux avenues à explorer. L'une voulant que le programme soit mis sur pied par une bourse de valeurs (qui souhaite se distinguer et mettre en valeur son produit) et l'autre voulant que ce soit au gouvernement d'y veiller, témoignant ainsi de l'importance pour le pays d'avoir un marché financier sain et crédible. Chaque avenue se défend et nous n'avons pas tranché en faveur de l'une ou de l'autre.

9.34 La source de financement constitue l'un des principaux points dont il faut tenir compte (peu importe que le programme soit pris en charge par une bourse de valeurs ou par le gouvernement). Les sources évidentes sont les investisseurs et les émetteurs :

- 1) Les investisseurs bénéficieraient d'un tel programme pour des raisons évidentes, mais aussi du fait que la valeur des actions qu'ils détiennent devrait correspondre à un prix plus juste en raison de la réduction de la décote associée au Canada. Le financement qu'ils fourniraient pourrait provenir de frais prélevés à chaque opération, lesquels seraient calculés d'après la valeur en dollars de l'opération en question.
- 2) Les émetteurs en bénéficieraient grâce à la réduction attendue du coût de financement (à mesure que la décote associée au Canada diminue) et à l'amélioration de la liquidité découlant de l'intérêt accru des investisseurs à investir en bourse au Canada.

9.35 Chaque source de financement soulève son lot de questions. D'abord, en ce qui a trait aux frais prélevés à chaque opération, le risque qu'il soit peut-être plus coûteux d'exercer des activités de négociation au Canada (même s'il s'agit d'une très faible marge) pourrait inciter les gros négociants à se tourner vers d'autres marchés dans le cas des titres inscrits à la cote de plus d'une bourse. Il existe aussi le risque concomitant qu'une telle tendance diminue l'attrait pour les émetteurs canadiens d'inscrire leurs titres à la cote d'une bourse canadienne. Quoi qu'il en soit, il faudrait se pencher attentivement sur cette question pour éviter que ce coût n'ait des répercussions défavorables pour les marchés financiers canadiens.

9.36 Cependant, on pourrait tout aussi bien faire valoir l'inverse : si un titre inscrit à la cote de plus d'une bourse faisait l'objet d'une fraude et qu'un investisseur institutionnel choisissait d'exercer des opérations sur titres à l'extérieur du Canada, renonçant ainsi à l'assurance, comment cette décision pourrait-elle se justifier *a posteriori*? Comment un conseiller expliquerait-il à son client que les titres ont été négociés à l'extérieur du pays alors que s'ils avaient été négociés au Canada, le client aurait bénéficié d'une meilleure protection moyennant des frais?

9.37 Quant à la possibilité que le financement soit assuré par les émetteurs, que ce soit au moyen de frais d'inscription annuels ou par l'entremise d'un assureur gouvernemental (tout comme la SADC est financée au moyen d'une cotisation prélevée auprès des institutions de dépôts), il faudrait déterminer si les frais associés à un tel système seraient établis d'après un barème ou s'ils seraient plutôt fixés d'après la capitalisation boursière tout simplement.

9.38 Le concept d'un barème comporte certains attraits indéniables (dont la quête d'excellence des entreprises qu'entraîneraient des primes établies en fonction d'un barème). Cependant, vu le grand nombre d'émetteurs assujettis, nous sommes d'avis qu'un tel système ne serait pas pratique et que le concept des frais basés sur la capitalisation boursière susciterait plus d'intérêt. En examinant cette question, le professeur Panjer souligne que même si les entreprises ayant des bonnes pratiques en matière de communication de l'information risquent, d'une certaine façon, d'avoir à faire les frais des faiblesses des autres entreprises à ce chapitre, ce sont toutes les entreprises qui bénéficieraient de la réputation rehaussée du marché¹³.

9.39 Au cas où les lecteurs auraient l'impression que nous avons été biaisés ou que nous avons fermé les yeux sur certains des véritables enjeux soulevés par ce concept, nous dressons ci-dessous une liste de points non négligeables qui risquent de ternir l'attrait de celui-ci :

- Le risque moral associé à un programme semblable lancé par le gouvernement s'est soldé par une décision désastreuse sur le plan financier de la part du gouvernement du Canada (à la suite d'une commission d'enquête dirigée par un ancien juge de la Cour suprême du Canada, soit Willard Z. Estey) de rembourser tous les dépôts auprès de la Banque Commerciale du Canada et de Norbanque par suite de la faillite de celles-ci parce que les agissements ou les déclarations de la Banque du Canada ont laissé croire aux déposants que leurs dépôts étaient protégés. Ce scénario est tout aussi plausible pour les réclamations contre un émetteur découlant de désinformation.
- Les limites de recouvrement actuelles en vertu du régime de responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire prévues par les lois en vigueur dans les provinces où un tel régime existe sont peu élevées (si on les compare à la capitalisation boursière des émetteurs). Ce régime serait donc de peu d'utilité pour assurer une vraie protection dans le cas où c'est l'entreprise au complet qui fait faillite. Une telle situation pourrait entraîner un mouvement pour faire augmenter les limites prévues par un programme d'assurance contre la désinformation.

¹³Panjer, *supra*, note 6 à la page 442.

-
- Malgré les limites proposées, les coûts associés à un programme d'assurance contre la désinformation ne seraient pas négligeables et s'ajouteraient au coût de financement bien avant qu'on puisse y voir une preuve que le sentiment de sécurité accrue procuré par l'effet de l'assurance ait contribué à réduire la « décote associée au Canada ».
 - Il y a un risque que le manque de diligence des investisseurs quant à leurs connaissances des faits et à la diversification pourrait être amplifié au lieu d'être réduit.

9.40 À titre de conclusion :

- 1) Nous incitons les décideurs à prendre connaissance des excellents documents de recherche publiés par les professeurs Baker et Panjer. Chaque rapport contient une analyse détaillée des questions qui ont été abordées sommairement ci-dessus.
- 2) Nous ne sommes pas en mesure de recommander ni de rejeter ce concept d'assurance. Nous reconnaissons que la question exige un examen plus approfondi avant qu'une décision puisse être prise, mais nous croyons qu'une analyse poussée par les autorités s'impose. Bien pensé, ce concept d'assurance pourrait bien permettre aux marchés financiers canadiens de se démarquer de la concurrence.