

**La réglementation proportionnée des valeurs mobilières :  
régime possible pour les petits émetteurs**

Une étude préparée pour le  
Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières

Janis Sarra

# La réglementation proportionnée des valeurs mobilières : régime possible pour les petits émetteurs

## Biographie

### Janis Sarra

Professeure à la Faculté de droit de l'Université de la Colombie-Britannique, à Vancouver, M<sup>me</sup> Sarra y est la première directrice du Centre national du droit des affaires (National Centre for Business Law), fonctions qu'elle exercera jusqu'en 2008. En 2004, elle s'est vue conférer le titre de Distinguished University Scholar (professeure distinguée) pour sa profonde connaissance du droit des sociétés et des valeurs mobilières. Elle enseigne et fait de la recherche dans ces deux domaines et en financement des sociétés, en droit de la faillite des entreprises, en droit et en économie.

Membre du Barreau de l'Ontario, elle a exercé les fonctions d'arbitre dans des différends commerciaux et des conflits de travail avant de se joindre à la Faculté de droit en 2000. Auparavant, elle a donné un cours avancé de droit des sociétés à la Faculté de droit de l'Université de Toronto et enseigné à la Faculté des affaires de l'Université Ryerson. Au nombre de ses publications récentes signalons les suivantes : *Business Organizations: Principles, Policy and Practice* (Emond Publications, 2008), en collaboration avec R. Yalden, M. Condon, M. Gillen, R. Davis; *Securities Law in Canada, Cases and Commentary*, avec Mary Condon et Anita Anand (Toronto, Emond Montgomery Publications, 2005); *Rescue! The Companies' Creditors Arrangement Act* (Toronto, Carswell, 2007); *The 2009 Annotated Bankruptcy and Insolvency Act* (Toronto, Carswell, 2008); *Modernizing Disclosure in Canadian Securities Law: An Assessment of Recent Developments in Canada and Selected Jurisdictions*, Report to the National Task Force on the Modernization of Securities Law, le 31 mars 2006; *Review of the Derivative Action Provisions of the Canada Business Corporations Act, Policy Implications and Options*, Report to Corporations Canada, 2005; « The Current Global Financial Crisis and Implications for China's Emerging Economy » (à paraître, 2008).

## *Table des matières*

1. Résumé.....	4
2. Introduction.....	7
3. Contexte .....	8
a) Insuffisance de données empiriques .....	11
4. Quels objectifs de la législation canadienne sur les valeurs mobilières la réglementation proportionnée permettrait-elle d'atteindre? .....	13
a) Fonctionnement efficace des marchés des capitaux et protection des investisseurs	13
b) Surveillance réglementaire et réglementation proportionnée .....	16
c) Réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats et réglementation proportionnée .....	21
d) Harmonisation internationale.....	29
5. Définition des catégories d'émetteurs aux fins de la réglementation.....	30
a) Type de marché boursier ou d'émetteurs .....	30
i) Communication de l'information sur les pratiques de gouvernance .....	32
ii) Obligations d'information continue .....	34
iii) Attestation de l'information .....	37
b) Capitalisation boursière ou fonds public d'actions.....	43
i) Capitalisation boursière .....	44
ii) Fonds public d'actions .....	47
c) Revenus consolidés.....	51
d) Secteur.....	55
6. Réglementation proportionnée et émetteurs établis ou gros émetteurs .....	58
7. Grands principes et principaux moyens.....	59
8. Conclusion .....	63
9. Bibliographie.....	66

## 1. Résumé

Au Canada, le marché des capitaux présente des caractéristiques particulières qui conditionnent notre réflexion sur la mise en place d'une réglementation proportionnée plus étendue. Plus précisément, le Canada compte un très grand nombre de petites entreprises cotées, et la capitalisation boursière est concentrée dans quatre provinces. Les émetteurs appartiennent surtout aux secteurs de l'extraction minière, des ressources et de la technologie, et une forte proportion d'entre eux sont aussi inscrits à la cote aux États-Unis. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada prévoient déjà, dans leurs normes, une certaine forme de réglementation proportionnée fondée sur le type de marché boursier ou d'émetteur.

La présente étude laisse entendre qu'il faut tenir compte d'un certain nombre de principes ou facteurs déterminants avant d'envisager la mise en place d'une réglementation proportionnée plus étendue, entre autres :

- La réglementation proportionnée doit concilier l'accès au capital et la viabilité à long terme du marché, le maintien de l'intégrité des marchés canadiens des capitaux étant l'un des principaux objectifs.
- Le critère d'un régime de réglementation reste l'importance du changement, parce que, même s'il y a proportionnalité des obligations concernant la communication périodique de l'information ainsi que d'autres aspects, tout émetteur doit toujours veiller à informer le marché de tout changement important dans les moindres délais et de manière précise et compréhensible, obligation qui ne doit jamais être modulée.
- La décision concernant la mise en place d'une réglementation proportionnée plus étendue doit être prise au moment opportun et d'une manière transparente et pertinente pour les intervenants sur le marché, uniquement après des consultations poussées. Une façon de procéder consisterait à définir un problème ou un scénario où une réglementation proportionnée conviendrait, et à travailler en collaboration avec les intervenants sur le marché afin de définir une obligation appropriée, à l'aide d'un ou plusieurs des moyens mentionnés dans l'étude ou d'autres stratégies de règlement de problèmes.
- Il faut définir de manière transparente et explicite les catégories d'émetteurs aux fins de la réglementation proportionnée.
- Les investisseurs doivent bien comprendre le risque que présentent les émetteurs qui se conforment à des obligations modifiées concernant la communication de l'information et les pratiques de gouvernance, ce qui suppose des notes explicatives se rapportant aux documents d'information périodiques et les prospectus, l'information du public et la communication de l'information en langage clair.

- Si le critère de définition des catégories est le types d'émetteurs (émergents ou non émergents), il faut conseiller aux petits émetteurs cotés à la Bourse de Toronto (TSX) ou inscrits auprès d'autres bourses comparables sur la manière de remplir les obligations plus grandes.
- Si les catégories sont définies en fonction de la capitalisation boursière, il faut établir de manière claire et transparente les critères servant à déterminer les catégories auxquelles appartiennent les petits émetteurs et les gros.
- Les facteurs de risque doivent être communiqués de manière précise, et non pas générale, pour tous les émetteurs.
- Une réglementation proportionnée doit être assortie de mesures de conformité et d'application cohérentes et rigoureuses, afin de garantir l'intégrité du marché.
- La réglementation proportionnée peut servir à réduire les coûts de conformité démesurément élevés, par l'élimination pour l'émetteur de l'obligation de se conformer à une exigence qui ne contribue pas à l'intégrité du marché.
- Toute réglementation proportionnée doit tenir compte de l'étroite surveillance des petits émetteurs par la Bourse de croissance de Toronto (TSX de croissance).
- Toute réglementation proportionnée doit faire en sorte que les coûts occasionnés par la conformité à de nouvelles obligations ne soient pas supérieurs aux bienfaits qu'elles procurent aux intervenants sur le marché.
- Sous un régime fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, tous les intervenants sur le marché doivent comprendre de la même manière les obligations imposées par la réglementation et, surtout, ce que supposent les grands principes dans la pratique. Plus précisément :
  - Il faut définir des grands principes à caractère universel afin de permettre aux petits émetteurs d'élaborer de meilleures pratiques adaptées à leur structure et à leurs besoins.
  - Il faut profiter de la souplesse qu'offre une réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats pour adapter les obligations aux jeunes émetteurs plutôt que pour définir des obligations obscures.
  - Il faut reconnaître que la réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats est un continuum, et qu'avant d'entreprendre toute nouvelle réorientation, il faut bien mesurer les bienfaits pour le marché, ce qui suppose des consultations étendues et sérieuses.
  - Il faut mesurer tout progrès par rapport aux normes existantes, en fonction des objectifs visés par la réorientation depuis les règles actuelles vers des principes ou des résultats, et évaluer l'efficacité de toute réorientation.

- Les organismes de réglementation devraient informer d'autres intervenants sur le marché des résultats de l'évaluation des pratiques de gouvernance, pour que les bonnes pratiques soient mieux connues à plus grande échelle.
  - Il faut fournir aux petits émetteurs des ressources pour les aider à opérer la transition à une réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, ainsi que de l'information claire et facilement accessible sur les meilleures pratiques, pour qu'ils acquièrent la capacité de se conformer à toute pratique, quel que soit le principe adopté.
  - Il faut prévoir des ressources pour permettre aux petits émetteurs de travailler utilement avec les organismes de réglementation à la définition d'une politique ou pratique future.
  - Il faut fixer des étapes stratégiques appropriées pour les petits émetteurs.
- Les consultations sur toute réorientation vers une réglementation proportionnée ou vers une réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats doivent être très étendues, de manière à inclure des représentants de tous les intervenants sur le marché, des groupes de défense et des bourses de valeurs.
  - Dans toute réorientation vers la réglementation proportionnée, les intervenants sur le marché doivent examiner les règles et leur incidence sur les différents intervenants.
  - Il faut prévoir un programme visant à informer le public des différents risques associés aux émetteurs soumis à une réglementation proportionnée.
  - Quel que soit le régime retenu, l'évaluation de la réglementation proportionnée doit porter sur les résultats obtenus en fonction d'objectifs clairement définis; elle doit mesurer, entre autres, les progrès réalisés à des étapes bien définies, la culture de conformité, l'efficacité, la facilité de mise en œuvre, la diminution du risque pour les investisseurs et le marché et les bienfaits que retirent les intervenants sur le marché.
    - Les organismes de réglementation doivent élaborer des moyens d'évaluer la conformité si le régime adopté est fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats.

## 2. Introduction

Le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada a été chargé de déterminer la meilleure voie à suivre pour améliorer la réglementation des valeurs mobilières au Canada<sup>1</sup>. Ce mandat consiste en partie à étudier la possibilité d'adopter une réglementation proportionnée. Le présent document examine la possibilité d'instaurer un tel régime pour les émetteurs assujettis, définit diverses démarches possibles et expose les raisons sous-jacentes<sup>2</sup>. Dans des études antérieures, il a été question du besoin d'envisager une réglementation proportionnée, mais ce que suppose l'adoption d'une telle stratégie n'a pas été clairement énoncé dans le débat sur la politique publique.

Pour cela, il faut répondre à deux questions fondamentales. Premièrement, quels objectifs de la législation canadienne sur les valeurs mobilières une réglementation proportionnée permettrait-elle d'atteindre, tant du point de vue du droit substantiel que de celui du cadre réglementaire? Deuxièmement, quels devraient être les critères servant à faire une distinction entre les émetteurs selon leur taille ou leur type? La présente étude expose d'abord le contexte du débat sur la réglementation proportionnée et traite des deux questions mentionnées ainsi que du fait que la réglementation proportionnée existe déjà au Canada, dans une certaine mesure. Elle énonce des principes qui pourraient être retenus dans toute analyse en vue de l'adoption d'une réglementation proportionnée.

La partie 3 décrit le contexte de l'étude et la partie 4 traite des objectifs de la législation canadienne sur les valeurs mobilières, dont l'efficacité des marchés des capitaux et la protection des investisseurs, qu'une réglementation proportionnée permettrait d'atteindre. Il est question des difficultés que peut soulever l'instauration d'une réglementation proportionnée dans divers scénarios, dont le régime de passeport, celui d'un organisme unique de réglementation et celui de la réglementation fondée sur des principes ou sur les résultats, ainsi que des aspects de l'harmonisation internationale. La partie 5 décrit différentes façons de définir des catégories d'émetteurs à des fins de réglementation, dont les méthodes fondées sur le type de marché boursier ou d'émetteurs, sur la capitalisation boursière ou sur les revenus, au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis. L'étude porte sur les petits émetteurs, mais, à la partie 6, il est brièvement question de ce que supposerait la réglementation proportionnée des gros émetteurs. À la partie 7 sont énumérés des grands

---

<sup>1</sup> Le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada a pour mandat de fournir des conseils et de formuler des recommandations au ministre fédéral des Finances et aux ministres provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières. L'information contenue dans cette étude est exacte en date du 31 juillet 2008. L'auteure est très reconnaissante envers des organismes de réglementation pour leur coopération; elle tient plus précisément à remercier Douglas Hyndman et Sandy Jakab, de la British Columbia Securities Commission, William Rice, de l'Alberta Securities Commission, ainsi que Kevan Cowan et John McCoach, du Groupe TMX. Elle remercie également Bernard Lau, de la Faculté de droit de l'Université de la Colombie-Britannique (UBC Law II), pour son aide à la recherche.

<sup>2</sup> Le présent document traite du sujet dans l'optique des émetteurs assujettis seulement; les facteurs à considérer sont différents dans le cas des petits émetteurs inscrits et d'autres intervenants sur le marché.

principes et des moyens de base devant permettre d'instaurer une réglementation proportionnée. La conclusion est présentée à la partie 8.

### 3. Contexte

L'intérêt que suscite la réglementation proportionnée tient à la structure unique du marché canadien des capitaux, lequel est plutôt de nature nationale, mais présente des particularités régionales marquées. Les émetteurs canadiens représentent quelque 96 p. 100 des entreprises inscrites à la Bourse de Toronto (« TSX ») et à la Bourse de croissance de Toronto (« TSX de croissance ») et 92 p. 100 de la capitalisation globale des entreprises cotées, comparativement aux émetteurs étrangers qui constituent un nombre peu élevé mais croissant des entreprises inscrites à la cote de ces deux bourses<sup>3</sup>. Ces deux marchés boursiers comptent maintenant plus de 4 000 émetteurs, affichant une capitalisation moyenne de 1,3 milliard de dollars dans la catégorie gros émetteurs et de 22,6 millions de dollars dans celle des petits émetteurs<sup>4</sup>. La Bourse de Toronto est la plus importante Bourse de petites et moyennes entreprises (« PME ») en Amérique du Nord et la seconde à l'échelle mondiale selon le nombre d'émetteurs cotés<sup>5</sup>. Au Canada, le marché boursier est un marché à paliers où 59 p. 100 des entreprises sont inscrites à la Bourse de croissance de Toronto<sup>6</sup>. Plus du tiers des émetteurs cotés à la Bourse de Toronto, soit 1 373 entreprises, sont des sociétés minières<sup>7</sup>. En proportion du montant global de la capitalisation boursière, le secteur pétrolier et gazier est le plus important au Canada, sa part s'élevant à 25 p. 100, suivi du secteur des services financiers, 24,8 p. 100 et du secteur minier, 17 p. 100<sup>8</sup>. Bon nombre des émetteurs cotés à la Bourse de croissance de Toronto exercent des activités d'exploration ou de mise en valeur.

Selon le montant global de la capitalisation des entreprises ayant leur siège social dans l'une ou l'autre des provinces, l'Ontario a le marché des capitaux le plus important, affichant

---

<sup>3</sup> Rik Parkhill, co-directeur général intérimaire, Groupe TSX inc., discours, 8<sup>th</sup> Annual Metals and Mining Conference of The New York Society of Security Analysts, le 4 juin 2008. Consulté à l'adresse [http://www.tsx.com/fr/pdf/KeynoteAddress\\_Jun4-08.pdf](http://www.tsx.com/fr/pdf/KeynoteAddress_Jun4-08.pdf), p. 4. Il a signalé qu'il y a eu 49 nouvelles inscriptions internationales à la Bourse de Toronto (TSX) ou à la Bourse de croissance de Toronto (TSX de croissance) en 2007, dont 30 sociétés minières australiennes et 12 d'Afrique du Sud (p. 7). En 2007 seulement, 219 entreprises dans le domaine des ressources se sont inscrites auprès des bourses du Groupe TSX, dont 13 des États-Unis, 9 d'Australie, 2 chacune d'Amérique du Sud, de Chine et du Royaume-Uni. À la fin de l'année dernière, la Bourse de Toronto comptait 58 sociétés chinoises ou liées à la Chine et, en juin 2008, trois émetteurs chinois y étaient cotés, portant à 61 le nombre d'inscriptions chinoises. À la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance de Toronto, la capitalisation boursière globale des entreprises cotées est de 2,15 billions de dollars, en hausse de 1,17 billion de dollars sur cinq ans.

<sup>4</sup> *Ibid.*

<sup>5</sup> *Ibid.*, p. 6-7. Le Groupe TSX est deuxième du monde pour ce qui est du nombre d'émetteurs inscrits, après la Bourse de Bombay – la bourse des petites entreprises de Mumbai, en Inde.

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> *Ibid.*, p. 7.

<sup>8</sup> D'après des données de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance de Toronto, au 31 décembre 2007. Alberta Securities Commission (ASC), *The Alberta Capital Market: A Comparative Overview, 2008*, rapport, mai 2008, consulté le 3 août 2008, à l'adresse <http://www.albertasecurities.com/news/ASC%20Publications/6116/The%20Alberta%20Capital%20Market.pdf>, p. 4.

une part de 40 p. 100, suivie de l'Alberta (26 p. 100), du Québec (11 p. 100) et de la Colombie-Britannique (8 p. 100)<sup>9</sup>. Ces provinces comptent ensemble 92 p. 100 de toutes les entreprises cotées à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance de Toronto<sup>10</sup>. Du point de vue de la capitalisation moyenne des entreprises dans les différentes provinces, elle est la plus élevée en Alberta, soit de 785 millions de dollars, puis en Ontario (700 millions de dollars), au Québec (653 millions de dollars) et en Colombie-Britannique (133 millions de dollars)<sup>11</sup>. Au Canada, les PME constituent la plupart des émetteurs sur le marché boursier<sup>12</sup>.

Les marchés régionaux présentent chacun des caractéristiques uniques. L'Ontario a le plus grand nombre d'entreprises cotées à la Bourse de Toronto, suivie de l'Alberta, et les deux comptent plus d'entreprises émettrices ayant une capitalisation de plus de un milliard de dollars que les autres provinces. La Colombie-Britannique est le siège du plus grand nombre d'entreprises cotées à la Bourse de croissance de Toronto, suivie de l'Ontario et de l'Alberta<sup>13</sup>. Parmi les entreprises émettrices de la Colombie-Britannique cotées à la Bourse de croissance de Toronto, 638 affichent une capitalisation de moins de 10 millions de dollars, mais le nombre d'entreprises cotées à la Bourse de Toronto et ayant une capitalisation de plus de 250 millions de dollars y est plus petit qu'en Ontario et en Alberta<sup>14</sup>. Les petites entreprises émettrices sont nombreuses en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique, mais elles n'y sont pas concentrées dans les mêmes champs d'activité, le secteur des mines réunissant la plus grande part en Colombie-Britannique, celui du pétrole et du gaz en Alberta et ceux de la technologie et des mines en Ontario<sup>15</sup>. En Colombie-Britannique, 84 p. 100 des entreprises qui y ont leur siège social ont une capitalisation de moins de 100 millions de dollars, comparativement à 69 p. 100 des entreprises établies en Alberta. Le marché boursier de l'Alberta est un marché à paliers sur lequel les petites, moyennes et grandes entreprises sont réparties de façon relativement égale<sup>16</sup>. Les entreprises ayant une capitalisation de moins de 25 millions de dollars représentent 49 p. 100 du marché des capitaux en Alberta, 40 p. 100 en Ontario, 56 p. 100 au Québec et 67 p. 100 en Colombie-Britannique.

C'est au Canada que le nombre de sociétés minières inscrites à la cote est le plus élevé du monde. Ces sociétés représentent plus du tiers des émetteurs cotés à la Bourse de Toronto, soit 1 373, nombre qui est le double de celui de la deuxième bourse minière en importance, la Bourse australienne ASX, et six fois celui de la Bourse de Londres et de l'AIM<sup>17</sup>. Le Canada compte donc un grand nombre de petites entreprises cotées, et la capitalisation boursière est concentrée dans quatre provinces. Les émetteurs appartiennent surtout aux

---

<sup>9</sup> *Ibid.*, p. 3.

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

<sup>11</sup> *Ibid.*, p. 5.

<sup>12</sup> Les fiducies de revenu représentent près de 9 p. 100 de la capitalisation globale au Canada et 6 p. 100 des entités cotées à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance de Toronto. Au cours de la dernière année, la capitalisation boursière de l'ensemble des fiducies de revenu a fléchi de près de 4 p. 100 et leur nombre, de près de 16 p. 100, en conséquence surtout des changements apportés à la législation fédérale, *ibid.*, p. 6.

<sup>13</sup> *Ibid.*

<sup>14</sup> *Ibid.*, p. 11.

<sup>15</sup> *Ibid.*, p. 5.

<sup>16</sup> *Ibid.*, p. 4.

<sup>17</sup> Parkhill, *supra*, note 3, p. 8.

secteurs de l'extraction minière, des ressources et de la technologie, et une forte proportion d'entre eux sont aussi inscrits à la cote aux États-Unis. Ces caractéristiques du marché canadien sont ce qui conditionne toute réflexion sur la mise en place d'une réglementation proportionnée plus étendue.

La structure du marché des capitaux au Canada est telle que la capacité d'observer la réglementation peut varier, compte tenu des innombrables changements apportés ou envisagés par suite de l'affaire Enron et de l'adoption de la loi dite *Sarbanes-Oxley Act*. Un des principaux mécanismes par lesquels les organismes de réglementation exercent leur fonction de surveillance est l'obligation faite aux entreprises de communiquer de l'information, depuis le dépôt de documents lors de l'introduction en bourse jusqu'au dépôt périodique d'états financiers et à la divulgation de changements importants, avec exactitude et dans les moindres délais. Plus récemment, des autorités ont exigé que les entreprises leur communiquent de l'information sur les pratiques de gouvernance et les mesures interne de contrôle financier qu'elles utilisent, et plus précisément qu'elles évaluent ces pratiques et mesures en fonction de normes proposées, ce qui vient ajouter aux obligations que doivent remplir les entreprises. Ces obligations sont une condition de la participation aux marchés des capitaux de nos jours, que l'entreprise émettrice soit inscrite à la cote au Canada seulement ou qu'elle cherche à rassembler des capitaux sur les marchés des États-Unis ou d'ailleurs. Lorsqu'ils choisissent un marché, les émetteurs tiennent forcément compte de ce qu'il leur en coûtera, sur le plan des ressources et de l'administration, de se conformer aux règles de communication de l'information. Et pourtant, la question qui se pose est celle de savoir si les obligations réglementaires existantes ou proposées doivent être imposées de la même manière ou avec la même étendue à tous les émetteurs, étant donné la structure particulière du marché canadien et le grand nombre de petits émetteurs.

Les auteurs de certaines études ont conclu que la réglementation des valeurs mobilières peut faire obstacle au financement des petites entreprises et à leur participation continue au marché<sup>18</sup>. La conformité occasionne des coûts fixes qui sont beaucoup plus élevés pour les petits émetteurs que pour les gros émetteurs qui disposent de plus d'effectifs et pour lesquels le coût de conformité par dollar de revenu peut être plus bas. Les gros émetteurs peuvent recourir à leur propre personnel pour se conformer à la réglementation au lieu d'avoir à confier la vérification, les services juridiques ou la conformité à des fournisseurs externes. Le petit émetteur doit souvent engager des dépenses pour des services externes.

Les effectifs d'un petit émetteur comprennent fréquemment des géologues, des ingénieurs et d'autres spécialistes du secteur dans lequel il exerce ses activités de recherche-développement ou de prospection, mais il n'a souvent pas encore embauché tous

---

<sup>18</sup> H. Y Chiu, « Can UK Small Businesses Obtain Growth Capital in Public Equity Markets? An Overview of Shortcomings in UK and European Securities Regulation », *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 3, 2003, p. 933-977; Ontario Securities Commission, *Task Force on Small Business Financing, Final Report*, 1996, consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op\\_small\\_business.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op_small_business.pdf) ; J.L. Huffman, « The Impact of Regulation on Small and Emerging Business », *Journal of Small and Emerging Business Law*, 2004, vol. 4, p. 307-317; Ginger Carroll, « Thinking Small: Adjusting Regulatory Burdens Incurred by Small Public Companies Seeking to Comply with the Sarbanes-Oxley Act », *Alabama Law Review*, 2006, vol. 58, p. 443; *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation*, le 30 novembre 2006, consulté à l'adresse <http://www.capmksreg.org>.

les effectifs financiers nécessaires et il doit faire appel au soutien de placeurs, de vérificateurs et de conseillers juridiques. Un petit émetteur a fréquemment peu de ressources en gestion et il lui faut souvent plus de temps pour déposer un prospectus lui permettant d'offrir des valeurs mobilières. Les gestionnaires de petits émetteurs connaissent habituellement les règles concernant la communication de l'information et d'autres aspects, mais la complexité de ces règles peut les décourager.

Le respect de nouvelles obligations en matière de contrôle interne occasionne souvent des coûts beaucoup plus importants que ne l'est le besoin d'un tel contrôle, compte tenu de la taille de l'émetteur, et ces coûts peuvent annuler tout bienfait pouvant découler de la protection des investisseurs. Les petits émetteurs peuvent n'avoir qu'un accès limité à l'aide de gros cabinets de vérificateurs qui concentrent plutôt leurs efforts auprès des gros émetteurs, ce qui peut rendre difficile le respect des échéances. Les structures de gouvernance et de responsabilité conçues pour les grandes entreprises complexes sont souvent trop lourdes pour les petits émetteurs dont les effectifs peuvent être peu nombreux, la gouvernance n'étant essentiellement que la fonction qui consiste à rendre compte directement à des supérieurs.

Il peut être difficile pour les petits émetteurs, surtout ceux dont l'activité repose sur les relations, de remplir leurs obligations concernant l'application des meilleures pratiques relatives au recours à des administrateurs indépendants, en raison du coût élevé de rémunération et d'assurance associé à de tels administrateurs<sup>19</sup>. Comme il arrive souvent que les petits émetteurs ne réalisent pas encore de revenus, ils ne peuvent dépenser pour mettre en place des structures de gouvernance et des moyens de contrôle de celle-ci; ces moyens peuvent leur être inutiles vu le stade de leur développement et les dépenses engagées peuvent priver ces petits émetteurs des fonds nécessaires pour faire évoluer l'entreprise. Par ailleurs, une réglementation qui est excessive ou mal orientée peut fortement désavantager les petits émetteurs sur le marché.

#### **a) Insuffisance de données empiriques**

Il y a très peu d'études empiriques de l'importance exacte des obstacles que doivent surmonter les petits émetteurs au Canada, du point de vue de l'incidence réelle d'une réglementation proportionnée ou de l'absence d'une telle réglementation. Selon une telle étude empirique récente des effets de changements apportés en 2001 à la réglementation canadienne en matière de placement privé afin de faciliter l'accès des PME au financement par actions, ces changements ont eu un effet statistiquement significatif seulement sur le nombre d'émissions des sociétés fermées. Les auteurs ont conclu que les résultats n'apportaient pas de confirmation de la question de principe, à savoir que la réglementation des valeurs mobilières entrave sérieusement l'accès des petites entreprises au capital, mais ils ont reconnu que les résultats n'excluaient pas la possibilité que les changements aient facilité l'accès au financement<sup>20</sup>. Aux États-Unis, des chercheurs ont examiné un certain

---

<sup>19</sup> Roberta Romano, « The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance », *Yale Law Journal*, 2005, vol. 114, p. 1521 et 1588.

<sup>20</sup> Cecile Carpentier, Jean-Francois L'Her et Jean-Marc Suret, « Does Securities Regulation Constrain Small Business Finance? An Empirical Analysis », *Small Business Economics*, 2008, à paraître, consulté à l'adresse

nombre d'études empiriques des obligations définies dans la loi dite *Sarbanes-Oxley Act* (« *S-Ox* ») et ont conclu qu'il y avait lieu de croire que cette loi avait une incidence négative démesurée sur les petites entreprises, du moins au moment de sa mise en œuvre, mais que les résultats n'étaient pas concluants en ce qui concerne ses effets à long terme<sup>21</sup>. Donc, bien qu'une réglementation uniforme puisse parfois être coûteuse pour les petits émetteurs, il faut une recherche empirique plus poussée pour connaître l'ampleur exacte du problème et déterminer les effets sur l'accès à des capitaux et les changements pouvant apporter des solutions au problème.

Il y a également peu de données empiriques sur le risque que les petits émetteurs présentent ou ne présentent pas sur le marché du fait de ne pas être conformes aux règles touchant les pratiques de gouvernance ou l'administration financière ou d'autres aspects. Au stade d'un placement, les petits émetteurs à la recherche de capitaux doivent fournir beaucoup d'information pour attirer des souscripteurs, comme les y oblige la réglementation concernant les prospectus et la communication d'autres renseignements. Dans l'intervalle entre les placements, toutefois, le marché ou l'organisme de réglementation n'exercent pas une surveillance d'aussi près, de sorte que les investisseurs sur le marché secondaire peuvent être exposés à un certain risque. Il se peut que le risque pour les investisseurs soit moins grand que celui que pourraient présenter de gros émetteurs, vu le montant de la capitalisation boursière, mais le risque de non-conformité peut être plus élevé pour certaines entreprises n'ayant pas les ressources, la capacité ou l'information voulues pour exercer les meilleures pratiques et se conformer à la réglementation. Les petits émetteurs sont souvent des entreprises axées sur les relations, et la mesure dans laquelle l'application des meilleures pratiques et la culture de conformité sont encouragées peut dépendre des dirigeants de ces entreprises. Il y a peu de données montrant l'importance du risque propre aux petits émetteurs ou l'absence d'un tel risque. Il faut faire une distinction entre le risque associé à la conformité à la réglementation et à la gouvernance et le plus grand risque inhérent à un petit émetteur qui se trouve au stade de la prospection ou de la recherche-développement.

Compte tenu du manque de données canadiennes, importante précision qu'il faut garder à l'esprit, la présente étude traite de la réglementation proportionnée comme politique possible. La réglementation des activités des intervenants sur le marché doit être adaptée aux objectifs qu'elle vise.

Les petits émetteurs ont des besoins en capitaux qui varient beaucoup selon la nature de leurs activités et le stade de leur développement, et le financement est un processus qui suppose habituellement plusieurs étapes. Il n'y a pas de critère commun servant à décrire les petits émetteurs. Ils sont définis selon divers facteurs, dont leur capitalisation boursière,

---

<http://ssrn.com/abstract=1131792>, le 25 juillet 2008. Les changements ont été apportés par suite des travaux d'un groupe de travail de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, lequel a conclu que, dans le cas de l'appel public à l'épargne, les coûts de préparation et de dépôt d'un prospectus et autres coûts directs sont beaucoup plus élevés pour les PME qui sont des émetteurs relativement plus petits (p. 7).

<sup>21</sup> E. Kamar, Pinar Karaca-Mandic et Eric Talley, « Sarbanes-Oxley's Effects on Small Firms: What is the Evidence? », *USC CLEO Research Paper*, juin 2007, n° C07-9, consulté à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=993198>; voir l'étude de Wu et coll. traitée plus loin, sous la rubrique « Fonds public d'actions ».

le marché boursier où ils sont cotés, leurs revenus, leurs actifs, leurs mécanismes de crédit, le nombre d'années d'exploitation et la structure de propriété.

#### **4. Quels objectifs de la législation canadienne sur les valeurs mobilières la réglementation proportionnée permettrait-elle d'atteindre?**

La réglementation « proportionnée », « modulée » ou « mesurée » des valeurs mobilières est celle qui tient compte de la taille, de l'activité sur le marché, des ressources ou de la capacité d'agir des émetteurs. Le principe qui sous-tend cette réglementation est le fait que les petits émetteurs n'ont souvent pas les ressources ou le personnel voulus pour respecter toutes les obligations imposées par la réglementation en ce qui concerne la communication de l'information et d'autres aspects. Vu l'importance et la nature du financement dont ces émetteurs ont besoin, certains organismes de réglementation ont conclu que les petits émetteurs présentent un moins grand risque et qu'il faudrait modifier ou alléger les obligations qui leurs sont imposées<sup>22</sup>. D'autres organismes de réglementation, dont celui des États-Unis, sont d'avis que les gros émetteurs établis devraient aussi faire l'objet d'une réglementation modulée en raison de leurs antécédents sur le marché et du fait que l'information sur eux est plus étendue et porte sur une plus longue période<sup>23</sup>.

La réglementation proportionnée peut prendre diverses formes, depuis l'exemption de l'obligation de conformité à certaines règles jusqu'à une gamme de changements à certaines obligations pour qu'elles soient adaptées à la taille ou au type de l'émetteur.

##### **a) Fonctionnement efficace des marchés des capitaux et protection des investisseurs**

Au Canada, la législation sur les valeurs mobilières vise deux objectifs parallèles, à savoir le fonctionnement équitable et efficace des marchés des capitaux et la protection des investisseurs contre des pratiques injustes, incorrectes ou frauduleuses. La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique est d'avis que c'est ainsi qu'est favorisé un marché des valeurs mobilières qui est équitable et qui est digne de la confiance du public et un secteur dynamique et concurrentiel des valeurs mobilières qui offre des occasions d'investir et un accès au financement<sup>24</sup>. Ces objectifs parallèles, qui peuvent parfois paraître contraires, sont en fait deux dimensions de la même question, étant donné que la protection de l'investisseur est nécessaire pour lui inspirer confiance dans le marché, de sorte que des capitaux peuvent y être rassemblés rapidement et de manière efficace. La réglementation proportionnée offre un moyen d'atteindre ces objectifs complémentaires.

---

<sup>22</sup> Voir plus loin l'exposé sur la Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni et de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis. Certains ne croient pas qu'ils présentent un moins grand risque.

<sup>23</sup> Voir l'exposé à la partie 5, plus loin.

<sup>24</sup> *British Columbia Securities Commission Service Plan, 2008-2011*, consulté à l'adresse [http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/ServicePlan\\_2008-2011.pdf](http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/ServicePlan_2008-2011.pdf). Voir aussi *British Columbia Securities Commission (BCSC), Submission of the British Columbia Securities Commission to Expert Panel on Securities Regulation*, juin 2008, consulté à l'adresse [www.bcsc.ca](http://www.bcsc.ca).

Les obligations définies dans la réglementation devraient aider le public à évaluer le risque inhérent aux activités d'une entreprise émettrice. Lorsque les obligations de la réglementation relatives à l'information et à d'autres aspects ne contribuent pas à la réalisation des objectifs de la politique d'intérêt public, elles ne devraient pas exister. Des obligations modulées qui permettent aux intervenants sur le marché d'avoir accès à l'information requise pour faire les bons choix au moment d'investir peuvent contribuer à réduire le coût du financement. Les investisseurs restent protégés par une réglementation qui prévoit des obligations mieux ciblées. Toutefois, ils doivent pouvoir bien comprendre les divergences dans les différentes règles qui sont appliquées. Dans toute réglementation proportionnée, il est de la plus haute importance de veiller à l'intégrité des obligations imposées et au maintien d'une application rigoureuse de la réglementation.

Tout choix de politique doit tenir compte des objectifs visés par la réglementation des valeurs mobilières et des principes de transparence, d'équité et de certitude. Les catégories d'émetteurs auxquels seront imposées différentes obligations devront être définies de manière transparente pour tous les intervenants sur le marché. La définition des catégories doit être transparente pour les émetteurs qui doivent bien comprendre les critères applicables et les obligations imposées selon les catégories, ainsi que la transition de catégorie, vers le haut ou vers le bas, et le changement résultant des obligations à respecter. La transparence est aussi essentielle aux investisseurs, à leurs conseillers et aux autres acheteurs de valeurs mobilières qui doivent comprendre les différentes formes de protection qui leur est assurée par l'obligation de communiquer de l'information et la surveillance qui sont prévues, afin qu'ils puissent prendre des décisions éclairées concernant le risque et le rendement. Il faut aussi que les organismes de réglementation aient des attentes claires à l'égard des émetteurs en ce qui concerne l'obligation continue de communiquer de l'information et d'autres aspects de la législation sur les valeurs mobilières, afin d'être en mesure de bien évaluer la conformité, de pouvoir plus facilement régler conjointement des problèmes, de pouvoir appliquer efficacement la législation en fonction du risque et de connaître la norme de la preuve à respecter dans leurs activités d'application.

La volonté de protéger les investisseurs contre certaines pratiques est aussi un objectif relevant de l'équité dont il faut tenir compte dans la réglementation proportionnée. Pour les émetteurs, l'équité intervient dans la définition des critères applicables et des obligations à remplir en conséquence dans la réglementation. Par exemple, si le critère applicable est celui du montant de la capitalisation boursière, la question est de savoir quels montants utiliser pour définir les différentes catégories d'émetteurs. Quant aux investisseurs et autres acheteurs, l'équité pour eux est de pouvoir s'attendre raisonnablement à la surveillance des intervenants sur le marché par les organismes de réglementation. La définition des entreprises pour lesquelles les échéances et les obligations d'information seront différentes ne sera pas inéquitable si les acheteurs comprennent bien les divergences dans les normes applicables et les raisons de l'application de différentes normes. Signalons, par exemple, les secteurs du pétrole et du gaz et de l'extraction minière dans lesquels les entreprises doivent respecter des obligations particulières en matière de communication de l'information, afin de permettre aux investisseurs éventuels et à d'autres d'avoir l'information technique

nécessaire pour prendre une décision éclairée au sujet du risque et du rendement possibles de leur investissement<sup>25</sup>.

Un autre facteur contribuant à la protection des investisseurs est le rôle des intervenants, autres que les organismes de réglementation, comme sources d'information sur les petits et les gros émetteurs. Les articles d'analystes et les activités des placeurs sont des sources externes d'information, et il y a lieu d'examiner dans quelle mesure ces articles ou activités peuvent servir à protéger les investisseurs. Dans une étude de 100 émetteurs canadiens, soit 10 entreprises dans 10 catégories définies selon la capitalisation boursière, Pritchard et Choi ont observé que les articles d'analystes augmentent en fonction de la taille de l'émetteur, mais ils ont aussi constaté que les petits émetteurs faisant une opération de placement attireraient souvent aussi l'intérêt d'analystes<sup>26</sup>. Seulement deux des entreprises émettrices traitées dans l'étude qui avaient une capitalisation boursière de moins de 345 millions de dollars n'avaient pas fait l'objet d'articles par des analystes. S'appuyant sur ces données, Pritchard a soutenu par la suite que les émetteurs ayant une capitalisation boursière de plus de 345 millions de dollars bénéficiaient d'une plus grande couverture de la part d'analystes et qu'ils devraient être admissibles au traitement réservé aux émetteurs établis bien connus ou EEBC au Canada<sup>27</sup>. Lorsqu'elle a défini la catégorie des EEBC, la Commission des valeurs mobilières (Securities and Exchange Commission – « SEC ») des États-Unis a utilisé, entre autres<sup>28</sup>, le critère des articles d'analystes. Dans une réglementation proportionnée, il peut donc être nécessaire de tenir compte du fait que la couverture des petits émetteurs par des analystes est souvent moins grande. Il est probable que cette couverture soit moins étendue, mais elle augmente lorsque les petits émetteurs cherchent à obtenir des capitaux par une opération de placement<sup>29</sup>.

Cependant, la couverture moins étendue des petits émetteurs par des analystes peut être partiellement compensée par l'information diffusée sur le marché par les placeurs. Un petit émetteur cherche à attirer des placeurs pour inspirer confiance dans son émission et les placeurs fournissent, dans le cadre d'une convention de placement pour compte ou de prise ferme, des renseignements considérables sur un émetteur, pour établir sa réputation et se conformer à la réglementation en matière d'attestation<sup>30</sup>. Pour garantir la protection des investisseurs dans le cadre de la réglementation proportionnée, il faut examiner

---

<sup>25</sup> Voir, par exemple, NI 51-101, Standards of Disclosure for Oil and Gas Activities, 2002 (norme canadienne 51-101 sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières), telle qu'elle a été modifiée le 28 décembre 2007, et NI 43-101, Standards of Disclosure for Mineral Projects, 2001, (norme canadienne 43-101 sur l'information concernant les projets miniers), telle qu'elle a été modifiée le 30 décembre 2005.

<sup>26</sup> Étude signalée dans Adam Pritchard, *Well-Know Seasoned Issuers in Canada*, Research Study for the Task Force to Modernize Securities Legislation, mai 2006, p. 17.

<sup>27</sup> Les émetteurs dont la capitalisation boursière se situaient entre 345 et 800 millions de dollars comptaient en moyenne 3,5 analystes chacun. Adam Pritchard, *Well-Know Seasoned Issuers in Canada*, *ibid.*, p. 7.

<sup>28</sup> Les deux autres facteurs étaient le volume des opérations et la participation détenue par des institutions. Voir *Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 33-8591*, le 19 juillet 2005, p. 35.

<sup>29</sup> Pritchard explique qu'il faut interpréter avec prudence les données indiquant que des émetteurs suscitent l'intérêt d'un nombre plus élevé d'analystes, parce que certaines entreprises peuvent obtenir une plus grande couverture par des analystes pour tenter d'attirer des placeurs, *supra*, note 26, p. 19.

<sup>30</sup> M. Condon, A. Anand et J. Sarra, *Securities Regulation in Canada*, Toronto, Emond Montgomery, 2005.

l'importance de l'information fournie par des sources externes en fonction de la surveillance prévue par la réglementation.

Dans le cadre de la réglementation proportionnée, l'obligation de communiquer de l'information dépend de ce qui est pertinent pour l'investisseur. Par exemple, il se peut qu'il soit très important pour les investisseurs dans des entreprises en démarrage et dans de jeunes entreprises de savoir si les dirigeants de celles-ci ont réussi à obtenir la ressource ou le minerai recherchés, à accroître l'actif ou à obtenir des droits miniers, des licences d'exploitation minière, des droits à des réserves probables ou encore des droits de propriété intellectuelle dans le cas d'activités dans certains secteurs comme la biotechnologie. Ces indications du rendement futur possible peuvent être plus importantes pour les investisseurs que la communication d'information détaillée sur les mesures de contrôle des pratiques de gouvernance. Les états financiers sont des éléments d'informations d'une importance critique qui doivent être communiqués régulièrement, mais il y aurait lieu de cibler davantage l'information à fournir par les petits émetteurs, en fonction de ce dont ont besoin les intervenants et de ce qu'il faut pour inspirer une plus grande confiance dans le marché.

La mise en place d'une réglementation proportionnée soulève aussi la question de la concurrence sur le marché. Comme le révèle l'analyse du deuxième marché boursier (Alternative Investment Market – « AIM ») du Royaume-Uni qui figure plus loin, les régimes de réglementation qui plaisent aux émetteurs sont ceux qui sont plus compatibles avec leurs besoins et qui ne sont pas assortis d'obligations qui ne contribuent pas à la protection des investisseurs et à l'efficacité des marchés. Il faut trouver le juste équilibre entre les inconvénients de la réglementation et ses avantages pour tous les intervenants.

#### **b) Surveillance réglementaire et réglementation proportionnée**

Les différentes formes de surveillance pouvant être exercées dans le cadre de la réglementation proportionnée présentent différents avantages et inconvénients. Néanmoins, la réglementation proportionnée peut être conçue et mise en œuvre aussi bien sous le régime de passeport, que sous le régime de passeport avec organe décisionnel national ou sous le régime d'un organisme de réglementation national. L'application uniforme d'une réglementation proportionnée suppose la coopération à l'échelle nationale, sans quoi les normes seraient trop fragmentaires et le coût d'obtention de financement dans plus d'un territoire deviendrait prohibitif. En outre, les conditions n'offriraient pas la transparence et la certitude recherchées par les investisseurs et autres intervenants sur le marché, parce que les différentes normes régionales rendraient flous le risque pour les investisseurs et la protection dont ils bénéficient.

L'analyse des avantages de ces différents modèles de surveillance réglementaire est une tâche complexe et importante qui dépasse nettement le champ de la présente étude, mais il convient d'exposer brièvement certains avantages et inconvénients de ces différents modèles qui devraient être matière à réflexion.

### *Régime de passeport*

Sous le régime de passeport, tous les organismes de réglementation au Canada, sauf celui de l'Ontario, ont convenu qu'il y aurait une autorité principale en matière de réglementation des valeurs mobilières pour l'examen de tous les documents déposés par un émetteur<sup>31</sup>. Les organismes de réglementation de tous les territoires ont convenu de coopérer dans le cadre de la National Policy 11-202, Process for Prospectus Reviews in Multiple Jurisdictions (instruction générale 11-202 relative à l'examen du prospectus dans plusieurs territoires), entrée en vigueur en mars 2008, qui décrit comment un émetteur peut bénéficier d'un examen concerté des prospectus par l'autorité principale et par l'organisme de réglementation de l'Ontario<sup>32</sup>. Ce régime représente une coopération encore plus grande entre les organismes de réglementation des valeurs mobilières et il ouvre la porte à la négociation d'autres normes canadiennes ou instructions générales pouvant intégrer la réglementation proportionnée<sup>33</sup>. L'avantage du régime de passeport, dans l'optique de la réglementation proportionnée, tient au fait que toute reconnaissance plus poussée des obligations modulées par la voie de ce régime tiendrait étroitement compte des divergences régionales entre les marchés des capitaux. Les négociations entre les différents organismes de réglementation à ce jour ont favorisé un vaste débat public sur la question de l'incidence des normes proposées sur des catégories particulières d'émetteurs, sur les investisseurs et sur les marchés en général. Un tel débat public étendu éclairerait toute nouvelle initiative visant à accroître la réglementation proportionnée.

L'inconvénient du régime de passeport lorsqu'il s'agit d'étendre la réglementation proportionnée est le fait qu'il faille temps et argent pour parvenir à un accord sur les changements nécessaires à la réglementation. La question est de savoir s'il est justifié d'investir ce temps et cet argent parce que la réglementation proportionnée qui en résultera tiendra compte davantage des divergences entre les marchés des capitaux régionaux. Il ne faut pas oublier non plus que les normes proportionnées négociées à l'échelle nationale seraient interprétées et appliquées différemment par les différents organismes de réglementation, bien qu'il y ait eu, ces dernières années, une concertation beaucoup plus grande entre ces organismes sur le plan de l'interprétation et de l'application.

### *Régime de passeport et organe décisionnel national*

Un régime de passeport comportant un organe décisionnel national présente certains des mêmes avantages et inconvénients que le régime de passeport pour ce qui est de la négociation de principes ou normes de réglementation proportionnée, mais une fois qu'un principe ou une norme ont été établis et confirmés par l'organe national, ils seraient

---

<sup>31</sup> La norme canadienne 41-101 reconnaît expressément le régime de passeport, établissant le « prospectus sous le régime de passeport » et le « prospectus sous régime double », pour les émetteurs cherchant à faire une opération de placement dans plus d'un territoire du Canada. L'instruction générale 11-202 relative à l'examen du prospectus dans plusieurs territoires, entrée en vigueur le 17 mars 2008, décrit le processus de dépôt et d'examen de prospectus, dont le prospectus de fonds d'investissement et le prospectus préalable, les modifications touchant les prospectus et les documents connexes dans plusieurs territoires.

<sup>32</sup> NI 11-202, Process for Prospectus Reviews in Multiple Jurisdictions (instruction générale relative à l'examen du prospectus dans plusieurs territoires).

<sup>33</sup> Des exemples de réglementation proportionnée au Canada sont analysés dans la partie suivante.

appliqués de manière uniforme par tous les organismes de réglementation au Canada. Comme le régime de passeport, le régime de passeport comportant un organe décisionnel national a pour principal avantage le fait que la réglementation soit mûrement négociée, mais aussi celui d'une seule interprétation des normes, de la législation et autres règles nationales établissant des obligations propres aux petits émetteurs. Cette formule pourrait rendre le régime plus équitable et réduire le coût des opérations pour les petits émetteurs parce que l'organe décisionnel fournirait sans doute une interprétation claire et cohérente des normes et de leur mise en application, ce que ne n'offre pas nécessairement le régime de passeport.

L'inconvénient d'une réglementation proportionnée sous ce deuxième régime est le coût occasionné pour les organismes de réglementation qui doivent modifier leur politique ainsi que leurs structures et leurs normes, afin de les rendre conformes à toute décision rendue par l'organe décisionnel national quant à une obligation à remplir par un petit émetteur, difficulté qui ne se présente pas uniquement dans le cadre de la réglementation proportionnée.

#### *Régime fondé sur un organisme de réglementation national*

Sous un régime dans lequel il y aurait un seul organisme de réglementation à l'échelle nationale, il pourrait être plus facile de modifier la politique et, par conséquent, de décider à un moment plus approprié de modifier la réglementation en général et la réglementation proportionnée en particulier. Il s'agit là d'un important avantage, s'il existe des mécanismes permettant la participation utile des intervenants sur le marché, en fonction de leur type et de la région. L'interaction entre les petits émetteurs et autres intervenants et l'organisme de réglementation pourrait avoir lieu à un moment plus opportun et être moins coûteuse, étant donné qu'ils auraient à faire affaire avec un seul organisme et à acquitter des droits une seule fois; cependant, il faudrait beaucoup plus de ressources pour desservir efficacement les petits émetteurs à l'échelle nationale<sup>34</sup>. Comme dans le cadre du modèle de passeport comportant un organe décisionnel national, l'interprétation de la réglementation proportionnée pourrait être plus uniforme et équitable à l'échelle du pays, ce qui contribuerait à la réalisation des objectifs visés que sont la protection des investisseurs et le fonctionnement efficace du marché.

Toutefois, le scénario d'un organisme de réglementation national des valeurs mobilières ne tient pas compte autant des divergences régionales et plus précisément des obligations en matière de conformité à la réglementation imposées aux petits émetteurs qui ne sont pas situés en Ontario, où se trouvent généralement nombre d'organismes de réglementation nationaux. Sous le régime que représente ce modèle, les centres régionaux d'application n'offriraient pas forcément une solution, à moins que le public et les autorités régionales en matière de réglementation ne participent aux choix de politique relative à la conformité.

---

<sup>34</sup> Le montant des droits qu'il faudrait verser pour maintenir un régime national qui tient compte des particularités régionales est une question qui dépasse le champ de la présente étude, mais qui est néanmoins importante.

Pour que la réglementation proportionnée soit possible sous le régime d'un organisme de réglementation national, il faut qu'il y ait un processus décisionnel permettant de déterminer le besoin et les moyens possibles de modifier la réglementation, en fonction des divergences entre les marchés régionaux sur le plan de la taille et des secteurs, que soient prévues les ressources et la structure nécessaires pour que les petits émetteurs puissent participer utilement à l'élaboration de la politique ou de la réglementation, que l'organe décisionnel national soit conçu de manière à pouvoir tenir compte du type et du secteur d'activité des petits émetteurs, et que l'efficacité ou les résultats de toute nouvelle règle proportionnée soient évalués en fonction des raisons de l'adoption d'une telle règle.

#### *Régime hybride : passeport et concurrence*

Un régime hybride combinant celui du passeport et celui d'un organisme de réglementation national offre une autre solution possible qui est semblable au régime du droit des sociétés dans lequel une entreprise peut se constituer en société en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (« *LCSA* ») ou d'une loi provinciale ou territoriale sur les sociétés. Les provinces élaborent leurs lois sur les sociétés de manière à attirer des entreprises, comme les lois autorisant la constitution de sociétés à responsabilité illimitée en Nouvelle-Écosse ou de sociétés émettant des actions à valeur nominale en Colombie-Britannique. Les lois provinciales renferment des dispositions relatives à l'activité à l'extérieur des provinces, afin de faciliter le déménagement des sociétés ou l'exécution d'opérations ou les changements à la structure du capital qui touchent plus d'une province ou d'un territoire, mais les entreprises peuvent choisir de se constituer en vertu de la *LCSA* pour que, quel que soit le lieu, elles puissent exercer leurs activités aux termes de la loi fédérale et n'être assujettie qu'à un seul ensemble de règles. Ce régime double peut avoir fait du Canada un lieu plus attrayant pour la constitution d'une société.

Quant à la réglementation proportionnée sous un tel régime double, il est vrai qu'un organisme de réglementation national pourrait continuer d'élaborer des règles proportionnées d'application nationale, au moment opportun et tenant compte des besoins et de la participation des régions dont il a été question plus haut<sup>35</sup>. Il faudrait que tous les organismes de réglementation du pays adhèrent à tout nouveau principe ou toute nouvelle norme réglementaire applicables aux petits émetteurs, mais tous les émetteurs pourraient immédiatement choisir de participer au régime de réglementation proportionnée en s'inscrivant auprès de l'organisme de réglementation national. Il en résulterait essentiellement un marché de l'inscription à la cote, étant donné que les émetteurs pourraient s'inscrire auprès de l'organisme de réglementation national ou de celui d'une province ou d'un territoire ayant le régime de passeport.

La définition des caractéristiques particulières d'un tel régime hybride dépasse le champ de la présente étude, mais l'existence d'un organisme national et d'une réglementation proportionnée bien définie pourrait constituer une solution de remplacement pour les

---

<sup>35</sup> Sous ce régime, un organisme de réglementation provincial ou territorial pourrait choisir d'autoriser l'organisme national à se charger de la réglementation et de la surveillance dans la province ou le territoire, dans le cadre d'un régime national, ou choisir de poursuivre ses activités de réglementation dans le cadre d'un régime de passeport.

émetteurs et leurs conseillers. L'émetteur n'aurait pas à se conformer à des obligations morcelées; l'existence d'un seul ensemble d'obligations proportionnées contribuerait à une très grande transparence. Comme pour les autres régimes décrits plus haut, il faudrait prévoir la participation des intervenants à la prise de décisions touchant la réglementation, tenir compte des divergences régionales et évaluer l'efficacité<sup>36</sup>.

#### *Démarche fondée sur l'application nationale*

Une autre formule à envisager est celle d'un organisme national d'application de la réglementation. La réglementation proportionnée est plus difficile à examiner dans le cadre de cette formule qui semble supposer la séparation des fonctions d'élaboration de la politique et de surveillance par l'organisme de réglementation des valeurs mobilières, des fonctions d'application et de décision. Cela semble contre-intuitif lorsqu'il est question de faire en sorte que les moyens mis en œuvre pour réglementer (communication des principes et politiques, élaboration des normes, conseils, règlement des problèmes et avis de conformité) se prêtent à l'application, le dernier de ces éléments n'étant important que lorsque les autres font défaut. Pour les petits émetteurs, pour lesquels ces premiers éléments du régime peuvent être d'une plus grande utilité, toute incompatibilité entre la surveillance réglementaire et l'application peut être extrêmement coûteuse et, parfois, peut même réduire leur viabilité financière. Au Canada, à l'heure actuelle, les organismes de réglementation mettent l'accent sur différents aspects des obligations réglementaires dans leurs activités d'application<sup>37</sup>, et il n'est pas certain que ces divergences régionales soient attribuables à des pratiques ou à des préférences particulières des organismes régionaux en matière d'application. Faute de bien comprendre ce qui détermine la conduite des organismes et l'évolution dans le continuum de l'information, des conseils, de la conformité et de l'application, les questions que peut soulever la réglementation proportionnée dans le cadre de ce régime sont difficiles à déterminer.

Bref, le régime de passeport, le régime de passeport comportant un organe décisionnel national, le régime de l'organisme de réglementation national et le régime hybride offrent tous la possibilité de pratiquer la réglementation proportionnée, mais dans chacun des cas, il est difficile de savoir comment la politique serait définie et mise en œuvre. Lorsque la réglementation envisagée dans le cadre de l'un de ces régimes est fondée sur des principes, les problèmes de définition et de mise en œuvre sont encore plus grands si les pratiques par lesquelles sont appliqués les grands principes sont définies à l'échelle régionale et si les décisions sont rendues au niveau national.

---

<sup>36</sup> Si l'organisme de réglementation national adoptait une démarche fondée sur des principes ou sur les résultats, il se présenterait une autre dimension de la réglementation de valeurs mobilières et il faudrait examiner des facteurs différents, comme nous le voyons plus loin.

<sup>37</sup> Mary Condon, *L'utilisation des ordonnances d'application d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada*, monographie préparée à l'intention du Comité des personnes averties, 2003.

**c) Réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats et réglementation proportionnée**

Lorsqu'il est envisagé d'étendre la réglementation proportionnée plus étendue, il faut examiner l'interaction de la réglementation fondée sur des règles et de la réglementation fondée sur des principes. Au Canada, comme dans de nombreux pays, la réglementation évolue en fait vers une combinaison des deux, les règles étant redéfinies en fonction de principes articulés pour en faire des « normes » ou une « réglementation axée sur les résultats »<sup>38</sup>. L'analyse de cette question, qui dépasse le champ de la présente étude, fait l'objet d'une autre étude préparée pour le Groupe d'experts.

Cependant, il convient de préciser que, si le Canada envisage une réorientation vers un régime fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, il faudra examiner ce que cela entraînerait pour la mise en place d'une réglementation proportionnée. Sous un régime de cette nature, il est supposé que les organismes de réglementation interviennent sur le marché seulement lorsqu'il le faut et uniquement dans la mesure nécessaire pour régler le problème équitablement et efficacement de manière à atténuer le danger pour l'intégrité du marché<sup>39</sup>. Le régime adopté pourrait tenir compte des obstacles qu'ont à surmonter les petits émetteurs et le besoin d'imposer des obligations convenablement proportionnées en fonction des ressources de ces émetteurs et de l'assurance recherchée par les investisseurs.

Au Royaume-Uni, l'autorité des services financiers (Financial Services Authority – « FSA ») définit les grands principes, fournit des conseils en vue de la conformité, établit des normes au besoin et mesure la valeur de l'intervention réglementaire par l'évaluation des résultats, d'étapes importantes, de l'efficacité de la réglementation et de l'efficacité de l'application<sup>40</sup>. Les grands principes de conduite définis par la FSA portent sur la compétence, le soin et la diligence, la gestion du risque, les ressources financières, le traitement équitable des investisseurs et la conduite sur le marché<sup>41</sup>. La FSA considère

---

<sup>38</sup> Voir par exemple, Ontario Securities Commission, *Annual Report, 2007*, consulté à l'adresse <http://www.osc.gov.on.ca/About/AnnualRpt/2008/goal1.html>; Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier, *Principes et pratiques relatifs à la vente de produits et services dans le secteur financier*, consulté à l'adresse [http://www.jointforum.ca/JF-WWWSite/attachment/consultation/papers/PS/Backgrounder\(Mar2003\) F.pdf](http://www.jointforum.ca/JF-WWWSite/attachment/consultation/papers/PS/Backgrounder(Mar2003) F.pdf); Investment Dealers Association (IDA), *Establishment and Amendment of IDA Rules to Implement the Core Principles of the Client Relationship Model*, consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/MarketRegulation/SRO/ida/rr/srr-ida\\_20080229\\_amd-client-relation.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/MarketRegulation/SRO/ida/rr/srr-ida_20080229_amd-client-relation.pdf). Voir aussi, plus loin, l'analyse de la norme canadienne proposée (Proposed NI 31-103).

<sup>39</sup> BCSC, *supra*, note 24, p. 2.

<sup>40</sup> Aux termes de la loi dite *Financial Services and Markets Act 2000*, la FSA du Royaume-Uni a pour mandat de promouvoir le fonctionnement efficient, ordonné et équitable des marchés, d'aider les acheteurs au détail à conclure des marchés équitables et d'accroître les moyens et l'efficacité des entreprises. *FSA Handbook*, consulté à l'adresse <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook>, le 20 juillet 2008.

<sup>41</sup> La FSA a défini 11 grands principes, en application depuis 2001, à savoir : 1. L'entreprise doit exercer ses activités avec intégrité. 2. L'entreprise doit faire preuve de compétence et de diligence raisonnable dans la conduite de ses affaires. 3. L'entreprise doit prendre des mesures raisonnables pour organiser et contrôler ses activités de manière responsable et efficace et se doter de systèmes adéquats de gestion du risque. 4. L'entreprise doit conserver des ressources financières suffisantes. 5. L'entreprise doit avoir, sur le marché, une conduite conforme à des normes convenables. 6. L'entreprise doit tenir dûment compte des intérêts de ses clients et traiter ces derniers de manière équitable. 7. L'entreprise doit tenir dûment compte des besoins en information de ses clients et leur communiquer cette information d'une manière claire, juste et non trompeuse.

qu'un organisme de réglementation ne doit intervenir sur le marché que lorsque ce dernier fonctionne mal et ne produit pas des résultats acceptables et lorsque les bienfaits résultant de la réglementation justifient les dépenses engagées pour l'intervention.

Dans une optique semblable, la commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (British Columbia Securities Commission – « BCSC ») a adopté un régime dit « fondé sur les résultats », comportant à la fois des règles fondées sur des principes et des prescriptions, ainsi que d'autres moyens de réglementation comme la surveillance de la conformité, les conseils, l'information et l'application; le but visé est d'en venir à réduire les prescriptions<sup>42</sup>. La BCSC estime que la gestion du risque est une importante dimension de la réglementation axée sur les résultats et non pas un objectif distinct, et qu'un organisme de réglementation doit intervenir uniquement lorsque la réglementation est le seul moyen efficace de régler un problème<sup>43</sup>.

La loi de 2004, dans laquelle sont énoncés les principes, est un excellent exemple d'une démarche fondée sur les résultats<sup>44</sup>. L'entrée en vigueur de cette loi a été retardée pendant que se déroulent les travaux de mise en place d'un régime de passeport, mais la BCSC continue d'exercer ses fonctions de surveillance, d'application et de mise en œuvre de la politique, suivant une démarche axée sur les résultats. Par exemple, dans son plan de service pour 2008-2011<sup>45</sup>, la BCSC énonce les grands principes et objectifs, dont la promotion d'une culture de conformité et d'une réglementation efficace, et elle évalue chacune des mesures prises en fonction de ces objectifs. Son intervention n'est jugée nécessaire que lorsqu'il y a non-conformité. Ses activités de nature administrative visent à aider les émetteurs à mettre en place des mesures et systèmes de contrôle<sup>46</sup>. La BCSC tient compte de l'incidence des mesures administratives sur les émetteurs de différentes tailles. Elle reste rigoureuse dans l'application de la loi, mais elle tient compte de ce que les émetteurs cherchent à accomplir lorsqu'elle détermine s'ils se conforment à des obligations données<sup>47</sup>. Si les émetteurs s'efforcent diligemment de s'acquitter des obligations réglementaires, les agents de la BCSC chargés d'évaluer la conformité feront preuve de souplesse et aideront les émetteurs à modifier leur conduite. La BCSC évalue chaque décision prise en vue de régler un problème et elle attribue une note en fonction des

---

8. L'entreprise doit gérer équitablement les conflits d'intérêt, tant ceux entre elle et ses clients que ceux entre deux clients. 9. L'entreprise doit prendre des mesures raisonnables pour faire en sorte que ses conseils et ses décisions discrétionnaires soient adaptés à ses clients, qui sont en droit de compter sur son jugement. 10. L'entreprise doit assurer une protection suffisante des actifs dont ses clients lui confient la responsabilité. 11. L'entreprise doit traiter avec l'organisme de réglementation avec franchise et coopération et elle doit lui communiquer toute information la concernant que cet organisme (FSA) s'attendrait raisonnablement à recevoir. FSA, *Principles-Based Regulation – Focusing on the Outcomes that Matter*, FSA Paper, avril 2007, consulté à l'adresse [http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/small\\_firms/general/pbr/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/small_firms/general/pbr/index.shtml), le 28 juillet 2008.

<sup>42</sup> BCSC, *Service Plan 2008-2011*, *supra*, note 24, p. 2 et 6.

<sup>43</sup> *Ibid.*, p. 5.

<sup>44</sup> Colombie-Britannique, *Bill 38, 2004 Securities Act*, consulté à l'adresse [http://www.leg.bc.ca/37th5th/3rd\\_read/gov38-3.htm](http://www.leg.bc.ca/37th5th/3rd_read/gov38-3.htm). Cette loi n'est pas encore entrée en vigueur.

<sup>45</sup> BCSC, *Service Plan 2008-2011*, *supra*, note 24, p. 7-8.

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 9.

<sup>47</sup> *Ibid.*

résultats obtenus<sup>48</sup>. Dans le rapport qu'elle publie sur ses activités, la BCSC indique les objectifs visés et les mesures des résultats obtenus au regard de chaque objectif, ainsi que les objectifs pour chaque année<sup>49</sup>.

Dans le cadre de sa collaboration avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») en vue de l'élaboration de la politique, la BCSC cherche explicitement à promouvoir une réglementation efficace et elle préconise des solutions réglementaires variées et pratiques et non pas seulement un simple accroissement des règles<sup>50</sup>. Le projet de norme canadienne 31-103 sur les obligations d'inscription (Proposed National Instrument 31-103, Registration Requirements)<sup>51</sup>, qui est fondé en partie sur des principes et sur les résultats, présente un bon exemple. Les règles de conduite proposées énoncent ce qui est attendu des émetteurs, établissant l'obligation générale pour eux de communiquer aux clients l'information sur la relation, c'est-à-dire l'information qu'un client raisonnable jugerait importante au sujet de sa relation avec l'entreprise inscrite<sup>52</sup>. L'examen de la conformité consiste à évaluer les résultats plutôt qu'à mesurer la efficacité des émetteurs en fonction de critères prescrits<sup>53</sup>. D'autres parties de la norme, dont les dispositions touchant le système de conformité et de plaintes, établissent de grands principes. L'évaluation sera effectuée en fonction du système mis en place et des résultats observés<sup>54</sup>.

Sous un régime fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, les moyens d'assurer la conformité dépendent des résultats visés, si bien qu'une réglementation rigoureusement définie et fondée sur la taille n'est pas nécessaire. Dans un tel scénario, les organismes de réglementation travaillent de concert avec les intervenants sur le marché afin de définir des grands principes dont la nature sera affinée avec le temps, par la pratique. Il importerait de définir des principes universels, sans égard pour la taille ou le type de l'émetteur. Ensuite, les normes réglementaires ou les pratiques des émetteurs devant permettre d'appliquer ces principes pourraient idéalement être modulées, et être donc adaptées à tous les émetteurs quels que soient leur taille ou leur type. Comme des normes universelles ne conviennent pas pour les petits émetteurs, il y a lieu d'établir des obligations proportionnées, lesquelles doivent respecter les critères de transparence, de certitude et de modulation mentionnés plus haut. La réglementation pourrait être adaptée aux petits

---

<sup>48</sup> *Ibid.*, p. 20.

<sup>49</sup> *Ibid.*, p. 17 à 20.

<sup>50</sup> *Ibid.*, p. 14.

<sup>51</sup> CSA, Proposed National Instrument 31-103, Registration Requirements (ACVM, projet de norme canadienne 31-103 relative aux obligations d'inscription), le 29 février 2008.

<sup>52</sup> *Ibid.*, partie 5, Règles de conduite, et NI 31-103, Notice and Request for Comments (avis et demande de commentaires sur la norme 31-103), le 29 février 2008, p. 11.

<sup>53</sup> CSA, Proposed National Instrument 31-103, Registration Requirements, *supra*, note 51, article 5.15.

<sup>54</sup> *Ibid.*, articles 5.23 et 5.28. L'article 5.23 dispose : au paragraphe (1) que l'entreprise inscrite doit établir, maintenir et appliquer un système de contrôle et de supervision conçu a) pour fournir l'assurance qu'elle et chaque personne physique agissant pour son compte se conforment à la législation sur les valeurs mobilières et b) gèrent le risque associé à ses activités conformément à des pratiques commerciales prudentes; au paragraphe (2), que le système de contrôle mentionné au paragraphe (1) doit être documenté sous la forme d'une politique et de procédures écrites. L'article 5.28 dispose qu'une entreprise inscrite doit documenter les différends et traiter efficacement et équitablement toute plainte qui lui est faite au sujet de tout produit ou service offert par elle ou par un de ses représentants.

émetteurs selon le secteur ou le marché, ce qui permettrait d'éviter les problèmes de définition très précise dont il est question plus loin.

L'adoption d'une réglementation proportionnée sous un tel régime soulève une question, celle de savoir si les petits émetteurs ont les ressources ou la capacité voulues pour élaborer des pratiques respectant la réglementation, à défaut de moyens ou de conseils de la part de l'organisme de réglementation. D'une part, la réglementation proportionnée peut permettre l'affectation plus efficace des ressources des petits émetteurs à la gouvernance et à la conformité. D'autre part, il se peut que les petits émetteurs n'aient pas l'expertise interne ou les moyens financiers voulus pour embaucher des experts qui seraient chargés d'élaborer des pratiques de gouvernance et de contrôle conformes à des principes de réglementation explicites et adaptés au marché où se trouvent ces émetteurs. Les normes générales issues des principes appliqués doivent tenir compte des limites des petits émetteurs. Parce que les gros émetteurs ont une plus grande expertise interne et des ressources plus importantes, il y a danger que leurs pratiques de gouvernance ou de contrôle deviennent les normes de conformité acceptées, ce qui rendrait la conformité encore plus difficile pour les petits émetteurs.

Lorsqu'il est question de réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, il est important de retenir que les petits émetteurs peuvent souhaiter un assouplissement de la réglementation, mais qu'ils recherchent souvent aussi des normes ou indications transparentes, pour qu'ils puissent remplir les obligations à moindre coût<sup>55</sup>. Le manque de clarté des obligations peut entraîner des dépenses inutiles pour les petits émetteurs qui sont obligés de faire appel à des spécialistes pour obtenir une interprétation sûre. Cet aspect est particulièrement important, vu la responsabilité civile qui a été instaurée sur le marché secondaire dans certains territoires, les dirigeants d'entreprise pouvant craindre de « faire erreur » en dépit des meilleures intentions.

Lorsque la réglementation proportionnée est envisagée dans le cadre d'un régime fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, il faut intéresser les intervenants touchés, en créant des occasions de participer au débat et en élaborant des conseils et des moyens à mettre en pratique. Les attentes doivent être clairement énoncées, réalistes, pertinentes et fondées sur les résultats voulus, lesquels sont définis sous forme d'objectifs de la politique d'intérêt public. Les petits émetteurs et autres intervenants doivent pouvoir participer utilement, pour que de meilleures décisions soient prises en matière de réglementation proportionnée<sup>56</sup>.

---

<sup>55</sup> Les normes canadiennes promulguées par les ACVM sont un bon exemple d'indications claires des attentes d'organismes de réglementation, en matière de dépôt de documents et de communication de l'information.

<sup>56</sup> Julia Black, « Involving Consumers in Securities Regulation », dans *Canada Steps Up, Final Report*, Investment Dealers Association of Canada, Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, 2006, vol. 6, p. 543. Consulté à l'adresse [http://www.tfmsl.ca/docs/V6\(9\)%20Black.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/V6(9)%20Black.pdf), le 21 juin 2008. Les investisseurs peuvent participer au processus de réglementation de quatre façons, qui sont l'éducation, l'information, la consultation et la participation proprement dite.

L'AIM du Royaume-Uni est un exemple de marché boursier sous à un régime mixte de réglementation proportionnée et axée sur les résultats<sup>57</sup>. Il est un marché boursier réglementé dont la surveillance par l'organisme de réglementation du Royaume Uni – la Financial Services Authority ou FSA – est assurée de manière indirecte, par la Bourse de Londres (London Stock Exchange – « LSE »)<sup>58</sup>. Le régime de réglementation de ce marché pour petits émetteurs est adapté aux besoins de petites entreprises de croissance et comporte moins de prescriptions. Ce qui distingue ce régime de réglementation selon le type de marché boursier ou d'émetteurs est le recours à des conseillers désignés (Nominated Advisers ou « Nomads ») qui sont des placeurs, des maisons de courtage ou des cabinets comptables chargés de veiller à l'intégrité du marché et d'en rendre compte à la fois aux entreprises qu'ils conseillent et à la Bourse de Londres<sup>59</sup>. La fonction de surveillance de l'inscription et de la conformité continue des petits émetteurs qu'exercent ces conseillers désignés remplace les prescriptions et cette surveillance est très étroite.

Dans le cas de l'AIM, la réglementation proportionnée signifie que cette réglementation est parfois modulée, parfois pas. Les critères d'inscription à l'AIM sont moins restrictifs<sup>60</sup>. Les prescriptions relatives aux pratiques de gouvernance sont moins nombreuses qu'elles ne le sont pour les entreprises inscrites à la cote de la Bourse principale. En effet, ces dernières doivent respecter le code combiné de gouvernance d'entreprise (Combined Code on Corporate Governance), sinon elles doivent s'expliquer, tandis que la seule obligation pour les entreprises inscrites à l'AIM est d'avoir en place des structures de gouvernance appropriées. Cependant, les conseillers désignés doivent collaborer avec les dirigeants des entreprises pour faire en sorte que les pratiques de gouvernance adoptées soient conformes aux principes sous-tendant les codes applicables<sup>61</sup>. La raison pour laquelle la réglementation sur l'AIM est proportionnée est d'éviter que des règles inutilement rigides ou non appropriées ne nuisent au fonctionnement interne des jeunes entreprises de croissance. Sur ce marché boursier, la protection des investisseurs est assurée par les

---

<sup>57</sup> Les entreprises inscrites à la cote de l'AIM sont des entreprises du Royaume-Uni, des entreprises étrangères, des sociétés de portefeuille enregistrées au Royaume-Uni, notamment des sociétés des secteurs du pétrole, du gaz et des mines, et des sociétés d'investissement à capital fixe.

<sup>58</sup> Sridhar Arcot, Julia Black et Geoffrey Owen, *From Local to Global, The Rise of AIM as a Stock Market for Growing Companies*, septembre 2007, consulté à l'adresse [www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim). Aux termes des dispositions de la loi européenne entrée en vigueur en novembre 2007, l'AIM est devenu une plate-forme de négociation multilatérale de valeurs (multilateral trading facility – MTF) exploitée par la Bourse de Londres, *ibid.*, p. 9.

<sup>59</sup> *Ibid.*, p. 12. Il y a actuellement 76 conseillers désignés inscrits, mais 30 d'entre eux s'occupent de quelque 80 p. 100 des entreprises cotées à l'AIM. En 2006, de nouvelles règles (*AIM Rules for Nominated Advisors*) ont été adoptées pour les conseillers désignés de l'AIM, afin de bien clarifier leurs devoirs. Pour devenir un conseiller désigné, les cabinets et les personnes qui y travaillent doivent avoir les qualités et l'expérience précises requises et ils doivent être indépendants de l'entreprise émettrice. Le concept d'indépendance est décrit à la règle 21 et à l'annexe 1. Le grand principe qui sous-tend ces règles sur l'indépendance est celui de veiller à ce que la réputation et l'intégrité de l'AIM ne soient pas menacées.

<sup>60</sup> Par exemple, il n'y a pas de montant minimal fixé pour les capitaux que doit avoir l'entreprise et il n'est pas nécessaire que les titres de l'entreprise aient été négociés sur le marché hors cote durant trois ans avant l'inscription à la cote de l'AIM, mais, comme les entreprises inscrites à cote de la Bourse principale, celles de l'AIM doivent aussi fournir des états vérifiés pour trois années. Voir à ce sujet AIM Notice 24 (octobre 2006) et AIM Notice 27 (février 2007), consulté à l'adresse [http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/ourmarkets/aim\\_new/For+AIM+Advisers/aimnoticesold.htm](http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/ourmarkets/aim_new/For+AIM+Advisers/aimnoticesold.htm).

<sup>61</sup> *Ibid.*, *AIM Rules for Nominated Advisors*, rule 18 et Schedule 3, AR2.

conseillers désignés qui veillent à ce que les entreprises se conduisent convenablement et par le fait que les nouvelles règles de l'AIM pour les entreprises (*AIM Rules for Companies*), entrée en vigueur en février 2007<sup>62</sup>, prévoient une obligation plus grande de communiquer l'information aux investisseurs. Pour les entreprises inscrites à la cote de l'AIM, les obligations en matière de communication continue de l'information et de rapports sur les opérations sont presque les mêmes que pour les entreprises inscrites à la cote de la Bourse principale. Dans l'information communiquée, il est signalé aux investisseurs qu'en raison d'une réglementation moins rigoureuse, il y a un plus grand risque à investir dans des entreprises cotées à l'AIM que celles qui sont inscrites à la cote de la Bourse principale<sup>63</sup>.

La démarche adoptée par la FSA en matière de surveillance directe (surtout des sociétés de placements) repose sur l'importance du risque. Le régime évolue du fait que des règles restent en vigueur pendant que la FSA s'oriente vers une réglementation axée davantage sur des principes, mais les entreprises peuvent être exemptées de se conformer aux règles si elles peuvent montrer que leurs pratiques respectent le principe d'intérêt public. La FSA utilise différentes méthodes pour déterminer la conformité des petites entreprises<sup>64</sup>. Bien que le mode de réglementation de la FSA ne soit pas directement applicable au Canada parce que la plupart des 18 000 petites entreprises que surveille la FSA sont des sociétés d'investissement ayant beaucoup plus d'expérience que les petits émetteurs canadiens, il montre néanmoins les nombreuses politiques possibles<sup>65</sup>. La FSA est d'avis que la réglementation doit être proportionnée et élaborée convenablement en fonction du risque et des éléments de preuve, de manière à parvenir à des résultats précis<sup>66</sup>. Partant, elle dépense

---

<sup>62</sup> *Ibid.*, p. 22. La réglementation de la Bourse de Londres, et donc de l'AIM, a été modifiée en profondeur en 2006 et en 2007, en partie pour la rendre conforme à la législation européenne, notamment à la *Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers* (MIF) ou *Market in Financial Instruments Directive* (MiFID).

<sup>63</sup> *Ibid.*, p. 24. En 2007, la FSA a été dotée de nouveaux pouvoirs l'autorisant à examiner les règles de la Bourse de Londres, afin de faire en sorte que ces règles soient compatibles avec la démarche du Royaume-Uni qui vise une réglementation proportionnée et axée sur le risque. Les règles sur les bourses ont été modifiées en conséquence de l'entrée en vigueur de la Directive sur les marchés d'instruments financiers, afin de faciliter l'établissement de plates-formes de négociation par l'élimination du pouvoir des États membres d'exiger que la négociation soit concentrée auprès d'un seul marché boursier. La Directive sur les marchés des instruments financiers définit des obligations générales pour les bourses ayant une plate-forme de négociation multilatérale de valeurs (Multilateral Trading Facility – MTF). Les bourses doivent dorénavant établir des règles et procédures transparentes et non discrétionnaires pour le déroulement équitable et ordonné des opérations de négociation et définir des critères objectifs pour l'application efficace des ordres.

<sup>64</sup> Financial Services Authority (FSA), *Handbook*, consulté à l'adresse <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook>, le 27 juillet 2008. Financial Services Authority (FSA). *FSA Regulation and Hedge Funds: An Effective and Proportionate Approach for a Dynamic, International Marketplace*, allocation prononcée par Dan Waters, Director, Asset Management Sector Leader and Director of Retail Policy, FSA Asia Hedge Conference, Hong Kong, le 19 octobre 2006, consulté à l'adresse [http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1019\\_dw.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1019_dw.shtml).

<sup>65</sup> L'importance accordée par la FSA à l'intégrité du marché a pour objet d'empêcher l'abus, grâce à une surveillance proactive des « points chauds possibles » et de la communication de l'information, ainsi qu'à un programme d'application efficace. Voir par exemple, FSA, *Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement*, FS06/2, février 2006, consulté à l'adresse [http://www.fsa.gov.uk/pages/library/policy/dp/2006/fs06\\_02.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/library/policy/dp/2006/fs06_02.shtml).

<sup>66</sup> *Ibid.* Voir FSA, *Handbook*, SYSC 3.1.1R et SYSC 3.2.11G, règle suivant laquelle une entreprise doit être organisée de manière telle qu'elle peut fournir à ses dirigeants l'information dont ils ont besoin pour jouer leur

moins d'énergie ou de ressources pour la réglementation des petits émetteurs, parce qu'ils présentent un risque relativement moins grand pour les investisseurs et pour le marché. La FSA formule des principes, comme l'obligation de faire preuve de diligence envers les clients, puis, par une combinaison de moyens incluant la communication, l'éducation, la surveillance, l'application et la définition d'étapes clés, elle repère les petits émetteurs présentant le plus grand risque de non-conformité et réduit le plus possible ce qui peut les inciter à ne pas se conformer<sup>67</sup>. La FAS vise à doter le Royaume-Uni d'une réglementation des services financiers qui est rigoureuse, plus efficace et fondée sur les résultats<sup>68</sup>. Elle met l'accent sur les jalons ou les directives relatives au contrôle. Par exemple, elle a entrepris une stratégie de trois années qui a pour objet d'aider les petites entreprises à atteindre l'objectif de traitement équitable des clients qu'elle a fixé. En décembre 2008, les entreprises devront montrer que leurs dirigeants ont instauré une culture de traitement équitable des clients et que les erreurs sont rapidement repérées et corrigées. Elles devront montrer qu'elles ont mis en place des moyens de mesurer les résultats de manière précise et appropriée, dans l'optique de l'importance pour elles de l'équité envers les clients<sup>69</sup>. La FSA affirme qu'elle applique rigoureusement les règles en concentrant plus visiblement ses efforts sur un groupe d'entreprises dont le traitement des clients n'est pas équitable<sup>70</sup>. L'éducation est un élément important de la stratégie de la FSA à l'égard des petites entreprises; elle comprend des tournées de présentation interactives, dans le cadre du programme régional d'évaluation, et des études de cas fournissant des exemples de bonnes pratiques<sup>71</sup>.

Plusieurs facteurs distinguent la manière dont la FSA conçoit la réglementation proportionnée. Elle définit d'abord les grands objectifs qu'elle souhaite atteindre et fixe ensuite des normes ou des étapes déterminantes. Elle affecte moins de ressources à la réglementation des petites entreprises, laquelle repose sur l'évaluation du risque. Elle soustrait des entreprises à l'obligation de se conformer aux règles selon les pratiques qu'elles affichent, au lieu d'accorder des exemptions générales en fonction de la taille des

---

rôle dans les fonctions de définition, de mesure, de gestion et de contrôle du risque présentant un intérêt du point de vue de la réglementation. L'information fournie doit être pertinente, sûre et communiquée dans les moindres délais. Allocution du secrétaire de l'économie au Trésor, le député Ed Balls, FSA Principles-based Regulation Conference, le 23 avril 2007, consulté à l'adresse <http://www.hm-treasury.gov.uk/2899.htm>.

<sup>67</sup> FSA, *Principles-based Regulation – Focusing on the Outcomes that Matter*, FSA Paper, avril 2007, consulté à l'adresse [http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/small\\_firms/general/pbr/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/small_firms/general/pbr/index.shtml), le 28 juillet 2008. La FSA réalise actuellement une étude devant définir les caractéristiques des petites entreprises qui sont le plus susceptibles de ne pas se conformer aux règles. FSA, *Regulating Small Firms*, consulté à l'adresse <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/research/economic/interest/regulating.shtml>, le 22 juillet 2008.

<sup>68</sup> *Ibid.*

<sup>69</sup> FSA, *Treating Customers Fairly – culture*, juillet 2007. Dans cet ouvrage, à l'annexe 2, la FSA fournit un cadre de conduite pour les dirigeants de petites entreprises. FSA, *Treating Customers Fairly: Progress Update*, p. 16, juin 2008, consulté à l'adresse [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/tcf\\_progress.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/tcf_progress.pdf), le 20 juillet 2008. La FSA utilise différentes méthodes, décrites à l'annexe 1, pour évaluer les petites entreprises et les entreprises dont l'activité est fondée sur les relations. Elle détermine, entre autres, si les mesures rendent compte des résultats, si les mesures sont justes et exactes, si les documents sont utilisés et si les entreprises ont adopté de solides mesures appropriées des résultats relatifs au traitement équitable des clients.

<sup>70</sup> Évaluations du risque en fonction du cadre ARROW (Advanced Risk-Responsive Operating Framework), *ibid.*

<sup>71</sup> *Ibid.*

émetteurs. Pour mettre en place une telle démarche au Canada, il peut être nécessaire d'évaluer tout nouveau moyen d'action pour déterminer ce qu'est l'objectif et si la norme proposée pour les petits émetteurs contribue à la réalisation de cet objectif, en fonction du risque pour les investisseurs et pour le maintien de la concurrence sur le marché. Vu le nombre de petits émetteurs au Canada, il faudrait tenir compte de la taille et de l'importance du marché des petits émetteurs dans l'affectation de ressources à l'éducation, à la conformité et à l'application et reconnaître que ces émetteurs peuvent présenter un moins grand risque de non-conformité. Par ailleurs, les sociétés de placements auxquelles la FSA applique sa démarche ont une plus grande capacité de fixer des étapes déterminantes et leur expérience, bien qu'elle puisse être informative, peut être sans rapport avec les difficultés qu'ont à surmonter les petits émetteurs sur les marchés boursiers.

Une réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats doit être assortie d'une application rigoureuse des lois et règlements relatifs aux valeurs mobilières. Ce n'est pas parce que les règles sont moins nombreuses et plus souples que leur application doit être moins rigoureuse. Les organismes de réglementation du Canada pratiquent déjà l'évaluation du risque et l'application en fonction de ce dernier. Plus précisément, l'évaluation du risque et la proportionnalité diffèrent selon l'organisme. Pour adopter une réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, il peut être nécessaire pour les organismes de réglementation d'utiliser, comme la FSA, divers moyens de régler un problème sur le marché ou d'atteindre un objectif, moyens qui peuvent comprendre l'éducation, la participation du public à la définition des attentes, la surveillance et l'application. Dans le cadre d'une telle démarche, les petits émetteurs pourront faire l'objet d'un traitement différent, selon la valeur de l'émission, mais l'efficacité et l'efficacités, et non pas le type d'émetteurs, sont ce qui doit déterminer le choix d'une politique en matière de réglementation.

Selon la BCSC, un régime bien conçu fondé sur les résultats serait avantageux pour tous les intervenants sur le marché et il ne serait donc pas nécessaire d'élaborer des régimes distincts<sup>72</sup>. À son avis, les inconvénients de régimes distincts comprennent la difficulté de bien définir les critères établissant les différentes catégories d'émetteurs et le fait que, même s'ils fonctionnent la plupart du temps, ces régimes donnent lieu à une foule d'exemptions d'émetteurs qui se retrouvent dans une catégorie autre que celle dont ils devraient faire partie. La BCSC craint aussi que les émetteurs faisant l'objet d'une réglementation assouplie ne soient considérés comme des investissements moins souhaitables. Elle estime qu'une réglementation fondée sur les résultats, dont l'application est surveillée par l'organisme responsable, contribue effectivement plus qu'une réglementation assouplie à la protection des investisseurs<sup>73</sup>.

L'application des règles en fonction du risque est essentiellement l'élément final d'un régime de réglementation proportionnée, étant donné que les décisions sont prises selon les objectifs prioritaires en matière de surveillance et d'application. L'interaction entre les

---

<sup>72</sup> *Another Way Forward for Securities Reform*, mémoire, Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, British Columbia Securities Commission, Brent W. Aitken, vice-président, le 14 octobre 2005, consulté à l'adresse <http://www.tfmsl.ca/Documents/BCSC.pdf>, le 20 juillet 2008.

<sup>73</sup> *Ibid.*

décisions ou choix et les obligations réglementaires initiales concernant la communication de l'information et d'autres aspects est ce qui détermine l'efficacité et l'équité globales du régime de réglementation. Lorsque les normes ou les attentes ne sont pas définies clairement, un régime fondé sur des principes occasionne des difficultés pour les petits émetteurs qui doivent savoir clairement ce qui est attendu d'eux.

#### **d) Harmonisation internationale**

Un autre aspect dont il faut tenir compte dans un projet de réglementation proportionnée est le maintien de l'accès aux États-Unis et aux marchés étrangers. Depuis 1990, la SEC et les organismes de réglementation du Canada ont mis en place un régime d'information multinational ou RIM (Multi-Jurisdictional Disclosure System ou « MJDS »), qui facilite l'accès d'entreprises émettrices des États-Unis et du Canada aux marchés boursiers de l'un ou l'autre pays. La SEC et les organismes de réglementation du Canada examinent actuellement la possibilité d'un accord canado-américain de reconnaissance mutuelle<sup>74</sup>. Il est peu probable que la réglementation du Canada et celle des États-Unis puissent être harmonisées, en raison des différences structurelles des marchés des capitaux respectifs et des divergences de vue quant au degré de réglementation requis. La reconnaissance mutuelle serait une solution plus vraisemblable parce qu'elle suppose que l'organisme de réglementation d'un pays accepte le jugement de son homologue d'un autre pays dans la mesure où les régimes sont comparables. Dans le cadre de la reconnaissance mutuelle, des entreprises américaines émettraient des titres au Canada sous le régime des règles des États-Unis et, inversement, des entreprises canadiennes émettraient des titres aux États-Unis sous les règles et la surveillance d'autorités au Canada<sup>75</sup>.

Le « libre-échange » des valeurs mobilières vise à abaisser les coûts, grâce aux gains d'efficacité qui résultent de la diminution de la double réglementation et du chevauchement des règles et qui ont pour effet d'accroître les liquidités et le dynamisme des marchés et de permettre l'établissement d'une valeur plus juste<sup>76</sup>. La reconnaissance mutuelle s'accompagne aussi de l'adoption au Canada des Normes internationales d'information financière ou NIIF (International Financial Reporting Standards – « IFRS »); les États-Unis proposent de permettre aux entreprises étrangères aux États-Unis d'utiliser les NIIF, sans exiger la conciliation avec les principes comptables généralement reconnus (« PCGR ») dans ce pays<sup>77</sup>. Il est peu probable que le fait de mettre en place une réglementation proportionnée plus étendue n'entrave la reconnaissance mutuelle, étant donné que de nombreux émetteurs canadiens remplissent déjà les critères américains d'entreprises à faible capitalisation.

---

<sup>74</sup> Communiqué de presse conjoint des ACVM et de la SEC, le 29 mai 2008. En mars 2008, la SEC a annoncé qu'elle examinerait la possibilité d'un accord de reconnaissance mutuelle limitée avec un ou plusieurs homologues étrangers et que ces accords pourraient servir de base à une démarche plus générale de reconnaissance mutuelle par l'élaboration de règles. La SEC examine la possibilité d'un accord de reconnaissance mutuelle avec l'Australie et poursuit des travaux en ce sens avec la Commission européenne et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières.

<sup>75</sup> *Ibid.*, p. 12.

<sup>76</sup> Rik Parkhill, *supra*, note 3, p. 12.

<sup>77</sup> *Ibid.*, p. 13.

## 5. Définition des catégories d'émetteurs aux fins de la réglementation

Du point de vue de la politique à mettre en œuvre, il faut déterminer si le critère devant déterminer comment la réglementation proportionnée sera appliquée doit être la taille des émetteurs, le type de marché boursier où ils sont cotés ou un autre critère. La question importante est donc de déterminer comment seront définies les catégories d'émetteurs admissibles à un traitement réglementaire différent<sup>78</sup>. La différence de traitement peut prendre la forme de normes particulières en matière de communication de l'information ou de conformité à d'autres égards jusqu'à la dispense totale de certaines obligations pour des émetteurs donnés. Ici aussi, la politique choisie doit tenir compte des principes de transparence, d'équité et de certitude.

Les catégories peuvent être définies en fonction du type de marché boursier où les émetteurs sont cotés, de la capitalisation boursière, des revenus ou d'une combinaison de ces critères.

### a) Type de marché boursier ou d'émetteurs

Une façon de procéder consiste à moduler les obligations réglementaires en fonction du type de marché boursier où l'émetteur est coté. Au Canada, la distinction est faite en fonction de l'inscription à la cote de la TSX ou d'un marché boursier comparable comme la Bourse de New York (« NYSE »), ou de l'inscription à la cote de la TSX de croissance ou d'un marché semblable, comme l'AIM. Aux termes de plusieurs normes canadiennes, un émetteur émergent s'entend d'un émetteur assujéti qui, à la date applicable, n'avait aucun de ses titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto, d'un marché américain ou d'un marché à l'extérieur du Canada ou des États-Unis d'Amérique à l'exception de l'Alternative Investment Market de la Bourse de Londres ou des marchés PLUS exploités par PLUS Markets Group plc<sup>79</sup>. Aux fins de la réglementation proportionnée, les entreprises se distinguent selon qu'elles sont des émetteurs émergents ou des émetteurs non émergents, plutôt qu'en fonction de leur taille.

Le Groupe TMX a décrit plus ou moins en ces termes la Bourse de croissance de Toronto ou TSX de croissance :

La Bourse de croissance de Toronto, ou TSX de croissance, est unique. Depuis sa création, elle permet à des petits émetteurs, à un stade de développement

---

<sup>78</sup> Dans le cadre de cette réflexion il faut se demander s'il faut tenir compte des moyens d'inscription, par exemple, l'inscription par l'intermédiaire de sociétés de capital de démarrage ou de fiducies de revenu.

<sup>79</sup> La date applicable aux fins des parties 4 et 5 de la norme canadienne et de l'annexe 51-102A1 est la date de clôture de la période comptable; laquelle peut être le dernier exercice financier complet, la date d'acquisition ou la date de l'assemblée des porteurs. Voir NI 51-102, Continuous Disclosure Obligations, document consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule\\_20080704\\_51-102\\_unofficial-cons-ni.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule_20080704_51-102_unofficial-cons-ni.pdf), le 23 juillet 2008 (norme canadienne 51-102 sur les obligations d'information continue, document consulté à l'adresse <http://www.canlii.org/qc/legis/regl/v-1.1r.0.1.03/20080818/tout.html>).

moins avancé que les gros émetteurs, d'avoir accès à l'épargne publique. Ces émetteurs sont des entreprises présentant un plus grand risque, du point de vue de leur activité commerciale et aussi parce qu'elles n'ont pas de moyens classiques de contrôle interne, comme la séparation des fonctions. Bien qu'il y ait des mesures de contrôle compensatoires, comme le contrôle de gestion, les actionnaires savent et acceptent que ce contrôle dépend entièrement de l'intégrité des dirigeants et administrateurs. Les entreprises de croissance cotées sur ce marché boursier doivent s'acquitter d'obligations qui leur sont propres en ce qui concerne l'inscription, la gouvernance et d'autres aspects. Ce marché boursier est présenté de manière très différente de celui des gros émetteurs, entre autres du fait que les investisseurs sont clairement informés qu'il s'agit d'un marché distinct présentant un profil de risque élevé. Les obligations en matière de gouvernance d'entreprise et de communication de l'information financière imposées aux émetteurs cotés à la Bourse de croissance de Toronto sont plus rigoureuses que les obligations équivalentes dont doivent s'acquitter les émetteurs cotés à l'AIM ou l'ASX. Ces obligations plus rigoureuses se rapportent entre autres à la composition du comité de vérification, à l'indépendance, aux connaissances financières et aux états financiers trimestriels<sup>80</sup>.

La Bourse de croissance de Toronto surveille continuellement les émetteurs qui y sont cotés et ceux d'entre eux qui ne respectent plus les normes de maintien à la cote passent au NEX<sup>81</sup>, un marché boursier distinct de la Bourse de croissance de Toronto. Les intervenants sur le marché sont ainsi informés de l'accroissement du risque présenté par ces émetteurs pendant qu'ils s'efforcent de réorganiser leur financement, de se structurer, de se réactiver ou d'opérer une prise de contrôle inversée ou qu'ils prennent d'autres mesures pour retrouver leur inscription à la cote de la Bourse de croissance de Toronto. Les émetteurs cotés au marché NEX doivent présenter une nouvelle demande d'inscription à la cote de la Bourse de croissance de Toronto et montrer qu'ils respectent les conditions d'inscription à cette dernière<sup>82</sup>.

Les émetteurs émergents sont aussi soumis à une surveillance de la part de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») qui veille à la conformité de leurs pratiques. L'OCRCVM surveille les opérations de négociation à la Bourse de croissance de Toronto et sur d'autres marchés boursiers du Canada et il veille à l'application des règles universelles d'intégrité du marché, ce qui consiste entre autres à imposer des cessations de négociation, à surveiller la conformité à la politique de la Bourse de croissance de Toronto en ce qui concerne, par exemple, la communication de l'information dans les moindres délais, les pratiques de négociation jugées inacceptables, le non-respect soupçonné des règles de la Bourse de croissance de Toronto en matière de négociation, la prise de contrôle, les offres importantes et les offres dans le cours normal

---

<sup>80</sup> TMX Group, June 28<sup>th</sup>, 2007, *Submission on Request for Comments – Proposed Repeal and Replacement of MI 52-109, Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*, p. 5.

<sup>81</sup> Site consulté à l'adresse <http://www.tsx.com/en/nex/index.html>, le 30 juillet 2008.

<sup>82</sup> Avant la création de NEX, les entreprises qui ne respectaient plus les normes relatives au maintien à la cote de la Bourse de croissance de Toronto étaient désignées « inactives » et avaient 18 mois pour les respecter de nouveau, à défaut de quoi elles étaient retirées de la cote, *ibid.*

des activités<sup>83</sup>. Cette surveillance vise à assurer la protection des investisseurs et l'intégrité du marché par des mesures d'application efficaces et indépendantes prises en temps opportun.

Le risque plus élevé que présentent des petits émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de croissance de Toronto tient non pas à une surveillance insuffisante de la part de l'organisme de réglementation, mais au fait que ces émetteurs sont des entreprises à un stade de développement peu avancé.

L'utilisation du type de marché boursier pour distinguer les émetteurs aux fins de la réglementation proportionnée présente l'avantage de la transparence pour les investisseurs et rend la surveillance plus facile. Par exemple, les obligations auxquelles les émetteurs doivent se conformer sont différentes selon qu'ils sont cotés à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance, et selon leurs types, comme les sociétés de capital de démarrage ou les émetteurs émergents. Une telle distinction tient compte du stade de développement des émetteurs et des difficultés à surmonter par les petits émetteurs<sup>84</sup>. La réglementation diffère en fonction non pas de la taille de l'émetteur, à savoir de sa capitalisation boursière, mais du marché boursier où il est coté. L'une des principales raisons pour lesquelles la Bourse de Toronto et les organismes de réglementation ont défini différentes obligations est le fait qu'ils reconnaissent que les petits émetteurs n'ont souvent pas les mêmes ressources ou la même expertise interne que les gros émetteurs.

Les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières ont déjà incorporé une certaine proportionnalité dans les normes canadiennes fondées sur le type de marché boursier. Signalons par exemple la norme canadienne concernant l'information sur les pratiques de gouvernance, la norme canadienne sur les obligations d'information continue et la nouvelle norme proposée sur l'attestation de l'information par des dirigeants.

#### **i) Communication de l'information sur les pratiques de gouvernance**

Aux termes de la norme canadienne 58-101 concernant l'information sur les pratiques de gouvernance (NI 58-101, *Disclosure of Corporate Governance Practices*), il y a réglementation proportionnée de l'information que doivent communiquer les émetteurs non émergents et les émetteurs émergents<sup>85</sup>. Par exemple, les émetteurs des deux catégories doivent fournir la liste des administrateurs indépendants et des administrateurs qui ne sont pas indépendants et dire pourquoi ils ne le sont pas, mais, dans le cas des émetteurs non émergents, l'information à fournir à cet égard est beaucoup plus détaillée<sup>86</sup>. Un émetteur

---

<sup>83</sup> Site consulté à l'adresse <http://www.iroc.ca/English/About/OurRole/Pages/MarketplaceWeRegulate.aspx>, le 30 juillet 2008.

<sup>84</sup> Ces marchés boursiers sont exploités par le Groupe TMX, mais ils sont encore désignés par les appellations « Bourse de Toronto » et « Bourse de croissance de Toronto ».

<sup>85</sup> Voir NI 58-101, *Disclosure of Corporate Governance Practices*, document consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule\\_20050617\\_58-101\\_disc-corp-gov-pract.jsp](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule_20050617_58-101_disc-corp-gov-pract.jsp) (norme canadienne 58-101 sur l'information concernant les pratiques de gouvernance, document à l'adresse <http://www.canlii.org/qc/legis/regl/v-1.1r.0.1.01.1/20071114/tout.html>).

<sup>86</sup> Les deux catégories d'émetteurs doivent indiquer si l'un de leurs administrateurs est aussi administrateur d'un autre émetteur qui est un émetteur assujéti ou l'équivalent dans un territoire du Canada ou dans un

non émergent doit fournir le relevé de présences et préciser le nom, le rôle et les responsabilités du président indépendant ou de l'administrateur principal indépendant ou, si le conseil n'a ni président indépendant ni administrateur principal indépendant, indiquer comment le conseil fournit une direction aux administrateurs indépendants<sup>87</sup>. Si la majorité des administrateurs ne sont pas indépendants, un émetteur non émergent doit décrire ce que le conseil d'administration fait pour assurer l'exercice d'un jugement indépendant par les administrateurs dans l'exécution de leur mandat, indiquer si les administrateurs indépendants tiennent des réunions périodiques en l'absence des administrateurs non indépendants ainsi que le nombre de réunions tenues, et décrire ce que fait le conseil d'administration pour favoriser la discussion ouverte entre les administrateurs indépendants. Contrairement aux gros émetteurs assujettis, les émetteurs émergents n'ont pas à s'acquitter de telles obligations et ils ne sont pas non plus obligés de fournir le texte du mandat du conseil, de décrire son rôle et ses responsabilités ou de fournir des énoncés de fonctions écrits pour les postes de président du conseil et de président de chaque comité du conseil<sup>88</sup>. Tous les émetteurs non émergents doivent indiquer les mesures prises par le conseil pour assurer l'orientation et la formation continue des nouveaux administrateurs, ou pour veiller à ce que les administrateurs aient les compétences et les connaissances voulues pour s'acquitter de leurs obligations en qualité d'administrateurs<sup>89</sup>.

Les émetteurs émergents doivent indiquer les mesures prises, le cas échéant, par le conseil pour promouvoir une culture d'éthique commerciale<sup>90</sup>. Les émetteurs non émergents, au contraire, doivent fournir de l'information beaucoup plus détaillée, c'est-à-dire indiquer si le conseil a adopté un code de conduite écrit et s'il veille au respect de ce code, faire un renvoi à toute déclaration de changement important au sujet de la conduite d'un administrateur ou d'un membre de la haute direction qui constitue un manquement au code, et indiquer les mesures prises par le conseil pour garantir l'exercice d'un jugement indépendant par les administrateurs lors de l'examen d'opérations dans lesquelles un administrateur ou un membre de la haute direction a un intérêt important<sup>91</sup>. Les deux catégories d'émetteurs doivent décrire comment le conseil s'assure que le conseil lui-même et chacun de ses administrateurs s'acquittent efficacement de leurs fonctions, mais les émetteurs non émergents, eux, doivent exposer la procédure d'évaluation des administrateurs et du conseil<sup>92</sup>. De même, l'information à fournir au sujet de la sélection et de la rémunération

---

territoire étranger et donner le nom de l'administrateur et de l'autre émetteur. Voir les annexes 58-101F1 et 58-101F2.

<sup>87</sup> Annexe 58 101F1, article 1, Conseil d'administration.

<sup>88</sup> Si le conseil n'a pas établi d'énoncés de fonctions écrits pour les postes de président, les émetteurs non émergents, eux, doivent décrire comment le conseil définit le rôle et les responsabilités correspondant à chaque poste. *Ibid.*, article 2, Conseil d'administration, et article 3, Descriptions de postes.

<sup>89</sup> Si le conseil n'assure pas de formation continue. *Ibid.*, article 4, Orientation et formation continue. Il s'agit de l'information et de la formation liée à la gouvernance et à la situation financière que reçoivent les administrateurs lors de leur entrée en fonction, ainsi que des réunions organisées à leur intention avec du personnel des différents services (production, finances, etc.).

<sup>90</sup> Annexe 58-101A2, article 4, Éthique commerciale.

<sup>91</sup> Annexe 58-101A1, article 5, Éthique commerciale.

<sup>92</sup> Annexe 58-101A1, article 9, Évaluation; annexe 58-101A2, article 8, Évaluation.

des administrateurs est beaucoup plus détaillée pour les émetteurs non émergents que pour les émetteurs émergents<sup>93</sup>.

Par conséquent, dans le cas de la communication de l'information sur les pratiques de gouvernance, la réglementation proportionnée suppose des obligations dont la portée, l'étendue et la précision sont différentes. Les émetteurs émergents doivent s'acquitter des obligations relatives à l'information, mais il n'est pas nécessaire que cette dernière soit détaillée. Lorsque le conseil d'un émetteur non émergent n'a pas adopté de politique ou de pratiques structurées, il doit décrire les mesures prises pour garantir l'indépendance et l'objectivité. En un sens, la norme canadienne 58-101 définit les principales pratiques de gouvernance au sujet desquelles il faut fournir de l'information, quel que soit le type de marché boursier ou la taille ou l'expérience de l'émetteur. En outre, elle tient compte de la nature relationnelle de la gestion de nombreux émetteurs émergents et, bien que ces derniers soient obligés d'indiquer comment le conseil s'acquitte de son mandat, il n'y a pas de raison de les évaluer en fonction des meilleures pratiques propres aux gros émetteurs, lesquelles supposent souvent la mise en place de systèmes et de mesures de contrôle devant favoriser l'intégrité.

Les principes des organismes de réglementation ont été adoptés par le Groupe TMX, qui a modifié les obligations qu'il impose en matière d'information afin de les rendre compatibles à celles prévues dans la norme canadienne 58-101<sup>94</sup>. De façon générale, la Bourse de Toronto revoit son guide pour harmoniser les obligations relatives à l'inscription avec les nouvelles obligations réglementaires prévues dans les normes canadiennes.

## ii) Obligations d'information continue

La norme canadienne 51-102 sur les obligations d'information continue (NI 51-102, *Continuous Disclosure Obligations*) est un autre exemple de réglementation proportionnée fondée sur le type de marché boursier qui tient compte des différences entre les émetteurs émergents et les émetteurs non émergents<sup>95</sup>. Les obligations proportionnées comprennent surtout différentes échéances pour le dépôt des états financiers annuels et intermédiaires et

---

<sup>93</sup> Annexe 58-101A1, article 6, Sélection des candidats au conseil d'administration, et article 7, Rémunération; annexe 58-101A2, article 5, Sélection des candidats au conseil d'administration, et article 6, Rémunération. Aux termes des modifications les plus récentes à la norme canadienne 58-101, les obligations des émetteurs non émergents sont maintenant différentes de celles des émetteurs émergents en ce qui concerne les dirigeants qui sollicitent une procuration d'un porteur en vue de l'élection d'administrateurs. Voir les modifications apportées en décembre 2007 aux dispositions 2.1(1) et (2). Document consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule\\_20050617\\_58-101\\_disc-corp-gov-pract.jsp](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule_20050617_58-101_disc-corp-gov-pract.jsp).

<sup>94</sup> Le *Guide à l'intention des sociétés de la TSX* prévoyait le principe de conformité ou d'explication, suivant lequel les entreprises inscrites doivent montrer la conformité de leurs pratiques à chacune des 14 lignes directrices de la TSX ou expliquer la non-conformité, le cas échéant. *Sommaire de l'enquête de 2005 de la Bourse de Toronto sur l'information en matière de gouvernance*, consulté à l'adresse <http://www.tsx.com/fr/pdf/TSXCorpGovSurvey2005.pdf>, le 31 juillet 2008.

<sup>95</sup> NI 51-102, Continuous Disclosure Obligations, document consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule\\_20080704\\_51-102\\_unofficial-cons-ni.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule_20080704_51-102_unofficial-cons-ni.pdf), le 23 juillet 2008 (norme canadienne 51-102 sur les obligations d'information continue, document consulté à l'adresse <http://www.canlii.org/qc/legis/regl/v-1.1r.0.1.03/20080818/tout.html>).

des dispenses particulières pour les petits et les gros émetteurs assujettis. Selon la norme 51-102, les émetteurs non émergents doivent déposer des états financiers annuels vérifiés dans les 90 jours suivant la fin de leur exercice et, dans le cas des émetteurs émergents, au plus tard 120 jours après la fin de leur exercice<sup>96</sup>. Le dépôt des états financiers intermédiaires doit avoir lieu 45 jours après la fin de la période intérimaire dans le cas des émetteurs non émergents et 60 jours après dans le cas des émetteurs émergents<sup>97</sup>.

C'est un choix de politique que de modifier la réglementation en fixant différentes échéances pour le dépôt d'états financiers, et la fréquence de dépôt retenue est semblable à celle fixée par l'AIM dont les petits émetteurs doivent seulement déposer des états financiers annuels et semestriels. La fréquence de dépôt est un aspect à envisager dans l'optique de la réglementation proportionnée dans la mesure où les petits émetteurs pourraient être dispensés du dépôt d'états financiers trimestriels s'il était établi que les investisseurs ne les lisent pas. Toute dispense n'est efficace que dans la mesure où l'intégrité de l'émetteur et celle du marché sont maintenues. Si les investisseurs ont l'impression que la modification de la réglementation a pour effet de diminuer la surveillance ou les obligations des petits émetteurs, les objectifs de la réglementation ne seront pas atteints. Ce qui importe c'est de déterminer à quelle fréquence les investisseurs actuels ou éventuels veulent une mise à jour des états financiers.

Au Canada, les émetteurs émergents n'ont pas à déposer une notice annuelle<sup>98</sup>. Aux termes de la norme canadienne, ces émetteurs sont aussi dispensés de déposer d'autres informations, comme un rapport indiquant les questions soumises au vote au cours d'une assemblée de porteurs<sup>99</sup>. En ce qui concerne l'information sur la situation de la trésorerie, les émetteurs, autres que les émetteurs émergents, doivent fournir une analyse des éléments du bilan ou des postes de l'état des résultats ou de l'état des flux de trésorerie, sous forme de résumé ou de tableau<sup>100</sup>. Contrairement aux émetteurs non émergents, les émetteurs émergents n'ont pas à fournir une analyse de leurs principales estimations comptables<sup>101</sup>. Les obligations relatives à l'information à fournir sur le droit à la plus-value d'actions (DPVA) dans l'annexe 51-102A6, *Déclaration de la rémunération de la haute direction*, sont également moins nombreuses pour les émetteurs émergents que pour les émetteurs non émergents<sup>102</sup>. Cependant, un émetteur émergent doit indiquer les attributions d'options ou de DPVA qui résultent d'une révision du prix et expliquer d'une façon raisonnablement détaillée les motifs de la révision<sup>103</sup>.

---

<sup>96</sup> Ou « la date du dépôt des états financiers annuels de son dernier exercice dans un territoire étranger ». *Ibid.*, art. 4.2.

<sup>97</sup> Ou « la date du dépôt dans un territoire étranger des états financiers intermédiaires... ». *Ibid.*, art. 4.4.

<sup>98</sup> *Ibid.*, art. 6.1, Dépôt de la notice annuelle.

<sup>99</sup> *Ibid.*, art. 11.3, Résultats du vote.

<sup>100</sup> Annexe 51-102A1, Rapport de gestion.

<sup>101</sup> *Ibid.*, art. 1.12, Principales estimations comptables.

<sup>102</sup> Le DPVA est le droit à la plus-value d'actions attribué par une société ou une de ses filiales à titre de rémunération, c'est-à-dire le droit de recevoir un paiement en espèces ou de bénéficier de l'émission ou de la cession de titres, calculé en totalité ou en partie en fonction des variations du cours des titres inscrits à la cote.

<sup>103</sup> Annexe 51-102A6, *Déclaration de la rémunération de la haute direction*, rubrique 13, Émetteurs émergents.

Suivant la norme 51-102, tous les émetteurs assujettis doivent déposer une déclaration d'acquisition d'entreprise dans les 75 jours suivant la date de l'acquisition importante, mais, si le dernier exercice de l'entreprise acquise a pris fin au plus 45 jours avant la date d'acquisition, l'échéance pour le dépôt de la déclaration est de 90 jours pour les émetteurs non émergents et de 120 jours pour les émetteurs émergents<sup>104</sup>. Les critères servant à déterminer ce qui constitue une acquisition importante sont différents aussi pour les émetteurs émergents et pour les émetteurs non émergents; effectivement, le seuil des critères de l'actif, des investissements et du résultat, qui est de 20 p. 100 pour les émetteurs non émergents, est porté à 40 p. 100 pour les émetteurs émergents<sup>105</sup>.

La norme 51-102 prévoit cependant l'obligation pour les émetteurs émergents de fournir de l'information additionnelle à un égard au moins. En effet, les émetteurs émergents n'ayant pas de produits d'exploitation importants dans aucun des deux derniers exercices financiers doivent indiquer dans leur rapport de gestion les dépenses d'exploration et de mise en valeur capitalisées ou passées en charges, les dépenses en recherche-développement passées en charges et les dépenses de mise en valeur reportées<sup>106</sup>. L'objectif visé est de faire porter le rapport de gestion de l'émetteur émergent sur les charges et sur les progrès accomplis dans la réalisation des objectifs et jalons commerciaux<sup>107</sup>. Certains émetteurs émergents doivent fournir, dans leur rapport de gestion annuel ou intermédiaire, une ventilation des dépenses importantes capitalisées, reportées ou passées en charges<sup>108</sup>.

Dans le classement des émetteurs selon le type de marché boursier où ils sont cotés, il y a une catégorie particulière composée des sociétés de capital de démarrage<sup>109</sup>. Les organismes de réglementation ont conclu un accord avec la Bourse de croissance de Toronto visant à améliorer l'accès au financement initial en permettant l'inscription à la cote de la Bourse de sociétés de capital de démarrage, dans certaines conditions précises<sup>110</sup>. Cet accord instaure un programme dans le cadre duquel une société de capital de démarrage (« SCD ») peut réaliser un premier appel public à l'épargne par dépôt d'un prospectus et être inscrite à la cote de la Bourse de croissance de Toronto en qualité d'émetteur du groupe 2. Dans le cadre du programme, une SCD doit trouver et réaliser une opération admissible dans un délai déterminé, après l'inscription à la cote<sup>111</sup>. La Bourse de

---

<sup>104</sup> *Ibid.*, art. 8.2, « Dépôt de la déclaration d'acquisition d'entreprise et délai de dépôt ».

<sup>105</sup> *Ibid.*, art. 8.3, Détermination de la « significativité » (importance).

<sup>106</sup> *Ibid.*, art. 5.3.

<sup>107</sup> Annexe 51-102A1, *Rapport de gestion*. Si l'émetteur émergent est une société d'exploration et de mise en valeur dans le secteur minier, l'analyse des dépenses d'exploration et de mise en valeur capitalisées ou passées en charges doit être faite pour chaque terrain. (Voir NI 51-102, art. 5.3.)

<sup>108</sup> À moins que cette ventilation ne soit déjà fournie dans leurs états financiers annuels ou trimestriels. Une composante des dépenses est généralement considérée comme une composante importante si elle dépasse 20 p. 100 du montant total de la catégorie et 25 000 \$. Voir dans Companion Policy 51-102CP, *Continuous Disclosure Obligations* (instruction générale relative à la norme 51-102, art. 5.2, Information additionnelle exigée des émetteurs émergents sans produits d'exploitation significatifs).

<sup>109</sup> Une société de capital de démarrage est une société qui a pour seul actif son encaisse et qui n'a pas commencé ses activités commerciales.

<sup>110</sup> 41-601 *Capital Pool Companies; Amended and Restated CPC Operating Agreement* (accord modifié et reformulé de mise en œuvre du programme de sociétés de capital de démarrage), le 8 avril 2005.

<sup>111</sup> *Ibid.* Lorsque la SCD obtient l'approbation nécessaire des actionnaires à l'égard de l'opération admissible ou dépose la circulaire de sollicitation de procurations au moyen de SEDAR, elle réalise l'opération admissible et présente à la Bourse de croissance de Toronto tous les documents à déposer après l'assemblée et

croissance de Toronto administre le programme de SCD et examine les prospectus et les circulaires de sollicitation de procurations. Les normes qu'applique la Bourse de croissance de Toronto sont énoncées dans l'accord conclu avec les organismes de réglementation.

Dans le cadre des obligations d'information continue, la réglementation proportionnée peut prendre quatre formes, à savoir l'exemption de certaines obligations d'information; l'établissement d'échéances différentes concernant le dépôt périodique d'information, la définition d'obligations différentes à l'égard de la nature de l'information à communiquer et la définition d'obligations « personnalisées », comme l'obligation imposée aux émetteurs émergents sans produits d'exploitation importants durant deux exercices financiers au sujet de l'information sur les dépenses d'exploration et de mise en valeur à fournir dans leur rapport de gestion<sup>112</sup>. Lorsqu'une réglementation proportionnée est élaborée en fonction du type de marché boursier, il n'en résulte pas un assouplissement des obligations, mais leur adaptation au type d'émetteurs, à leur capacité de communiquer périodiquement de l'information et aux besoins particuliers des investisseurs en matière d'information requise pour prendre une décision éclairée. Sous ce rapport, il convient que les obligations en matière d'information soient adaptées davantage aux petits émetteurs. Étant donné que bon nombre d'entre eux enregistrent peu ou point de produits d'exploitation, il peut être plus important pour les investisseurs ayant à prendre une décision de connaître les résultats d'un forage ou d'essais cliniques ou de savoir qu'un permis d'exploitation minière a été accordé, que de recevoir des états financiers<sup>113</sup>.

### iii) Attestation de l'information

L'exemple le plus récent de réglementation proportionnée au Canada est le projet de norme canadienne 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs (Proposed NI 52-109, Certification Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings), qui doit entrer en vigueur le 15 décembre 2008<sup>114</sup>. Dans ce cas, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM »), qui tentaient en vain de réaliser un consensus national sur l'attestation par des dirigeants et sur la question de savoir si le Canada devait adopter les normes mettant en œuvre l'article 404 de la *Loi Sarbanes-Oxley*<sup>115</sup>, sont parvenues à trouver une réponse proportionnée au besoin d'obtenir

---

après la clôture de l'opération admissible. Si l'émetteur résultant satisfait aux exigences minimales d'inscription de la Bourse de croissance de Toronto, cette dernière publie un bulletin final confirmant que l'émetteur résultant ne sera pas considéré comme une SCD.

<sup>112</sup> Norme 51-102, *ibid.*, art. 5.3, qui prévoit aussi des obligations particulières pour les émetteurs émergents qui sont des sociétés d'exploration et de mise en valeur dans le secteur minier.

<sup>113</sup> Groupe TMX, *supra*, note 80, p. 4.

<sup>114</sup> National Instrument 52-109 *Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filing* (norme canadienne 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs), annexes et Companion Policy 52-109CP (instruction générale relative à la norme). La période prévue pour les commentaires a pris fin le 17 juin 2008 et les ACVM ont publié un avis précisant qu'elles ne prévoyaient pas recommander des modifications importantes, document consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/csa\\_20080711\\_52-322\\_repeal-52-109.jsp](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/csa_20080711_52-322_repeal-52-109.jsp), le 25 juillet 2008.

<sup>115</sup> Aux termes de l'article 404 de la *Loi Sarbanes-Oxley*, la direction d'une entreprise doit évaluer l'efficacité du contrôle interne de l'information financière et fournir une attestation par un vérificateur de son évaluation.

une certaine assurance de la part des dirigeants, sans avoir à engager des dépenses pour obtenir une attestation par des vérificateurs externes.

La norme canadienne 52-109 pose que le chef de la direction et le chef des finances d'un émetteur, ou les personnes exerçant des fonctions similaires (dirigeants signataires) doivent attester personnellement que les documents annuels ou intermédiaires ne contiennent aucune information fautive ou trompeuse et que les états financiers et autres éléments d'information financière présentés dans les documents annuels et intermédiaires donnent une image fidèle de la situation financière de l'émetteur, des résultats de son exploitation et de son flux de trésorerie. Ils doivent aussi attester qu'ils ont conçu ou fait concevoir sous leur supervision des contrôles et procédures de communication de l'information (« CPCI ») et le contrôle interne à l'égard de l'information financière (« CIIF »), que l'émetteur a présenté dans son rapport de gestion toute modification apportée au CIIF qui a eu une incidence importante sur ce dernier, qu'ils ont évalué l'efficacité des CPCI à la clôture de l'exercice et que l'émetteur a présenté dans son rapport de gestion annuel leurs conclusions au sujet des CPCI de l'émetteur. En novembre 2007, en prévision des changements, neuf organismes de réglementation au Canada ont rendu des décrets généraux qui ont eu pour effet de modifier les obligations en matière d'attestation actuellement imposées aux émetteurs émergents dans la norme<sup>116</sup>.

Dans le projet de norme 52-109, le plus important aspect de la réglementation proportionnée en fonction du type de marché boursier est le fait que cette norme instaure une nouvelle forme d'attestation pour les émetteurs émergents, une sorte d'attestation de base, suivant laquelle les dirigeants signataires des émetteurs émergents n'ont pas à fournir dans leurs attestations de l'information sur l'établissement et le maintien de CPCI et de CIIF, contrairement aux émetteurs non émergents qui doivent utiliser un cadre de contrôle

---

<sup>116</sup> Plus précisément, les émetteurs émergents des territoires en question peuvent présenter des attestations de documents intermédiaires ou annuels pour des périodes prenant fin après le 31 décembre 2007, sans qu'il soit nécessaire que le chef de la direction et le chef des finances attestent qu'ils ont conçu des CPCI ou un CIIF ou qu'ils en ont évalué l'efficacité. Voir Colombie-Britannique, BCI 52-511, *Relief for Venture Issuers from Certain Certification Requirements*, en vigueur le 23 novembre 2007; Alberta, MI 52-109, *Exemptive Relief*, 2007 ABASC 836, *Certain Certification Requirements: Relief for Venture Issuers*, en vigueur le 23 novembre 2007; Saskatchewan, GRO 52-905, *Relief from Certification Requirements in National Instrument 52-109*, en vigueur le 27 novembre 2007; Manitoba, Blanket Order No. 52-501, *Relief for Venture Issuers from Certain Certification Requirement*, en vigueur le 23 novembre 2007; Québec, Décision n° 2007-PDG-0203, *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*, en vigueur le 23 novembre 2007; Terre-Neuve, Blanket Order 55, *In the Matter of Certain Certification Requirements: Relief for Venture Issuers*, en vigueur le 17 décembre 2007; Nouveau-Brunswick, Blanket Order 52-501, *In the Matter of Certification Requirements: Relief for Venture Issuers*, en vigueur le 26 novembre 2007; Nouvelle-Écosse, Blanket Order No. 52-501, *In the Matter of Certification Requirements: Relief for Venture Issuers*, en vigueur le 10 décembre 2007; Île-du-Prince-Édouard, Blanket Order No. 52-501, *In the Matter of Certain Certification Requirements: Relief for Venture Issuers*, en vigueur le 17 mars 2008; Nunavut, Blanket Order No. 10, *In the Matter of Multilateral Instrument 52-109, Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*, en vigueur le 23 janvier 2008. *Supplement to the OSC Bulletin et CSA Notice*, le 18 avril 2008, vol. 31, OSCB (Supp. 3), document consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule\\_20080418\\_52-109\\_repealreplace-sup3.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule_20080418_52-109_repealreplace-sup3.pdf), le 24 juillet 2008.

pour concevoir CIIF<sup>117</sup>. L'attestation de base pour émetteur émergent comprend un avis aux investisseurs et autres lecteurs des documents expliquant les différences par rapport à l'attestation complète que doivent fournir les émetteurs non émergents. Un émetteur émergent fournissant une attestation de base n'a pas à évaluer dans son rapport de gestion annuel ou intermédiaire la conception ou l'efficacité des CPCI ou du CIIF<sup>118</sup>. Les émetteurs émergents peuvent encore choisir de présenter une attestation complète. L'attestation de base est conforme aux objectifs énoncés dans la réglementation des valeurs mobilières, parce qu'il est clairement précisé aux investisseurs qu'elle est différente d'une attestation complète. Le projet de norme modifie les obligations en matière d'attestation pour tenir compte des émetteurs émergents et de leurs ressources limitées et de l'information sur le contrôle financier que les investisseurs veulent avoir pour évaluer le risque et le rendement possibles. Ce projet de norme maintient des obligations élevées quant à l'assurance à fournir aux investisseurs, mais il tient compte du fait que ceux qui investissent dans des entreprises de croissance peuvent préférer que leurs investissements servent à financer l'expansion et les activités de ces entreprises émettrices, au lieu de servir à la gouvernance de ces dernières ou à rassurer.

Le projet de norme 52-109 oblige en outre les émetteurs non émergents à utiliser un cadre de contrôle dans la conception du CIIF, ce que n'ont pas à faire les émetteurs émergents<sup>119</sup>. Les ACVM ont recommandé aux petits émetteurs de consulter les conseils sur la mise en œuvre du cadre COSO, fournis à leur intention par le comité d'organismes parrains (Committee of Sponsoring Organizations ou « COSO ») dans *Internal Control over Financial Reporting – Guidance for Smaller Public Companies*<sup>120</sup>. Cette recommandation soulève une importante question du point de vue de la distinction entre les émetteurs émergents et les émetteurs non émergents. Un certain nombre de petits émetteurs cotés à la Bourse de Toronto doivent se conformer aux obligations d'information détaillée prévues

---

<sup>117</sup> Proposed NI 52-109 (projet de norme), art. 3.1. Les autres grands changements proposés comprennent le remplacement du concept préalable de « déficience à déclarer » par celui de la « faiblesse importante » du CIIF qu'il faut indiquer. En outre, un émetteur peut limiter l'étendue de la conception des CPCI et du CIIF pour exclure des contrôles, politiques et procédures d'une entreprise acquise par l'émetteur au plus tôt 365 jours avant la fin de la période financière.

<sup>118</sup> Si un émetteur émergent présente une attestation de base et évalue, dans son rapport de gestion, la conception ou l'efficacité d'un ou plusieurs éléments de ses CPCI ou de son CIIF, il faut inclure l'avis aux investisseurs.

<sup>119</sup> Cependant, si un émetteur émergent choisit de présenter une attestation en la forme prévue à l'annexe 52-109A1 ou à l'annexe 52-109A2, il doit utiliser un cadre de contrôle pour concevoir son CIIF. Voir l'article 3.4, Proposed NI 52-109. Ce cadre de critères de contrôle peut prendre diverses formes, par exemple, le *Risk Management and Governance: Guidance on Control* (gestion des risques et gouvernance : recommandations sur le contrôle ou cadre COCO), publié par l'Institut canadien des comptables agréés, ou *Internal Control – Integrated Framework* (cadre COSO) publié par le Committee of Sponsoring Organizations (COSO) de la Commission Treadway. (Avis des ACVM; OSC Bulletin, April 18, 2008, 5 (2008) 31 OSCB (Supp-3), p. 8.

<sup>120</sup> *Ibid.* Le Committee of Sponsoring Organizations (COSO) est un organisme bénévole du secteur privé voué à aider les dirigeants ainsi que les entités qui s'occupent de gouvernance à mettre en place des pratiques commerciales efficaces, efficientes et éthiques, à l'échelle mondiale. Il parraine et diffuse des cadres et des recommandations fondés sur des recherches et analyses approfondies et sur les meilleures pratiques. Ses membres comprennent l'American Accounting Association, l'American Institute of Certified Public Accountants, l'Institute of Management Accountants et l'Institute of Internal Auditors, document consulté à l'adresse <http://cc.msnsache.com/cache.aspx?q=coso&d=74049564000408&mkt=en-CA&setlang=en-CA&w=522df382,2c00df4e>.

dans la norme 52-109. Si tous les émetteurs cotés à la Bourse de Toronto ou sur des marchés boursiers semblables doivent fournir de l'information plus détaillée, comme la description du cadre de critères de contrôle, quelle que soit leur capitalisation boursière, il conviendrait peut-être d'expliquer plus à fond ce que ces cadres supposent, étant donné que tous les émetteurs cotés à la Bourse de Toronto n'ont pas tous la même taille. La réglementation proportionnée conviendrait ici aussi, étant donné qu'il n'est pas nécessaire pour les petits émetteurs cotés à la Bourse de Toronto d'adopter la version la plus avancée des cadres de contrôle parce que leur structure de gouvernance et de surveillance est plus limitée. Dans ce cas, la réglementation proportionnée pourrait consister non pas à définir une règle distincte, mais à offrir une aide à la conception de différents cadres de contrôle en fonction de la taille des émetteurs et de leur secteur d'activité.

Le projet de norme 52-109 renferme aussi différentes obligations pour les émetteurs émergents et pour les émetteurs non émergents en ce qui concerne la nouvelle règle relative à l'information sur une faiblesse importante du contrôle interne. « Faiblesse importante » s'entend de toute déficience ou combinaison de déficience du CIIF telle qu'il est vraisemblable qu'une inexactitude dans les états financiers annuels ou intermédiaires de l'émetteur assujéti ne puisse être évitée ou décelée en temps opportun<sup>121</sup>. Si un émetteur émergent constate qu'une faiblesse importante existait à la fin de la période comptable couverte par les documents annuels ou intermédiaires, il doit, dans son rapport de gestion annuel ou intermédiaire, décrire la faiblesse importante, son incidence sur l'information financière et sur le CIIF de l'émetteur, ainsi que tout plan visant à corriger la faiblesse ou toute mesure déjà prise à cette fin.

Un émetteur émergent n'a pas à déposer une notice annuelle. Toutefois, s'il choisit de le faire, il doit fournir une attestation annuelle distincte signée par le dirigeant signataire, à la même date que celle du dépôt de la notice annuelle<sup>122</sup>. Dans le cadre de l'attestation de base, le dirigeant signataire doit attester qu'il a examiné la notice annuelle, le cas échéant, et les états financiers annuels et le rapport de gestion annuel de l'émetteur, dont tous les documents et l'information intégrée par renvoi dans la notice annuelle et, qu'à sa connaissance, ayant fait preuve de diligence raisonnable, les documents annuels ne contiennent pas d'information fautive ou trompeuse concernant un fait important et n'omettent pas de fait important devant être déclaré ou qui est nécessaire à une déclaration non trompeuse compte tenu des circonstances dans lesquelles elle a été faite, pour la période visée par les documents annuels<sup>123</sup>. Le dirigeant signataire doit aussi attester qu'à sa connaissance, ayant fait preuve de diligence raisonnable, les états financiers annuels et les autres éléments d'information financière présentés dans les documents annuels donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière de l'émetteur, ainsi que des résultats de son exploitation et de ses flux de trésorerie.

Le projet de norme 52-109 prévoit une attestation de base pour émetteurs émergents, distincte de l'attestation requise des émetteurs non émergents, qui doit être assortie d'un

---

<sup>121</sup> La définition proposée de « faiblesse importante » correspond à la définition établie aux États-Unis, ce qui facilite la coopération dans le cadre du RIM (Régime d'information multilatérale

<sup>122</sup> Proposed NI 52-109 (projet de norme), art. 4.1.

<sup>123</sup> Annexe 52-109A, Attestation de documents annuels, attestation de base pour émetteur émergent.

avis au lecteur indiquant que l'attestation ne renferme pas d'affirmation au sujet de l'établissement et du maintien des CPCI et d'un CIIF et que les dirigeants signataires n'attestent pas qu'ils ont établi et qu'ils maintiennent des contrôles devant fournir une assurance raisonnable que l'information financière est fiable et que les états financiers ont été établis conformément aux PCGR de l'émetteur aux fins de la publication<sup>124</sup>. La note vise à signaler aux investisseurs la capacité limitée des dirigeants signataires d'un émetteur émergent de concevoir et de mettre en place des CPCI et un CIIF d'une manière moins coûteuse peut abaisser la qualité, la fiabilité, la transparence et l'à-propos des documents annuels ou intermédiaires et autres éléments d'information financière fournis aux termes de la réglementation<sup>125</sup>. Un avis au lecteur semblable doit accompagner l'attestation des documents annuels et intermédiaires par suite d'un premier appel public à l'épargne ou d'une prise de contrôle inversée, ou du passage au stade d'émetteur non émergent<sup>126</sup>.

Les émetteurs émergents n'ont pas à faire de déclaration concernant l'établissement et le maintien de CPCI et de CIIF. Ils peuvent cependant choisir de faire des attestations suivant les annexes 52-109A1 ou 52-109A2, dans lesquelles il est question de l'établissement et du maintien de CPCI et de CIIF. Si un émetteur émergent fait de telles attestations, il n'a pas à évaluer, dans son rapport de gestion annuel ou intermédiaire, la conception ou l'efficacité des CPCI ou du CIIF, mais les ACVM lui recommandent de signaler qu'il n'est pas tenu d'attester qu'il a conçu et évalué ses CPCI et son CIIF et de décrire les limites inhérentes et le risque en cause. Dans l'instruction générale relative à la norme 52-109 (Companion Policy to NI 52-109), il est affirmé que l'analyse par un émetteur émergent, dans son rapport de gestion, d'un ou plusieurs éléments de ses CPCI ou de son CIIF, sans affirmations connexes, ne constitue pas une attestation transparente de l'état des CPCI et du CIIF de cet émetteur émergent<sup>127</sup>.

Cet exemple de réglementation proportionnée montre qu'il est possible d'établir des normes distinctes si l'on veille à bien informer les investisseurs que, suivant la politique retenue, l'assurance donnée par les dirigeants dans leurs attestations varie selon qu'il s'agit d'un émetteur émergent ou d'un émetteur non émergent. Une distinction est faite entre les deux catégories d'émetteurs, les émetteurs émergents pouvant fournir une attestation de base dans laquelle les investisseurs sont clairement informés de l'assurance qui leur est donnée par les dirigeants.

La modification des obligations tient compte de ce que veulent les investisseurs, à savoir que les émetteurs émergents utilisent les ressources pour une bonne gestion et pour l'évolution du projet, plutôt que pour l'application d'un système très structuré de contrôle interne de la gouvernance qui peut ne pas offrir un juste équilibre entre l'accès au financement pour la recherche-développement, d'une part, et la protection des investisseurs,

---

<sup>124</sup> La note précise qu'il incombe aux dirigeants signataires de l'émetteur émergent de veiller à ce qu'il y ait en place des processus devant leur fournir suffisamment de renseignements pour étayer ce qu'ils affirment dans l'attestation.

<sup>125</sup> Companion Policy 52-109CP *Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings* (instruction générale relative à l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et trimestriels des émetteurs).

<sup>126</sup> Proposed NI 52-109 (projet de norme), art. 4.5; annexe 52-109A1 – PAPE/PCI et annexe 52-109A2.

<sup>127</sup> Companion Policy, *supra*, note 125, p. 75.

d'autre part. Les règles sont non pas moins rigoureuses, mais orientées différemment. Ce choix de politique s'explique par le fait que de nombreux émetteurs émergents ont peu d'effectifs et des ressources financières limitées, de sorte qu'il peut leur être difficile de concevoir des CPCI et un CIIF sans avoir à engager des dépenses supplémentaires, à embaucher du personnel ou à restructurer le conseil d'administration et le comité de vérification. Dans le cas des émetteurs émergents, en outre, la qualité du projet et le personnel sont souvent les principales sources du risque et, pour cette raison, il faut une réglementation qui soit proportionnée et qui tienne compte surtout de la nécessité de diffuser l'information.

Bref, l'avantage que présente une réglementation proportionnée en fonction du type de marché boursier ou d'émetteurs est celui de la transparence. Au Canada, les marchés des capitaux sont actuellement structurés de manière telle que les émetteurs cotés à la Bourse de Toronto ou de la Bourse de croissance de Toronto représentent 97 p. 100 de la capitalisation boursière globale<sup>128</sup>. Comme les émetteurs canadiens sont concentrés sur deux marchés boursiers, il est plus facile de faire une distinction entre eux aux fins de la réglementation proportionnée. Les organismes de réglementation ont déjà choisi de faire cette distinction dans plusieurs normes canadiennes. Cette distinction contribue à l'équité du fait que tous les émetteurs sur un marché boursier font l'objet d'un même traitement et que les investisseurs peuvent facilement opérer des choix en fonction de l'assurance qu'ils tirent de l'information communiquée et de la conformité des émetteurs. La distinction offre aussi une transparence qui facilite l'application des règles et la surveillance par les organismes de réglementation. La transition d'un ensemble d'obligations à un autre a lieu lorsqu'un émetteur passe d'un marché boursier à un autre. À ce jour, cette forme de réglementation n'a pas entravé l'accès aux marchés boursiers des États-Unis, étant donné que les émetteurs cotés à la Bourse de croissance de Toronto sont généralement plus petits que les petits émetteurs américains, ce dont il sera question plus bas. La distinction entre les émetteurs émergents et les émetteurs non émergents permet aux émetteurs de choisir, selon leur type, l'ensemble de règles à respecter.

La distinction par type de marché boursier ou d'émetteurs permet la surveillance réglementaire des petits émetteurs au Canada. La Bourse de croissance de Toronto a établi des critères d'inscription, des règles de maintien de l'inscription et des obligations en matière de vérification, et elle exige une vérification rigoureuse des antécédents des administrateurs et des dirigeants, à savoir la pertinence de leur expérience en affaires et auprès d'entreprises cotées et leur passé sur le plan de la conformité aux lois et à la réglementation financière. Elle assure une surveillance réglementaire plus rigoureuse que certaines autres bourses de petits émetteurs<sup>129</sup>. Il y a donc lieu d'établir des obligations réglementaires qui sont compatibles avec cette surveillance.

Il est improbable que la distinction faite entre les émetteurs émergents et les émetteurs non émergents ait pour effet de dissuader les premiers de devenir de gros émetteurs. La Bourse de Toronto et la Bourse de croissance de Toronto ont toutes deux des réputations

---

<sup>128</sup> Les entreprises cotées à la Bourse de Toronto représentent 97 p. 100 de la capitalisation boursière globale au Canada, ASC, *supra*, note 8.

<sup>129</sup> Groupe TMX, *supra*, note 80, p. 6.

solidement établies, et les investisseurs institutionnels ou autres sont de plus en plus disposés à investir dans des entreprises de croissance. Nombre d'entreprises cotées à la Bourse de croissance visent à être cotées à la Bourse de Toronto, mais les nouvelles obligations proportionnées peuvent avoir pour effet de les inciter à prolonger leur inscription à la Bourse de croissance, à savoir qu'elles mettraient 12 à 15 mois, au lieu de trois à six, pour s'inscrire à la cote de la Bourse de Toronto. Cependant, le moins grand empressement de ces entreprises à se soumettre à des obligations accrues en matière de gouvernance et de communication de l'information peut être considéré comme une incidence positive de la réglementation proportionnée, dans la mesure où de tels émetteurs ne passeront à la Bourse de Toronto uniquement lorsqu'ils auront les moyens de contrôle et ressources voulus pour s'acquitter de plus grandes obligations. De façon générale, lorsqu'un émetteur émergent répond aux critères d'admissibilité à la cote de la Bourse de Toronto, il passera à ce marché boursier parce qu'il pourra y rassembler beaucoup plus de capitaux<sup>130</sup>. Certes, les investisseurs, qui comprennent les différents risques associés à l'émetteur, tirent aussi des bienfaits sous forme de protection accrue et du temps additionnel qu'un émetteur émergent aura mis à améliorer ses moyens de contrôle financier, sa gouvernance et la communication de l'information.

S'il y a un inconvénient, c'est pour les petits émetteurs déjà cotés à la Bourse de Toronto, dont la capitalisation boursière peut être équivalente à celle des émetteurs émergents, mais dont les obligations réglementaires sont plus grandes, ce qui soulève une question d'équité. Les obligations imposées à ces petits émetteurs en matière de gouvernance peuvent être démesurées sur le plan du temps et des ressources nécessaires, si les obligations ne sont pas compatibles avec les objectifs de la loi et de la réglementation.

Sur ce fond, les modes de réglementation proportionnée décrits par la suite supposent l'éducation de tous les intervenants sur les marchés, principalement de tous les investisseurs éventuels. La manière dont la réglementation a été modulée doit être bien comprise, surtout par les investisseurs qui doivent évaluer le risque auquel ils s'exposent. La Bourse de Toronto améliore constamment ses programmes d'éducation et de mentorat, pour que les émetteurs puissent se conformer à la réglementation et pour que les investisseurs comprennent bien le marché et le risque que présentent différents types de placements.

#### **b) Capitalisation boursière ou fonds public d'actions**

Une autre façon de procéder consiste à définir les catégories d'émetteurs en fonction de la taille. Dans ce cas, le critère de classification, aux fins de la réglementation proportionnée, peut être soit la capitalisation boursière, soit le volume du fonds public d'actions ou encore, comme nous le verrons plus loin, les revenus consolidés. Quel que soit le critère utilisé, il faudrait prescrire une méthode réglementaire de calcul de la taille applicable à l'échelle nationale.

La démarche fondée sur la capitalisation boursière des entreprises permet une certaine transparence du fait que l'information sur celle-ci est du domaine public. De leur côté, les

---

<sup>130</sup> From January 2000 to April 2008, 404 issuers moved from the TSXV to the TSX.

États-Unis ont retenu la notion de *fonds public d'actions* — c'est-à-dire le nombre d'actions émises et en circulation, moins celles qui sont détenues par les dirigeants, les administrateurs ou les actionnaires de contrôle — pour plus de simplicité et de transparence, comme nous le verrons plus loin. Si, pour mettre en place une réglementation proportionnée au Canada, on adoptait une démarche fondée sur la capitalisation boursière, il faudrait définir des règles de transition claires permettant de déterminer quand exactement une entreprise passe de la catégorie des émetteurs à microcapitalisation ou à faible capitalisation à celle où elle n'est plus admissible à une réglementation proportionnée, afin de garantir le traitement équitable des entreprises et la transparence du processus pour les investisseurs. Comme la capitalisation boursière d'une entreprise peut fluctuer, elle s'établira sans doute tantôt au-dessus, tantôt au-dessous d'un seuil clairement défini, d'où la nécessité de mesurer cette capitalisation une fois l'an à une date précise. Si cette option peut contribuer à accroître la transparence du processus, elle peut aussi inciter certains à manipuler la capitalisation boursière, pour la rendre conforme à un seuil donné, ou à freiner la croissance de l'entreprise, ce qui serait injuste pour les investisseurs. Un inconvénient majeur de la démarche fondée sur la capitalisation boursière est que l'émetteur n'est plus libre de choisir le régime de réglementation auquel il sera assujéti, puisque c'est le marché qui détermine la valeur des entreprises émettrices.

#### **i) Capitalisation boursière**

En 2006, le comité consultatif de la SEC sur les petits émetteurs a indiqué que l'on n'avait pas donné toute l'importance voulue à la notion de proportionnalité, qui est à la base de la réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis, et a formulé une série de recommandations concernant la réglementation proportionnée<sup>131</sup>. Il a recommandé que la réglementation soit adaptée aux petits émetteurs selon qu'il s'agit d'émetteurs à microcapitalisation ou à faible capitalisation. Il a aussi proposé un régime de réglementation proportionnée des valeurs mobilières pour petits émetteurs qui repose sur six critères pour définir ce qu'est un « petit émetteur », à savoir : la capitalisation boursière totale de l'entreprise; une mesure qui facilite la modulation de la réglementation; une mesure « auto-calibrée »; une méthode normalisée pour le calcul de la capitalisation boursière; une date à laquelle déterminer la capitalisation boursière totale; des règles de transition claires et rigoureuses<sup>132</sup>.

Le comité a recommandé d'utiliser la capitalisation boursière comme critère pour déterminer si une entreprise est considérée comme un petit émetteur, alors que les organismes de réglementation américains avaient toujours utilisé le fonds public d'actions comme critère. Le comité en était venu à la conclusion que la capitalisation boursière représente mieux que le fonds public d'actions le risque financier global auquel sont exposés les investisseurs et les marchés des capitaux des États-Unis. Il était d'avis que la capitalisation boursière a pour avantage d'être simple, parce qu'elle permet d'éviter d'avoir

---

<sup>131</sup> Advisory Committee on Smaller Public Companies, *Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the US Securities and Exchange Commission*, le 23 avril 2006, consulté à l'adresse <http://www.sec.gov/info/smallbus/acspc/acspc-finalreport.pdf>.

<sup>132</sup> *Ibid.*, p. 24.

à décider, à des fins juridiques, quels actifs font partie du fonds public d'actions et quels actifs n'en font pas partie, ce qui est parfois délicat<sup>133</sup>.

Le comité a recommandé de mettre en place une réglementation proportionnée pour les entreprises qui sont considérées comme des « émetteurs à microcapitalisation », du fait qu'elles représentent tout au plus 1 % de la capitalisation boursière totale aux États-Unis, ou comme des « émetteurs à faible capitalisation », du fait qu'elles représentent tout au plus 5 % de la capitalisation boursière totale aux États-Unis<sup>134</sup>. Le comité décrit la structure du marché américain comme suit :

**Tableau 1 : Recommandation concernant la réglementation proportionnée pour les petits émetteurs**

	Seuil de capitalisation boursière	Pourcentage de la capitalisation boursière totale aux États-Unis	Proportion des entreprises cotées des États-Unis
Émetteurs à microcapitalisation	< 128,2 millions \$US	1 %	52,6 %
Émetteurs à faible capitalisation	128,2 millions \$US – 787,1 millions \$US	5 %	25,9 %
Petits émetteurs	< 787,1 millions US	6 %	78,5 %
Gros émetteurs	> 787,1 millions \$US	94 %	21,5 %

Notons que le comité de la SEC fixe le seuil de capitalisation boursière pour les émetteurs à faible capitalisation à un niveau beaucoup plus élevé qu'au Canada, où les entreprises sont considérées comme des PME si leur capitalisation boursière est de 500 millions de dollars canadiens ou moins<sup>135</sup>. La différence s'explique par la taille plus modeste du marché des capitaux au Canada et par le fait que les émetteurs canadiens se tournent vers le marché boursier à un stade du développement beaucoup plus précoce que les entreprises américaines<sup>136</sup>.

Le comité justifie sa recommandation d'une réglementation proportionnée pour les petits émetteurs, qui représentent 6 % de toute la capitalisation boursière aux États-Unis, en soutenant que 94 % de cette dernière bénéficierait encore de la pleine protection garantie

<sup>133</sup> *Ibid.*, p. 19. Le critère du fonds public d'actions sert à déterminer si une entreprise est autorisée à remplir les formulaires SB-2 (*Smaller Reporting Company Form*), F-3 (*Registration Statement for Securities of Certain Foreign Private Issuers*) ou S-3 (*Registration Statement under the Securities Act of 1933*) et si elle est reconnue comme une société qui n'est pas tenue de produire des rapports annuels et trimestriels de façon accélérée. Or, comme le fonds public d'actions exclut par définition les actions détenues par les personnes associées de près à l'entreprise, le comité a conclu que le calcul du volume du fonds public d'actions repose sur une évaluation exacte de la condition d'associé des dirigeants, des administrateurs et des actionnaires, ce qui suppose, comme le reconnaît la SEC au regard de la règle 144 (*Rule 144*), une appréciation subjective des faits et circonstances qui suscite beaucoup d'incertitude. Le règlement dit « *Regulation S-B* » avait pour objet de réduire les coûts de conformité et d'accroître la capacité des jeunes entreprises et des autres entreprises en démarrage d'obtenir du financement sur les marchés des capitaux.

<sup>134</sup> *Ibid.*, p. 15.

<sup>135</sup> Groupe TMX, *supra*, note 80, p. 2.

<sup>136</sup> *Ibid.*

par la réglementation fédérale des valeurs mobilières, ce qui limiterait le risque de pertes importantes pour les investisseurs<sup>137</sup>.

Le comité a recommandé la mise en place d'une réglementation aux termes de laquelle toutes les entreprises américaines dont les titres de capitaux propres sont inscrits suivant les dispositions de la loi dite *Exchange Act* seraient classées par ordre décroissant de taille, selon la capitalisation boursière, mesurée à date fixe. Les entreprises détermineraient elles-mêmes si elles remplissent les conditions requises pour être considérées comme émetteurs à microcapitalisation ou à faible capitalisation pour l'année financière qui vient, en comparant leur capitalisation boursière à la fin de l'année en cours et à celle de la fin de l'année précédente. Ainsi, la mesure servant à déterminer si une entreprise est un petit émetteur serait « auto-calibrée »<sup>138</sup>. Le comité n'a pas recommandé une fréquence particulière à laquelle calculer la capitalisation boursière, mais il a souligné qu'un calcul fréquent, voire annuel, pourrait introduire dans le processus un élément d'incertitude inapproprié pour les entreprises qui tentent de déterminer à quelle catégorie elles appartiennent d'une année à l'autre<sup>139</sup>. Le comité estimait, en revanche, que le fait de fixer une date pour le calcul permettait d'éviter l'établissement d'un montant qu'il faut revoir continuellement, et apportait une solution à long terme à l'ennuyeuse obligation de moduler constamment la réglementation des valeurs mobilières pour les petits émetteurs<sup>140</sup>.

Le comité a conclu que s'il est important d'étayer, de vérifier et d'attester la qualité du contrôle interne dans le cas des gros émetteurs, il l'est moins dans celui des petits émetteurs, qui s'en remettent davantage à la direction pour « donner le ton juste » et aux mesures de contrôle aux échelons supérieurs pour favoriser une information financière exacte. Il ajoute qu'il en résulte une équation avantages-coûts qui, selon plusieurs, réduit la valeur pour l'actionnaire, rend les petits émetteurs moins intéressants aux yeux des investisseurs et limite leur capacité de soutenir la concurrence<sup>141</sup>. Le comité a de plus noté que le principal objectif du contrôle interne à l'égard de l'information financière devrait être de prévenir la production d'états financiers inexacts dans une large mesure. Or, des entreprises de tailles différentes ne fonctionnent pas de la même façon et les règles de contrôle interne doivent en tenir compte<sup>142</sup>. Le comité a donc recommandé que le conseil de normalisation comptable (*Financial Accounting Standards Board – FASB*), lorsqu'il adoptera de nouvelles normes, autorise les émetteurs à microcapitalisation à se prévaloir du même délai que celui accordé aux entreprises fermées pour la production des états

---

<sup>137</sup> Advisory Committee on Smaller Public Companies, *supra*, note 131, p. 15.

<sup>138</sup> *Ibid.*, p. 17.

<sup>139</sup> *Ibid.*, p. 17.

<sup>140</sup> *Ibid.*, p. 18.

<sup>141</sup> *Ibid.*, p. 23. Selon les règles de la SEC, les entreprises doivent conserver des éléments probants, y compris de la documentation, qui peuvent fournir un appui raisonnable à la direction lorsque celle-ci évalue l'efficacité des contrôles internes de l'entreprise à l'égard de l'information financière. Voir la Section II.B. de *Management's Reports on Internal Control Over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports*, SEC Release No. 33-8238 (5 juin 2003) [68 FR 36636].

<sup>142</sup> *Ibid.*, p. 25. Le comité a constaté qu'il n'existait pas de définition claire de ce qu'est une mesure de contrôle interne adéquate pour les petits émetteurs, ni de directive à ce sujet, cette situation étant exacerbée par le fait que l'article 404 formule des exigences différentes pour les dirigeants d'entreprise et pour leurs vérificateurs externes, *ibid.*, p. 31.

financiers<sup>143</sup>. Il a en outre recommandé de donner effet à une disposition *de minimis* dans l'application des règles de la SEC concernant l'indépendance des vérificateurs<sup>144</sup>.

La SEC a mis en oeuvre certaines des recommandations du comité, mais elle a choisi de conserver le fonds public d'actions comme critère de classification aux fins de la réglementation proportionnée.

## ii) Fonds public d'actions

Le fonds public d'actions est essentiellement un concept du domaine de la réglementation aux États-Unis qui diffère quelque peu de la capitalisation boursière; il s'agit en fait de la portion des actions en circulation d'une entreprise qui est détenue par les investisseurs autres que les dirigeants, les administrateurs ou les actionnaires de contrôle. Aux États-Unis, le fonds public d'actions sert de critère de classification aux fins de la réglementation proportionnée. En février 2008, la SEC a instauré de nouvelles règles de présentation de l'information pour les petits émetteurs qui déposent des rapports périodiques et des déclarations d'inscription auprès de la SEC<sup>145</sup>. Elle a élargi le bassin des entreprises qui remplissent les conditions requises pour faire partie des petits émetteurs assujettis auxquels s'applique l'obligation proportionnée en matière d'information<sup>146</sup>.

Selon les nouvelles règles, les petits émetteurs assujettis utiliseront les mêmes formulaires que les autres entreprises pour produire leurs rapports et leurs déclarations d'inscription, sauf qu'ils n'auront pas à fournir les mêmes renseignements<sup>147</sup>. Sous ce nouveau régime, une entreprise est considérée comme un « petit émetteur assujetti » dont l'obligation d'information est proportionnée, si le volume de son fonds public d'actions ordinaires est inférieur à 75 millions de dollars américains, le seuil d'admissibilité pour la plupart des émetteurs. Il se peut aussi que des entreprises ne soient pas en mesure de calculer le volume de leur fonds public d'actions; dans ce cas, la SEC a prévu un autre critère de classification, à savoir les revenus de l'entreprise. Si une entreprise n'a pas d'actions ordinaires en circulation ou si elle ignore le cours de ses actions ordinaires en circulation au moment où l'on détermine si elle remplit les conditions d'admissibilité, elle sera considérée comme un petit émetteur assujetti si les revenus de son dernier exercice financier sont inférieurs à 50 millions de dollars américains. Ces normes diffèrent de celles qui servaient à déterminer auparavant si une entreprise était un « petit émetteur » pour lequel la SEC a conçu une

---

<sup>143</sup> Recommandation V.P.2.

<sup>144</sup> Recommandation V.P.4.

<sup>145</sup> La SEC a publié ses règles pour les petits émetteurs assujettis dans la *Release* 33-8876, daté du 19 décembre 2007 [73 FR 934]. Les sociétés de placements, les émetteurs de titres adossés à des créances et les filiales à participation majoritaire ne peuvent être considérés comme de petits émetteurs assujettis. *Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification*, Release No. 33-8876, le 19 décembre 2007, consulté à l'adresse <http://www.sec.gov/rules/final.shtml>. *Changeover to the SEC's New Smaller Reporting Company System by Small Business Issuers and Non-Accelerated Filer Companies : A Small Entity Compliance Guide*, le 25 janvier 2008, consulté à l'adresse <http://sec.gov/info/smallbus/srcoreq.shtml>.

<sup>146</sup> SEC 17 CFR PARTS 210, 228, 229, 230, 239, 240, 249, 260 et 269 [Release 33-8876; 34-56994; 39-2451; FILE NO. S7-15-07] RIN 3235-AJ86, *Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification*, Final rule, consulté à l'adresse <http://www.sec.gov/info/smallbus/secg/smrepcosysguid.pdf>.

<sup>147</sup> La SEC indique que, le moment venu, il n'y aura plus de formulaires spéciaux pour les « petites entreprises », p. ex. les formulaires 10-KSB et SB-2.

obligation spéciale en matière d'information, c'est-à-dire une entreprise dont le volume du fonds public d'actions était inférieur à 25 millions de dollars américains et dont les revenus annuels étaient également inférieurs à 25 millions de dollars américains<sup>148</sup>.

En fixant à 75 millions de dollars américains le plafond relatif au fonds public d'actions pour les petits émetteurs assujettis, la SEC a rapproché la définition du petit émetteur assujetti de celle de l'entreprise qui n'est pas tenue de produire ses rapports annuels et trimestriels de façon accélérée. La SEC a conclu que ce critère est raisonnable en ce qu'il réduit les coûts que doivent supporter les petites entreprises pour se conformer à des normes d'information parfois superflues, ce qui est compatible avec l'objectif de la protection des investisseurs<sup>149</sup>. Selon la SEC, en supprimant le critère des revenus pour la plupart des entreprises, elle simplifie la définition du « petit émetteur assujetti » et accroît le nombre des entreprises pouvant être considérées comme tel<sup>150</sup>. Toutes les entreprises calculent le volume de leur fonds public d'actions le dernier jour ouvrable du deuxième trimestre de l'année financière. Les modifications sont modulées pour tenir compte des caractéristiques et des besoins des petits émetteurs et de leurs investisseurs<sup>151</sup>.

La SEC n'a pas retenu la recommandation du comité consultatif d'adopter la capitalisation boursière comme mesure de la taille, parce qu'elle a conclu qu'il était plus simple, plus cohérent et plus sûr de considérer uniquement le fonds public d'actions comme critère de classification pour la plupart des entreprises et que la suppression du critère des revenus aurait pour effet d'accroître le nombre d'entreprises admissibles. De plus, la décision de la SEC de porter principalement son attention sur le fonds public d'actions ordinaires des entreprises s'inscrit dans la suite logique des normes de réglementation courantes de l'organisme au regard des formulaires 10-K (*Annual Reporting*) et S-3 (*Registration Statements*) et de la définition de l'entreprise qui n'est pas tenue de produire ses rapports annuels et trimestriels de façon accélérée<sup>152</sup>.

---

<sup>148</sup> Selon les nouvelles règles, une entreprise étrangère peut être considérée comme « petit émetteur assujetti » si elle utilise les formulaires des États-Unis et si elle rédige ses états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus des États-Unis. Auparavant, les sociétés canadiennes étaient les seules entreprises étrangères à pouvoir se prévaloir de la réglementation proportionnée de la SEC concernant l'obligation d'information.

<sup>149</sup> Part II Securities and Exchange Commission 17 CFR Parts 210, 228 ss., *Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification*; Final Rule.

<sup>150</sup> *Ibid.*

<sup>151</sup> La catégorie des « petits émetteurs assujettis » comprend les entreprises qui étaient considérées comme des « petits émetteurs » avant l'entrée en vigueur des nouvelles règles, ainsi que la plupart des entreprises qui sont considérées comme des « entreprises qui ne sont pas tenues de produire leurs rapports annuels et trimestriels de façon accélérée ». En règle générale, les entreprises qui entrent sur le marché avec un fonds public d'actions ordinaires évalué à moins de 75 millions de dollars américains sont considérées comme de petits émetteurs assujettis. Les entreprises qui ne sont pas en mesure d'évaluer leur fonds public d'actions sont généralement considérées comme de petits émetteurs assujettis si leurs revenus annuels sont inférieurs à 50 millions de dollars au moment de leur inscription sur le marché. Afin de simplifier la réglementation, on a transféré par voie de modifications l'obligation d'information modulée du règlement S-B (Regulation S-B) au règlement S-K (Regulation S-K).

<sup>152</sup> Le degré de chevauchement entre le groupe d'entreprises assujetties dont la capitalisation boursière s'élève à 128 millions de dollars américains et le groupe d'entreprises assujetties dont le fonds public d'actions s'élève à 75 millions de dollars américains était de 98 p. 100 environ en 2006; Part II SEC 17 CFR Parts 210, 228 ss., *Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification*; Final Rule. Voir aussi le rapport

La SEC reconnaît par ailleurs la nécessité de moduler la réglementation en ce qui a trait à l'application de l'article 404 de la *Loi Sarbanes-Oxley*, qui porte sur l'attestation du vérificateur<sup>153</sup>. Elle a retenu en partie la recommandation du comité l'incitant à accorder une dispense aux émetteurs à microcapitalisation et à faible capitalisation jusqu'à ce que soit élaboré, pour ces entreprises, un modèle d'évaluation du contrôle interne à l'égard de l'information financière qui tienne compte de leurs caractéristiques et de leurs besoins<sup>154</sup>. En juin 2008, la SEC a annoncé qu'elle prolongeait le délai de grâce prévu pour permettre aux petits émetteurs (entreprises qui ne sont pas tenues de produire leurs rapports annuels et trimestriels de façon accélérée), qui sont par définition les entreprises dont le volume du fonds public d'actions est inférieur à 75 millions de dollars américains, de se conformer aux exigences de l'article 404(b) (attestation du vérificateur) de la *Loi Sarbanes-Oxley* dans un délai d'un an, en ce qui regarde les rapports annuels des exercices financiers prenant fin le 15 décembre 2009 ou après<sup>155</sup>. Entre temps, la SEC recueillera des données sur les coûts et les avantages de la mise en application de l'article 404, en portant son attention sur les conséquences pour les petites entreprises et les incidences des dispositions de l'article 404 relatives à l'attestation du vérificateur<sup>156</sup>. Le prolongement du délai pour les petites entreprises a pour but de réduire les coûts de conformité souvent superflus et de préserver des mesures importantes de protection des investisseurs<sup>157</sup>.

Selon une étude dans laquelle on a comparé plus de 3 000 petits émetteurs américains entre 2003 et 2005 et selon les données recueillies durant une période préalable à la mise en application de l'article 404 de la *Loi Sarbanes-Oxley*, la dispense a des conséquences inattendues en ceci que les petites entreprises sont portées à maintenir leur fonds public

---

de 2006 du *Government Accountability Office* (GAO) des États-Unis, intitulé *Sarbanes-Oxley Act, Consideration of Key Principles Needed in Addressing Implementation for Smaller Public Companies*; formulaire 10-K, *Annual Report pursuant to ss. 13 or 15(d) of the Securities Act of 1934*; formulaire S-3, *Registration Statement under the Securities Act of 1933*.

<sup>153</sup> Aux termes de l'article 404 de cette loi, les émetteurs doivent inclure dans leur série de rapports annuels un rapport de gestion, accompagné d'une attestation du vérificateur, sur l'efficacité du contrôle interne de l'entreprise à l'égard de l'information financière, et doivent évaluer à la fin de chaque trimestre de l'année financière tout changement survenu à ce chapitre au cours de la période qui a une incidence importante, ou qui a des chances raisonnables d'avoir une incidence importante, sur le processus de contrôle interne de l'entreprise à l'égard de l'information financière; SEC 17 CFR Parts 210, 228, 229, 240 et 249 [Release Nos. 33-8760; 34-54942; File No. S7-06-03] RIN 3235-AJ64, *Internal Control Over Financial Reporting and Exchange Act Periodic Reports of Non-Accelerated Filers and Newly Public Companies*, 76580 Federal Register, vol. 71, no. 245, jeudi, le 21 décembre 2006, consulté à l'adresse <http://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8760fr.pdf>.

<sup>154</sup> Le comité a constaté qu'avec des ressources plus limitées, moins d'effectifs et moins de revenus pour couvrir les coûts de mise en oeuvre et les coûts fixes disproportionnés liés à l'observation des dispositions de l'article 404, ces entreprises sont soumises à un fardeau excessif; *ibid.*, p. 23.

<sup>155</sup> Le 20 juin 2008, Release 2008-166, *SEC Approves One-Year Extension for Small Businesses From Auditor Attestation Requirement in Sarbanes-Oxley Act*, consulté à l'adresse <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-116.htm>; *SEC Staff Gains OMB Approval to Proceed With Data Collection for Cost-Benefit Study of SOX 404 Implementation*, consulté à l'adresse <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-116.htm>.

<sup>156</sup> Les grandes entreprises, qui représentent plus de 95 p. 100 de la capitalisation boursière sur les marchés des valeurs aux États-Unis, sont assujetties aux deux dispositions depuis 2004.

<sup>157</sup> *Ibid.*

d'actions en-deçà du seuil fixé<sup>158</sup>. L'étude rapporte que ces entreprises demeureraient petites en faisant moins d'investissements, en versant plus d'argent aux actionnaires sous forme de dividendes et du rachat d'actions et en réduisant le nombre d'actions détenues par des « non-associés »<sup>159</sup>. Les auteurs de l'étude en question ont aussi constaté que, comme le dépôt des documents de l'entreprise a lieu une seule fois par exercice financier, les entreprises qui ne sont pas tenues de produire leurs rapports annuels et trimestriels de façon accélérée, depuis l'entrée en vigueur de la *Loi Sarbanes-Oxley* recourent à diverses techniques pour influencer temporairement à la baisse sur le cours de leurs actions avant la vérification de leur condition de déposant. Il peut s'agir notamment de mesures ayant un effet à court terme sur le prix de l'action, par exemple la divulgation de mauvaises nouvelles au deuxième trimestre de l'exercice financier et la constatation d'une diminution des revenus dans ce même trimestre<sup>160</sup>. Enfin, l'étude souligne jusqu'à quel point le fait de définir clairement un seuil de capitalisation boursière peut influencer sur le comportement des entreprises.

De façon générale, la démarche fondée sur la capitalisation boursière permet un degré relativement élevé de transparence en ce que l'information sur la capitalisation boursière ou le fonds public d'actions est du domaine public. Elle suppose aussi une grande équité en ce que la taille de l'émetteur détermine les obligations réglementaires qu'il doit remplir. Par contre, elle nécessite un ajustement continu du fait que la capitalisation boursière varie beaucoup. On doit établir des règles claires en ce qui a trait à la méthode d'évaluation de la capitalisation boursière (ou du fonds public d'actions) et à la date de cette évaluation. Une réévaluation trop fréquente peut être coûteuse pour les émetteurs en temps et en argent, mais une réévaluation trop peu fréquente peut accroître le risque pour le marché, du fait que des émetteurs peuvent avoir progressé à un point tel qu'ils devraient désormais remplir des obligations plus rigoureuses, alors qu'ils y échappent.

En outre, cette démarche peut être inéquitable pour les investisseurs, en ce sens que les émetteurs peuvent décider de ne pas accroître leur capitalisation boursière, afin de demeurer sous le seuil qui définit la catégorie des petits émetteurs et leurs obligations. Autre problème d'équité : les émetteurs dont la capitalisation boursière est proche du seuil peuvent aller et venir d'une catégorie à l'autre.

Le plus grand inconvénient de la démarche fondée sur la capitalisation boursière est probablement l'absence de choix pour l'émetteur; en effet, si l'entreprise progresse au point d'atteindre le seuil de capitalisation boursière établi arbitrairement à l'avance, ses obligations réglementaires vont changer. Si les marchés devaient subir de fortes fluctuations, les émetteurs pourraient changer constamment de catégorie, ce qui entraînerait des coûts élevés de conformité à la réglementation. Ces changements peuvent aussi jeter un

---

<sup>158</sup> Gao Feng Wu, Joanna Shuang et Jerold Zimmerman, *Unintended Consequences of Granting Small Firms Exemptions from Securities Regulation: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act*, avril 2008, Simon School Working Paper No. FR 07-07, consulté à l'adresse : <http://ssrn.com/abstract=1014054>, p. 31.

<sup>159</sup> *Ibid.*, p. 4.

<sup>160</sup> *Ibid.*, p. 5. Les auteurs observent que les entreprises qui ne sont pas tenues de produire leurs rapports annuels et trimestriels de façon accélérée sont d'autant moins portées à recourir à ces techniques qu'elles se trouvent loin du seuil de 75 millions de dollars américains.

discrédit sur les émetteurs concernés, alors que classer les entreprises selon qu'il s'agit d'un émetteur émergent ou non émergent laisse un certain choix à l'émetteur dans son évaluation du risque par rapport au rendement. L'étude réalisée aux États-Unis montre en outre qu'il existe aussi le risque que des émetteurs, soucieux de maintenir leur condition de petit émetteur, fassent de mauvais choix en ce qui concerne l'utilisation de leur capital, ce qui pourrait nuire aux investisseurs et à l'entreprise à long terme.

### c) Revenus consolidés

Les revenus consolidés sont un autre critère de classification aux fins de la réglementation proportionnée qui est d'une certaine transparence pour les investisseurs. Il y a équité aussi parce que tous les émetteurs affichant le même niveau de revenus consolidés sont assujettis à la même réglementation. Un autre avantage de ce critère est qu'il peut illustrer clairement la situation financière de l'émetteur et que la taille n'est pas déterminée en fonction de la liquidité du marché. Cela dit, les revenus consolidés ne sont peut-être pas, en soi, la mesure la plus exacte.

En 1996, le groupe de travail de la commission de valeurs mobilières de l'Ontario (Ontario Securities Commission – « OSC ») sur le financement de la petite entreprise a conclu que le chiffre d'affaires brut était la mesure la plus juste de la taille d'une entreprise, dans le contexte de la recherche de financement, parce que, entre autres raisons, le bénéficiaire et les capitaux propres sont des mesures qui peuvent être peu élevées même lorsqu'il s'agit de grandes entités<sup>161</sup>. En plus du critère des revenus, le groupe de travail recommandait l'utilisation du critère de la capitalisation boursière pour définir les émetteurs à forte capitalisation boursière mais à très faibles revenus, comme les entreprises du secteur des ressources qui font de l'exploration. Il définissait les PME comme des entreprises dont le chiffre d'affaires brut au dernier exercice financier n'excède pas 10 millions de dollars canadiens et dont la capitalisation boursière, calculée en fonction de l'effet dilutif du projet de placement, n'excède pas 35 millions de dollars canadiens<sup>162</sup>.

La nouvelle norme canadienne 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus (National Instrument 41-101, *General Prospectus Requirements*) constitue un exemple de l'utilisation combinée, au Canada, du critère des revenus consolidés et d'autres critères. Les organismes de réglementation au Canada fournissent maintenant plus d'occasions aux émetteurs d'utiliser le prospectus simplifié en supprimant les conditions d'admissibilité relatives à la capitalisation boursière pour les émetteurs assujettis et en fixant des conditions particulières pour les petits émetteurs et les émetteurs émergents au stade du premier appel public à l'épargne<sup>163</sup>. La norme canadienne 41-101, entrée en vigueur le 17 mars 2008, a instauré un ensemble complet et transparent d'obligations nationales concernant le prospectus pour tous les émetteurs, y compris certains fonds de placement. La nouvelle norme maintient l'obligation de communiquer l'information aux investisseurs et

---

<sup>161</sup> Ontario Securities Commission, Task Force on Small Business Financing, *Final report*, 1996, consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op\\_small\\_business.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op_small_business.pdf).

<sup>162</sup> *Ibid.*, p. 4.

<sup>163</sup> National Instrument 41-101, *General Prospectus Requirements* (norme canadienne 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus), 2008, 31 OSCB (Supp-2), en vigueur le 17 mars 2008.

réduit les coûts que doivent supporter les émetteurs voulant offrir des titres dans plus d'un territoire. La norme repose sur trois grands principes : harmonisation et consolidation des obligations générales relatives au prospectus sur l'ensemble du territoire canadien; harmonisation des obligations générales relatives au prospectus avec les obligations d'information continue et d'information par prospectus simplifié; modifications des principes sur lesquels reposent les obligations générales relatives au prospectus, proposées par suite d'examens de la réglementation, de demandes d'exemption et de consultations publiques<sup>164</sup>.

La norme canadienne 41-101 est entrée en vigueur en même temps que la norme multilatérale 11-102 sur le régime de passeport (Multilateral Instrument 11-102, *Passport System*), et les nouvelles règles nationales qui simplifient les processus réglementaires concernant les prospectus et les demandes de dispense au Canada. Ce changement a donné à plusieurs milliers d'autres émetteurs la possibilité d'utiliser le prospectus simplifié. On a voulu réduire l'importance accordée à l'information « au point de vente » dans le but, entre autres, d'alléger le fardeau réglementaire qui pèse sur les émetteurs cherchant à rassembler des capitaux, en particulier les PME<sup>165</sup>. La conséquence pratique de l'élargissement de la norme canadienne 41-101 est que le prospectus ordinaire ne servira désormais que pour un premier appel public à l'épargne.

On peut considérer la norme canadienne 41-101 comme une forme de consécration de la réglementation proportionnée en ce qu'elle a supprimé les anciennes conditions d'admissibilité, permettant ainsi à plus d'émetteurs d'utiliser le prospectus simplifié, mais elle a imposé en même temps de nouvelles obligations d'information aux petits émetteurs et aux émetteurs émergents lors d'un premier appel public à l'épargne, en reconnaissance du fait qu'il peut y avoir relativement peu d'information à leur sujet sur le marché. On définit le petit émetteur comme un émetteur qui dépose un prospectus provisoire, qui n'est émetteur assujéti dans aucun territoire, dont l'actif consolidé total, à la date de son dernier bilan inclus dans le prospectus provisoire, est inférieur à 10 millions de dollars canadiens, dont les produits consolidés, à la date de son dernier état des résultats annuel inclus dans le prospectus provisoire, sont inférieurs à 10 millions de dollars canadiens, et dont les capitaux propres, à la date de son dernier bilan inclus dans le prospectus provisoire, sont inférieurs à 10 millions de dollars<sup>166</sup>. La norme fixe un calendrier pour le calcul des revenus, suivant le type de prospectus<sup>167</sup>.

Le petit émetteur doit présenter de l'information additionnelle, à savoir le montant total des fonds disponibles et la ventilation des fonds, comme suit : une estimation du produit net du placement des titres offerts au moyen du prospectus, une estimation du fonds de roulement

---

<sup>164</sup> Companion Policy 41-101CP, *General Prospectus Requirements*, (instruction générale relative à la norme 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus.

<sup>165</sup> *Ibid.*

<sup>166</sup> « L'actif, les produits et les capitaux propres étant ajustés pour tenir compte de chaque acquisition significative projetée d'une entreprise ou d'une entreprise reliée par un émetteur qui a progressé au point où une personne raisonnable jugerait la probabilité de sa réalisation élevée et de chaque acquisition significative d'une entreprise ou d'une entreprise reliée qui a été effectuée... », NI 41-101, *General Prospectus Requirements* (norme canadienne relative aux obligations générales relatives au prospectus).

<sup>167</sup> *Ibid.*

consolidé (déficitaire) arrêté à la fin du mois précédant le dépôt du prospectus, et le montant total des autres fonds disponibles qui seront utilisés pour atteindre les objectifs principaux fixés par le petit émetteur<sup>168</sup>. S'il a enregistré des flux de trésorerie négatifs provenant des activités d'exploitation au cours de son dernier exercice pour lequel des états financiers sont inclus dans le prospectus, le petit émetteur doit présenter l'information suivante : la période pendant laquelle les fonds réunis grâce au placement devraient financer les activités, une estimation du total des frais d'exploitation nécessaires à la réalisation des objectifs commerciaux déclarés de l'émetteur, et une estimation des autres dépenses en immobilisations importantes au cours de cette période<sup>169</sup>.

La norme 41-101 définit aussi l'émetteur émergent au stade du premier appel public à l'épargne, c'est-à-dire un émetteur qui dépose un prospectus ordinaire, qui n'est pas un émetteur assujéti dans aucun territoire immédiatement avant la date de dépôt du prospectus ordinaire définitif, et qui, à la date de dépôt du prospectus ordinaire, n'a aucun de ses titres inscrit ou coté, n'a pas demandé et n'a pas l'intention de demander l'inscription ou la cotation de l'un de ses titres à la Bourse de Toronto ou sur un marché américain ou un marché situé à l'extérieur du Canada et des États-Unis, à l'exception de l'AIM ou des marchés PLUS. L'émetteur qui est un émetteur émergent ou un émetteur émergent au stade du premier appel public à l'épargne et dont les activités n'ont pas généré de produits d'exploitation significatifs au cours des deux derniers exercices doit indiquer une ventilation des composantes importantes des frais d'exploration et de mise en valeur capitalisés ou passés en charges, des frais de recherche et de développement passés en charges, des frais de mise en valeur reportés, ainsi que des frais généraux et des frais d'administration, et fournir d'autres renseignements particuliers<sup>170</sup>.

La norme 41-101 constitue donc une forme de réglementation ciblée, qui reconnaît la nécessité de préciser l'information à communiquer par les émetteurs qui n'ont pas d'antécédents sur le marché.

Au Royaume-Uni, la FSA définit, dans sa *Prospectus Directive*, la petite entreprise (*small and medium-sized enterprise*, selon les *Prospectus Rules*) comme une entreprise qui, selon ses derniers états financiers annuels ou consolidés, remplit au moins deux des trois critères suivants : un effectif moyen inférieur à 250 personnes au cours de l'exercice financier, un solde de bilan n'excédant pas 43 millions d'euros et un chiffre d'affaires annuel net ne dépassant pas 50 millions d'euros. Par ailleurs, la petite entreprise (*small business*, selon le *Compensation Sourcebook*) est définie comme une société de personnes, une personne morale, une association sans personnalité morale ou une association à forme mutuelle ayant un chiffre d'affaires annuel de moins de 1 million de livres sterling, ou l'équivalent dans toute autre monnaie, au moment applicable<sup>171</sup>. Aux États-Unis, le comité consultatif de la SEC sur les petits émetteurs a recommandé que la SEC accorde une dispense des obligations prévues à l'article 404 de la *Loi Sarbanes-Oxley* en se fondant principalement

---

<sup>168</sup> Annexe 41-101A1, art. 6.2.

<sup>169</sup> Annexe 41-101A1, art. 8.7.

<sup>170</sup> Annexe 41-101A1, art. 8.6.

<sup>171</sup> FSA *Handbook*, consulté à l'adresse <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/Glossary/S>, le 31 juillet 2008.

sur le critère des revenus<sup>172</sup>. Les petits émetteurs qui demandent une dispense devront montrer que la conformité leur occasionne des coûts trop élevés. Comme nous l'avons mentionné plus haut, en juin 2008, la SEC a assoupli les obligations des petits émetteurs, mais uniquement de ceux qui étaient déjà considérés comme des entreprises qui ne sont pas tenues de produire des rapports annuels et trimestriels de façon accélérée.

En conséquence, même si le critère des revenus consolidés a parfois été combiné à d'autres mesures de la taille ou du degré de développement, il ne cadre pas bien avec les conditions d'inscription à la bourse. Les petits émetteurs pourraient avoir à remplir des obligations réglementaires divergentes ou peut-être même contradictoires, si l'on adoptait comme seul critère les revenus consolidés. Cela dit, le critère des revenus pourrait être combiné à celui de la capitalisation boursière si l'on voulait appliquer une réglementation proportionnée très ciblée.

Prenons l'exemple de l'obligation imposée par la norme 52-109 de mettre en place un CIIF. Dans le mémoire sur cette norme qu'elle a présenté aux organismes de réglementation, la Bourse de Toronto a proposé que l'on permette aux petits émetteurs inscrits à cette bourse de profiter de l'adaptation concernant la conception du CIIF, si leur chiffre d'affaires annuel vérifié est inférieur à 2 millions de dollars canadiens ou si leur capitalisation boursière n'excède pas 75 millions de dollars canadiens, ou encore si leur chiffre d'affaires s'élève à 2 millions de dollars canadiens et leur capitalisation boursière n'excède pas 300 millions de dollars canadiens<sup>173</sup>. Elle estimait en outre qu'au lieu de créer un système où chaque émetteur chercherait à obtenir une dispense des obligations, il serait préférable d'offrir l'adaptation aux émetteurs qui se situent en-deçà des seuils mentionnés. Elle faisait observer que le cadre COSO ne tient pas compte de la structure organisationnelle et des effectifs propres à nombre de PME inscrites à la Bourse de Toronto et que les ACVM devraient élaborer, à l'intention des PME émettrices, un cadre de contrôle interne fondé sur des principes qui fournirait à ces entreprises les outils nécessaires pour concevoir le CIIF et en évaluer l'efficacité, qui serait adapté aux différents secteurs et qui tiendrait compte de fait que les petits émetteurs disposent de peu de ressources pour le contrôle interne et la gestion du risque<sup>174</sup>.

---

<sup>172</sup> Règle 10A-3 de la *Securities Exchange Act* de 1934 (l'« *Exchange Act* »). L'article 404 enjoint la SEC d'adopter des règles qui obligeront toutes les entreprises assujetties à inclure dans leur rapport annuel une déclaration de responsabilité de la direction concernant l'établissement et l'application de mesures efficaces de contrôle interne à l'égard de l'information financière, ainsi qu'une évaluation de l'efficacité du contrôle interne. L'article 404 fait également obligation aux vérificateurs indépendants de l'entreprise d'attester cette évaluation des dirigeants et de faire rapport sur cet exercice, *ibid.*, p. 25. La plupart des entreprises américaines utilisent le cadre de contrôle interne diffusé par le Committee of Sponsoring Organizations (COSO) de la Commission Treadway (le cadre COSO), *ibid.*, p. 26. Selon ce cadre, le contrôle interne à l'égard de l'information financière est défini comme un processus qui implique la participation des administrateurs, des dirigeants et des employés d'une entité et qui doit donner une assurance raisonnable sur la réalisation des objectifs de cette entité sur la foi d'une information financière crédible. Le contrôle interne à l'égard de l'information financière comprend cinq éléments interdépendants : environnement de contrôle, évaluation des risques, mesures de contrôle, information et communication, et surveillance, à l'adresse <http://www.ic.coso.org>. *Ibid.*, p. 26.

<sup>173</sup> Groupe TMX, *supra*, note 80, p. 8.

<sup>174</sup> *Ibid.*, p. 9. Le 11 juillet 2006, le COSO et son groupe consultatif ont publié un document intitulé *Guidance for Smaller Public Companies Reporting on Internal Control over Financial Reporting*, qui a pour but d'aider les dirigeants des petites entreprises à comprendre et à appliquer le cadre COSO. Il expose à

#### d) Secteur

Le secteur est un autre critère pouvant servir à distinguer les émetteurs. Il est voisin de la capitalisation boursière en ce que cette dernière affiche généralement des caractéristiques particulières selon les secteurs. Le marché canadien des capitaux est composé de marchés régionaux pour les différents émetteurs<sup>175</sup>. Au Canada, six grands groupes d'activité occupent les plus grandes parts du marché des capitaux, selon la capitalisation boursière. Ces grands groupes ou secteurs sont les suivants : le pétrole et le gaz, les services financiers, l'exploitation minière, les industries diverses, les médias et communications et la technologie. Les secteurs ayant les plus grandes parts de la capitalisation boursière, par ordre décroissant, sont le pétrole et le gaz, les services financiers et l'exploitation minière. La réglementation proportionnée en fonction du secteur peut ne pas constituer une solution viable parce qu'il en résulterait un régime qui manque d'équité et de transparence. Comme nous l'avons signalé plus haut, les émetteurs de certains secteurs doivent remplir des obligations particulières en ce qui concerne la communication de l'information technique, mais il s'agit d'obligations ciblées qui n'atténuent pas le fardeau de la réglementation pour les petits émetteurs. En 1996, un groupe d'étude sur le financement des petites entreprises (Task Force on Small Business Financing), mis sur pied par la commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« OSC »), a conclu que l'établissement de seuils différents selon le secteur serait contraire à l'objectif d'une réglementation compréhensible<sup>176</sup>.

Bref, divers critères pourraient servir à distinguer les émetteurs aux fins de la réglementation proportionnée. Selon un sondage auprès d'organismes de réglementation provinciaux et territoriaux au Canada, la plupart d'entre eux n'ont pas mis en place des règles proportionnées explicites et se limitent à homologuer les normes nationales et instructions générales. Les organismes de réglementation de la Saskatchewan, du Manitoba, du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, des Territoires du Nord-Ouest et du Yukon n'ont pas leur propre réglementation proportionnée en fonction de la taille ou de la capitalisation boursière et ne se proposent pas d'élaborer et de mettre en œuvre des règles de cette nature autres que celles recommandées par les ACVM<sup>177</sup>. La représentante d'un organisme de réglementation a affirmé que l'établissement de règles différentes pour les petites entreprises entraînerait un fardeau administratif trop

---

grands traits une vingtaine de principes fondamentaux associés à cinq éléments clés du contrôle interne décrits dans le cadre COSO, définit chaque principe, décrit diverses façons pour les petites entreprises d'appliquer ces principes à l'information financière, et illustre par des exemples comment de petites entreprises s'y prennent.

<sup>175</sup> La commission de valeurs mobilières de l'Alberta a fourni la description la plus récente des marchés régionaux, d'après les données sur la Bourse de Toronto et sur la Bourse de croissance de Toronto au 31 décembre 2007. Alberta Securities Commission (ASC), *The Alberta Capital Market: A Comparative Overview*, 2008 Report, *supra*, note 8.

<sup>176</sup> Ontario Securities Commission (OSC), Task Force on Small Business Financing, *Final Report*, *supra*, note 161, p. 4.

<sup>177</sup> To-Linh Huynh, agente des services financiers généraux, Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick; M. Donn MacDougall, Manager, Securities & Corporate Registries (NWT); Rhonda Horte, Deputy Registrar, Corporate Affairs (Yukon); entrevues téléphoniques par Bernard Lau.

lourd<sup>178</sup>. De l'avis des personnes interviewées, l'élaboration d'une réglementation proportionnée à l'échelle régionale ou provinciale occasionnerait des coûts prohibitifs. Les organismes de réglementation de provinces qui ont un petit marché des capitaux et une structure réglementaire limitée ont affirmé qu'ils ont l'habitude de s'aligner sur l'organisme de réglementation de l'Ontario et ceux d'autres provinces ayant un marché des capitaux plus actif.

La commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (British Columbia Securities Commission – « BCSC ») a affirmé que, comme la province a adopté une réglementation fondée sur les résultats, il n'est pas clair quelle place occupera la réglementation proportionnée dans la réglementation provinciale des valeurs mobilières<sup>179</sup>. Dans le cadre de la démarche adoptée dans cette province, les règles de conformité sont définies en fonction de résultats précis, si bien qu'il ne serait guère utile d'élaborer des règles fondées sur la taille<sup>180</sup>. Dans les observations écrites qu'elle a soumises au Groupe d'experts, la BCSC a choisi de ne pas donner son avis sur la réglementation proportionnée, sauf pour dire que tout projet visant à étendre ou à limiter la réglementation proportionnée soit s'appuyer sur l'expérience acquise à ce jour dans ce domaine au Canada<sup>181</sup>.

La commission des valeurs mobilières de l'Alberta (Alberta Securities Commission – « ASC ») a témoigné un intérêt pour la réglementation proportionnée, en raison de la nature des entreprises albertaines<sup>182</sup>. L'ASC a étudié la forme que prendrait une telle réglementation, mais aucune étude n'a été conclue ni publiée<sup>183</sup>. Le marché des capitaux de l'Alberta réunit à la fois des gros et des petits émetteurs, l'ASC aimerait mettre en place une réglementation modulée qui soit plus efficace.

En Ontario, le comité consultatif des petites entreprises (Small Business Advisory Committee) de la commission des valeurs mobilières (Ontario Securities Commission – «

---

<sup>178</sup> Barbara Shourounis, Director, Securities Division, Saskatchewan Financial Services Commission; entrevue téléphonique par Bernard Lau; *Loi sur les valeurs mobilières* du Manitoba, document consulté à l'adresse <http://web2.gov.mb.ca/laws/statutes/ccsm/s050f.php>; Manitoba Securities Commission, Policies and Legislation, site consulté à l'adresse [http://www.msc.gov.mb.ca/securities/policies\\_legislation/index.html](http://www.msc.gov.mb.ca/securities/policies_legislation/index.html); Manitoba Securities Commission, Continuous Disclosure, site consulté à l'adresse [http://www.msc.gov.mb.ca/securities/continuous\\_disclosure/index.html](http://www.msc.gov.mb.ca/securities/continuous_disclosure/index.html), le 1<sup>er</sup> juillet 2008; Steven Dowling, Corporate Counsel, Office of the Attorney General, Consumer, Corporate and Insurance, entrevue téléphonique par Bernard Lau.

<sup>179</sup> Alison Dempsey, Senior Legal Counsel, Corporate Finance, British Columbia Securities Commission (BCSC); Noreen Bent, Manager and Senior Legal Counsel, Legal Services, Corporate Finance, BCSC; entrevues téléphoniques par Bernard Lau.

<sup>180</sup> La réglementation fondée sur des principes qu'a adoptée par la Colombie-Britannique a été décrite dans les documents *Draft Legislation and Commentary on the Draft Legislation*, publiés par la BCSC en avril 2003, documents consultés à l'adresse [http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/Draft\\_Legislation\\_Commentary.pdf](http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/Draft_Legislation_Commentary.pdf).

<sup>181</sup> BCSC, supra, note 24, p. 1 et 4.

<sup>182</sup> Tom Graham, Director of Corporate Finance, Alberta Securities Commission, entrevue téléphonique par Bernard Lau, le 23 juin 2008.

<sup>183</sup> Stephen P. Sibold QC, ancien président de l'ASC et des Autorités canadiennes des valeurs mobilières (ACVM), dans *Addressing the Burden of Regulation in Canada: the Case for Proportionate Regulation*, mémoire présenté au Task Force to Modernize Securities Regulation in Canada, le 24 octobre 2005, consulté à l'adresse <http://www.tfmsl.ca/pages/submissions.html>.

OSC ») reconnaît les besoins des petits émetteurs, comme nous l'avons signalé plus haut<sup>184</sup>. L'OSC s'efforce sans cesse de définir des normes mieux adaptées aux émetteurs de croissance, dans le cadre des normes canadiennes mentionnées plus haut. L'OSC a envisagé la réglementation en fonction de l'actif, mais elle a conclu que cette méthode manquait de transparence et qu'elle était trop difficile à appliquer pour les administrateurs et à comprendre pour les investisseurs. Elle a constaté que l'actif d'un émetteur peut varier d'une année à l'autre dans le rapport de gestion, si bien qu'un tel émetteur serait soumis à la réglementation une année et y échapperait l'année suivante<sup>185</sup>. L'OSC a donc conclu que la réglementation en fonction du type d'émetteurs serait la plus transparente<sup>186</sup>.

Au Québec, l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») n'a rien publié sur la réglementation proportionnée et ne s'est pas encore prononcée publiquement sur la question<sup>187</sup>. Toutefois, une certaine réglementation proportionnée transparait déjà dans les efforts de l'AMF pour harmoniser le régime applicable aux émetteurs et inscrits du Québec avec les régimes d'autres territoires, dont le régime de passeport et les normes canadiennes.

Il n'y a pas de réglementation proportionnée du marché boursier en Nouvelle-Écosse qui applique uniquement les normes canadiennes<sup>188</sup>. Cependant, il existe un programme visant le développement économique des collectivités (Community Economic Development Corporations Program – « CEDCP ») qui prévoit un crédit d'impôt pour capitaux propres offert aux petites entreprises à faible capitalisation qui émettent des titres<sup>189</sup>. Les entreprises admissibles doivent remplir diverses obligations relatives à l'information (dépôt d'états financiers, communiqués de presse et autres documents)<sup>190</sup>. Il y a plusieurs critères d'admissibilité aux termes de ce programme, par exemple : l'actif ou les revenus d'un émetteur, incluant ceux des entreprises ou associations affiliées doivent être inférieurs à 25 millions de dollars canadiens<sup>191</sup>; l'émetteur doit utiliser le document de placement prescrit et ne peut offrir des titres d'une valeur de plus de 3 millions de dollars canadiens dans le cadre d'une opération de placement. L'émetteur doit conclure le placement dans le délai fixé et il doit obtenir une lettre d'approbation de la commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse (Nova Scotia Securities Commission) et une attestation de crédit d'impôt du ministère des Finances de la province<sup>192</sup>. La Nouvelle-Écosse applique certaines règles proportionnées dans le cadre du fonds d'investissement pour le développement économique de collectivités (Community Economic Development Investment Fund – « CEDIF »), lequel est constitué de capitaux rassemblés par la vente d'actions ordinaires à

---

<sup>184</sup> M<sup>me</sup> Heidi Franken, Senior Accountant, Corporate Finance Group, Ontario Securities Commission (entrevue téléphonique par Bernard Lau, le 26 juin 2008).

<sup>185</sup> Heidi Franken, *ibid.*

<sup>186</sup> Heidi Franken, *ibid.* Au nombre des autres initiatives de l'OSC : des ateliers d'information sur le rapport de gestion, pour petits émetteurs.

<sup>187</sup> Catia Bergeron, conseillère en communication, Direction du centre de renseignements, AMF.

<sup>188</sup> Bill Slattery, Acting Director of Securities, Nova Scotia Securities Commission.

<sup>189</sup> Community Economic-Development Corporations Regulations, Section 150 of the *Securities Act*, R.S.N.S. 1989, c. 418, O.I.C. 1998-517 (le 15 octobre 1998), N.S. Reg. 79/98; *Securities Act*, c. 418, Revised Statutes, 1989, amended 1990, c. 15, ss. 19-80; 1996, c. 32; 2001, c. 18; 2001, c. 41, ss. 24-27; 2002, c. 39; 2003, c. 7, s. 6; 2005, cc. 26 & 27, à l'adresse <http://www.gov.ns.ca/nssc/docs/check.pdf>.

<sup>190</sup> *Ibid.*

<sup>191</sup> Nova Scotia Securities Commission, à l'adresse <http://www.gov.ns.ca/nssc/corporatefinance/cedif.htm>.

<sup>192</sup> *Ibid.*

des membres d'une collectivité donnée en vue de favoriser l'investissement dans les entreprises de la région<sup>193</sup>.

Les Autorités canadiennes des valeurs mobilières (« ACVM ») étudient aussi la possibilité d'étendre la réglementation proportionnée; elles cherchent à déterminer si les organismes de réglementation peuvent élaborer des règles appropriées applicables à l'ensemble des marchés des capitaux au Canada, chaque fois qu'une initiative de réglementation est lancée ou, sinon, s'ils envisagent des règles différentes en fonction de la taille des entreprises.

## **6. Réglementation proportionnée et émetteurs établis ou gros émetteurs**

Bien que cet aspect dépasse le champ de la présente étude, il convient de signaler que la réglementation proportionnée peut être bénéfique pour les émetteurs établis ou de plus grande taille sur le marché canadien des capitaux. Aux États-Unis, la SEC a adopté une série de règles visant les émetteurs établis bien connus (« EEBC »), dans lesquelles les restrictions relatives à l'appel public à l'épargne sont assouplies. Ces règles (Securities Offering Reform Rules) créent une nouvelle catégorie d'EEBC qui sont considérés comme ceux qui retiennent le plus l'attention sur le marché boursier<sup>194</sup>. Ces EEBC peuvent se prévaloir d'un nouveau processus « d'inscription préalable automatique », qui leur permet d'inscrire des montants non précisés de types ou de catégories de valeurs mobilières dans des déclarations d'inscription prenant immédiatement effet, sans faire de distinction entre le placement initial et le reclassement, et aussi d'exclure plus d'information du prospectus de base. Les émetteurs n'ont pas non plus à déposer de prospectus final<sup>195</sup>.

Les règles d'inscription préalable applicables aux EEBC sont plus souples et permettent d'accélérer l'émission. Les règles concernant l'information qu'un émetteur peut communiquer avant et pendant le placement sont également assouplies. Les émetteurs peuvent communiquer de l'information plus de 30 jours avant le dépôt d'une déclaration d'inscription, sans craindre d'enfreindre les règles concernant la communication prématurée, dans la mesure où ils ne traitent pas d'un placement visé par une déclaration d'inscription. Quant à la livraison du prospectus, ce dernier est réputé livré lorsqu'il est accessible, l'accès électronique étant suffisant.

L'application de la réglementation proportionnée à des émetteurs établis a été analysée en profondeur dans une étude réalisée pour le Groupe de travail pour la modernisation de la

---

<sup>193</sup> Community Economic Development Investment Fund (CEDIF), consulté à l'adresse <http://www.gov.ns.ca/nssc/corporatefinance/cedif.htm>. Un CEDIF (fonds d'investissement pour le développement économique des collectivités) doit être constitué sous forme d'une société ou association, être à but lucratif et compter au moins six administrateurs de la collectivité en question. Il est assujéti à la réglementation visant les sociétés de développement économique (CEDC Regulations) et la loi sur les valeurs mobilières (*Securities Act*). Il doit déposer un document de placement et d'autres formules et documents.

<sup>194</sup> Securities Offering Reform, SEC Release No. 33-8591 (19 juillet 2005) 70 FR 44722.

<sup>195</sup> Janis Sarra, *Modernizing Disclosure in Canadian Securities Law: An Assessment of Recent Developments in Canada and Selected Jurisdictions*, recherche réalisée pour le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

réglementation des valeurs mobilières au Canada. Le professeur Pritchard a recommandé que le Canada adopte une variante du statut d'EEBC pour les émetteurs du premier groupe à la Bourse de Toronto, dans le cadre de la simplification du régime de prospectus simplifié<sup>196</sup>. Cet auteur est d'avis qu'il faut bien réfléchir aux critères appropriés devant définir les EEBC au Canada et il a recommandé l'adoption comme critère d'une capitalisation boursière de 350 millions de dollars canadiens, lequel critère permettrait de réaliser un juste équilibre entre le besoin d'information des investisseurs et les économies pouvant découler d'une réglementation simplifiée<sup>197</sup>.

Le Groupe de travail a retenu ce critère dans son rapport final, recommandant que le statut d'émetteur établi bien connu (« EEBC ») canadien soit accordé aux émetteurs satisfaisant aux critères d'admissibilité au régime de prospectus simplifié qui ont une capitalisation boursière de 350 millions de dollars canadiens. Le Groupe de travail a décrit en détail le type d'information que des EEBC canadiens auraient à fournir pour faire un placement subséquent qui ne serait pas assujéti à un examen par l'organisme de réglementation<sup>198</sup>.

## 7. Grands principes et principaux moyens

L'analyse qui précède montre qu'au moins huit mesures peuvent être prises pour mettre en œuvre une réglementation proportionnée, à savoir :

- dispenser les petits émetteurs de certaines obligations, parce qu'elles occasionnent, pour eux, des coûts (temps et ressources nécessaires) beaucoup plus importants que les avantages qu'elles procurent sous forme de protection du marché;
- prolonger les échéances pour tenir compte du fait que les petits émetteurs doivent faire appel à des ressources externes pour remplir les obligations et qu'il leur faut donc plus de temps pour rassembler l'information à communiquer périodiquement;
- prévoir des périodes de transition, afin de donner plus de temps aux petits émetteurs pour se conformer aux nouvelles normes en matière de gouvernance et de contrôle financier, entre autres, lorsqu'elles sont nécessaires à la réalisation des objectifs de la politique publique à l'égard du régime;
- réduire la fréquence de présentation de rapports (p. ex. rapports semestriels au lieu de trimestriels), lorsqu'il est déterminé que des rapports trimestriels peuvent être inutiles aux investisseurs et autres intervenants sur le marché s'ils sont déjà informés des changements importants, dans les moindres délais, de manière complète et précise;
- modifier les obligations relatives à la gouvernance, au contrôle interne ou au degré de détail de l'information à communiquer, par l'adaptation aux petits émetteurs d'une règle applicable à tous les émetteurs;

---

<sup>196</sup> Pritchard, *supra*, note 26.

<sup>197</sup> *Ibid.*

<sup>198</sup> Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final, Le Canada s'engage*, p. 9.

- adapter les obligations relatives à la communication d'information technique propre à un secteur, en fonction des antécédents de l'émetteur sur le marché ou de sa capacité de générer des revenus;
- fournir des conseils sur les meilleures pratiques, à savoir renseigner et conseiller les petits émetteurs sur des pratiques de conformité qui peuvent mieux correspondre à la structure de leur capital et à leur organisation, par exemple sur la conception de mesures de contrôle;
- définir des grands principes qui doivent sous-tendre la conduite des émetteurs, et permettre à ces derniers d'élaborer des pratiques adaptées à leur taille ou à leurs ressources dans le cadre d'un régime fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats.

Il importe de déterminer comment chacune de ces mesures contribuera au fonctionnement efficace du marché et à la protection des investisseurs, ainsi que ce que les intervenants sur le marché jugeront important et pertinent. La réglementation proportionnée doit être considérée comme une adaptation à un type d'émetteurs plutôt que comme l'instauration de règles assouplies. Les investisseurs doivent pouvoir faire la distinction entre le risque inhérent au marché (échec de l'entreprise en dépit du respect de toutes les obligations imposées par la réglementation, parce que la ressource ou la technologie ne peut être mise en valeur) et le risque associé à la réglementation (degré auquel les mesures choisies pour mettre en place une réglementation proportionnée réduisent le danger de mauvaise conduite ou de manque de rigueur de la part de l'émetteur).

Dans ce contexte, le choix de critères est très important. Comme nous l'avons déjà montré, le type d'émetteurs (petits ou gros) et leur taille (mesurée par la capitalisation boursière ou les revenus consolidés) sont des exemples de critères. Il y a peu de circonstances dans lesquelles plus d'un critère peut être utilisé, parce qu'il y a danger de morcellement, à savoir que des petits émetteurs peuvent se retrouver dans différentes catégories pour différentes raisons, ce qui mène à un accroissement des coûts et de la confusion. Lorsqu'il est très important qu'il y ait des critères différents, il faut veiller à ce que les critères soient transparents et sûrs et à ce qu'il y ait de bonnes raisons d'établir ces différents critères. Dans certains cas, il peut n'y avoir qu'un seul critère, mais les pratiques résultantes, en ce qui concerne les contrôles et procédures de communication de l'information (« CPCI ») ou le contrôle interne à l'égard de l'information financière (« CIIF »), doivent être adaptées en fonction de la taille et du type d'émetteurs.

Il y aurait lieu également de déterminer si la réglementation des valeurs mobilières ne serait pas améliorée par l'adoption d'une démarche proportionnée à d'autres égards. Les dispenses ainsi que les règles relatives aux offres publiques d'achat et à l'information continue peuvent toutes être modulées. Dans un scénario de réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, il faudrait d'abord définir les grands principes et permettre ensuite la mise au point de bonnes pratiques, ce qui favoriserait sans doute un second regard sur la réglementation proportionnée d'aspects tels que les attestations des dirigeants, la gouvernance d'entreprise et les documents de placement. Les organismes de réglementation pourraient étudier ces aspects dans l'optique des conseils qu'ils se proposent

de donner dans le cadre d'un régime fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats.

L'analyse qui précède permet de dégager un certain nombre de principes ou facteurs déterminants dont il faudrait tenir compte avant d'envisager la mise en place d'une réglementation proportionnée plus étendue, entre autres :

- La réglementation proportionnée doit concilier l'accès au capital et la viabilité à long terme du marché, le maintien de l'intégrité des marchés canadiens des capitaux étant l'un des principaux objectifs.
- Le critère d'un régime de réglementation reste l'importance du changement, parce que, même s'il y a proportionnalité des obligations concernant la communication périodique de l'information ainsi que d'autres aspects, tout émetteur doit toujours veiller à informer le marché de tout changement important dans les moindres délais et de manière précise et compréhensible, obligation qui ne doit jamais être modulée<sup>199</sup>.
- La décision concernant la mise en place d'une réglementation proportionnée plus étendue doit être prise au moment opportun et d'une manière transparente et pertinente pour les intervenants sur le marché, et uniquement après des consultations poussées. Une façon de procéder consisterait à définir un problème ou un scénario où une réglementation proportionnée conviendrait, et à travailler en collaboration avec les intervenants sur le marché afin de définir une obligation appropriée, à l'aide d'un ou plusieurs des moyens mentionnés dans l'étude ou d'autres stratégies de règlement de problèmes.
- Il faut définir de manière transparente et explicite les catégories d'émetteurs aux fins de la réglementation proportionnée.
- Les investisseurs doivent bien comprendre le risque que présentent les émetteurs qui se conforment à des obligations modifiées concernant la communication de l'information et les pratiques de gouvernance, ce qui suppose des notes explicatives se rapportant aux documents d'information périodiques et les prospectus, l'information du public et la communication de l'information en langage clair.
- Si le critère de définition des catégories est le type d'émetteurs (émérgents ou non émérgents), il faut conseiller les petits émetteurs cotés à la TSX ou inscrits auprès d'autres bourses comparables sur la manière de remplir les obligations plus étendues.
- Si les catégories sont définies en fonction de la capitalisation boursière, il faut établir de manière claire et transparente, les critères servant à déterminer les catégories auxquelles appartiennent les petits émetteurs et les gros.

---

<sup>199</sup> Il se pose une question importante qui dépasse le champ de la présente étude, celle de savoir si l'importance de l'information ne serait pas un critère plus utile que ne l'est l'importance du changement.

- Les facteurs de risque doivent être communiqués de manière précise, et non pas générale, pour tous les émetteurs.
- Une réglementation proportionnée doit être assortie de mesures de conformité et d'application cohérentes et rigoureuses, afin de garantir l'intégrité du marché.
- La réglementation proportionnée peut servir à réduire les coûts de conformité démesurément élevés, par l'élimination pour l'émetteur de l'obligation de se conformer à une exigence qui ne contribue pas à l'intégrité du marché.
- Toute réglementation proportionnée doit tenir compte de l'étroite surveillance des petits émetteurs par la TSX de croissance.
- Toute réglementation proportionnée doit faire en sorte que les coûts occasionnés par la conformité à de nouvelles obligations ne soient pas supérieurs aux bienfaits qu'elles procurent aux intervenants sur le marché.
- Sous un régime fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, tous les intervenants sur le marché doivent comprendre de la même manière les obligations imposées par la réglementation et, surtout, ce que supposent les grands principes dans la pratique. Plus précisément :
  - Il faut définir des grands principes à caractère universel afin de permettre aux petits émetteurs d'élaborer de meilleures pratiques adaptées à leur structure et à leurs besoins.
  - Il faut profiter de la souplesse qu'offre une réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats pour adapter les obligations aux jeunes émetteurs plutôt que pour définir des obligations obscures.
  - Il faut reconnaître que la réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats est un continuum, et qu'avant d'entreprendre toute nouvelle réorientation, il faut bien mesurer les bienfaits pour le marché, ce qui suppose des consultations étendues et sérieuses.
  - Il faut mesurer tout progrès par rapport aux normes existantes, en fonction des objectifs visés par la réorientation depuis les règles actuelles vers des principes ou des résultats, et évaluer l'efficacité de toute réorientation.
  - Les organismes de réglementation devraient informer d'autres intervenants sur le marché des résultats de l'évaluation des pratiques de gouvernance, pour que les bonnes pratiques soient mieux connues à plus grande échelle.
  - Il faut fournir aux petits émetteurs des ressources pour les aider à opérer la transition à une réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats, ainsi que de l'information claire et facilement accessible sur les meilleures pratiques, pour qu'ils acquièrent la capacité de se conformer à toute pratique, quel que soit le principe adopté.

- Il faut prévoir des ressources pour permettre aux petits émetteurs de travailler utilement avec les organismes de réglementation à la définition d'une politique ou pratique future.
  - Il faut fixer des étapes stratégiques appropriées pour les petits émetteurs.
- Les consultations sur toute réorientation vers une réglementation proportionnée ou vers une réglementation fondée sur des principes, sur des normes ou sur les résultats doivent être très étendues, de manière à inclure des représentants de tous les intervenants sur le marché, des groupes de défense et des bourses de valeurs.
  - Dans toute réorientation vers la réglementation proportionnée, les intervenants sur le marché doivent examiner les règles et leur incidence sur les différents intervenants.
  - Il faut prévoir un programme visant à informer le public des différents risques associés aux émetteurs soumis à une réglementation proportionnée.
  - Quel que soit le régime retenu, l'évaluation de la réglementation proportionnée doit porter sur les résultats obtenus en fonction d'objectifs clairement définis; elle doit mesurer, entre autres, les progrès réalisés à des étapes bien définies, la culture de conformité, l'efficacité, la facilité de mise en œuvre, la diminution du risque pour les investisseurs et le marché et les bienfaits que retirent les intervenants sur le marché.
    - Les organismes de réglementation doivent élaborer des moyens d'évaluer la conformité si le régime adopté est fondé sur des principes, sur des normes ou sur les résultats.

## **8. Conclusion**

Au Canada, le marché des capitaux présente des caractéristiques particulières qui conditionnent notre réflexion sur la mise en place d'une réglementation proportionnée plus étendue. Plus précisément, le Canada compte un très grand nombre de petites entreprises cotées, et la capitalisation boursière est concentrée dans quatre provinces. Les émetteurs appartiennent surtout aux secteurs de l'extraction minière, des ressources et de la technologie, et une forte proportion des émetteurs sont aussi inscrits à la cote aux États-Unis. Il faut tenir compte de ces caractéristiques particulières dans tout projet de réglementation proportionnée plus étendue.

La réglementation proportionnée pourrait être fondée sur de grands principes semblables à ceux de la FSA. Ces grands principes comprennent les suivants : un émetteur doit exercer ses activités avec intégrité, faire preuve de compétence et de diligence raisonnable dans la conduite de ses affaires et se doter de systèmes de gestion du risque adaptés à sa taille; il doit avoir une conduite conforme à des normes convenables et tenir compte des intérêts de ses investisseurs, de ses créanciers et de ses clients et les traiter équitablement; il doit communiquer tout changement important dans les moindres délais et de façon précise et

facilement accessible; il doit traiter franchement avec les responsables de sa réglementation et coopérer avec eux.

Les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada prévoient déjà, dans leurs normes, une certaine forme de réglementation proportionnée fondée sur le type de marché boursier ou d'émetteurs et, dans le cadre de la recherche d'un consensus, il est possible d'étendre la réglementation proportionnée d'une manière qui tient compte des divergences régionales et de la taille des émetteurs canadiens, des différents secteurs et du stade de développement peu avancé des petits émetteurs lors de leur introduction en Bourse.

Aux fins de la réglementation proportionnée, la distinction entre les émetteurs émergents et les émetteurs non émergents est celle qui semble convenir le mieux, au Canada, vu la forte concentration d'émetteurs canadiens cotés à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance de Toronto. Cependant, dans l'optique d'un tel régime, il faudrait voir s'il n'y a pas des scénarios dans lesquels la taille des petits émetteurs mesurée par leur capitalisation boursière ne serait pas un critère plus approprié pour les dispenser de remplir certaines obligations prévues par la réglementation. Une distinction fondée sur la capitalisation boursière peut permettre un traitement équitable d'émetteurs de taille comparable. Toutefois, comme le laisse entendre l'analyse des critères effectuée par le Comité consultatif sur les petits émetteurs (Advisory Committee on Smaller Public Companies) de la SEC, l'utilisation de plus d'un critère pour définir un « petit émetteur », comme la capitalisation boursière totale de l'entreprise et un paramètre de mesure devant faciliter la réglementation proportionnée, peut occasionner des coûts de transaction considérables. Si cette solution est retenue, il faut prévoir des règles claires et rigoureuses concernant la transition ainsi que la date d'établissement de la capitalisation boursière et la méthode appropriée de calculer celle-ci. Les principes énoncés plus haut donnent à penser qu'il y a de nombreuses façons de moduler les obligations en fonction des petits émetteurs et qu'il peut arriver que plus d'un critère soit utilisé.

Le Canada pourrait peut-être tirer des bienfaits de l'instauration d'un régime semblable à celui du Royaume-Uni qui se distingue par le recours à des conseillers désignés (Nominated Advisors ou Nomads), mais il faudrait tenir compte des coûts occasionnés pour les petits émetteurs canadiens, en raison de leur taille. De plus, il faudrait déterminer le risque de la privatisation de cet aspect de la réglementation. Comme les petits émetteurs canadiens sont à un stade de développement relativement peu avancé lorsqu'ils font un premier appel public à l'épargne, il faudrait, avant d'envisager l'introduction d'un tel régime, évaluer le risque et les bienfaits qu'il présente compte tenu de la taille et de la structure du marché canadien. De plus, comme le nombre d'entreprises étrangères inscrites à la cote au Canada augmente de façon lente, mais constante, il y a lieu d'examiner soigneusement ce que seraient les niveaux acceptables de contrôle interne de la gouvernance et de la conformité.

La présente étude examine différents scénarios de mise en œuvre de la réglementation proportionnée. Des mesures ont déjà été prises pour l'instaurer de manière novatrice et réfléchie dans le cadre du régime de passeport, comme nous l'avons vu en détail à la

partie 5. Une réorientation vers une réglementation davantage axée sur des principes ou sur les résultats permettrait d'étendre la réglementation proportionnée quel que soit le régime adopté. Sous un régime hybride, un organisme de la réglementation pourrait continuer d'élaborer des règles proportionnées d'application nationale, au moment opportun et en tenant compte des besoins et de la participation des régions, dont il est question plus haut<sup>200</sup>. Il faudrait que tous les organismes de réglementation du pays adhèrent à tout nouveau principe ou toute nouvelle norme réglementaire applicables aux petits émetteurs, mais tous les émetteurs pourraient immédiatement choisir de participer au régime de réglementation proportionnée en s'inscrivant auprès de l'organisme de réglementation national. Il en résulterait essentiellement un marché de l'inscription, étant donné que les émetteurs pourraient s'inscrire auprès de l'organisme de réglementation national ou de celui d'une province ou d'un territoire ayant le régime de passeport.

En définitive, la meilleure démarche pour la mise en place d'une réglementation proportionnée plus étendue est celle qui permet un débat public transparent sur les avantages et les inconvénients. Ce débat doit s'inscrire dans une réorientation vers une réglementation axée davantage sur des principes et sur les résultats et dans un cadre permettant une réglementation plus efficace et plus efficiente des marchés boursiers canadiens.

---

<sup>200</sup> Sous ce régime, un organisme de réglementation provincial ou territorial pourrait choisir d'autoriser l'organisme national à se charger de la réglementation et de la surveillance dans la province ou le territoire, dans le cadre d'un régime national, ou choisir de poursuivre ses activités de réglementation dans le cadre d'un régime de passeport.

## 9. Bibliographie

ADVISORY COMMITTEE ON SMALLER PUBLIC COMPANIES. *Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the US Securities and Exchange Commission*, le 23 avril 2006. Consulté à l'adresse <http://www.sec.gov/info/smallbus/acspc/acspc-finalreport.pdf>.

ALBERTA SECURITIES COMMISSION (ASC). *The Alberta Capital Market: A Comparative Overview, 2008 Report*, mai 2008. Consulté à l'adresse <http://www.albertasecurities.com/news/ASC%20Publications/6116/The%20Alberta%20Capital%20Market.pdf>.

ARCOT, Sridhar, Julia BLACK et Geoffrey OWEN. *From Local to Global, The Rise of AIM as a Stock Market for Growing Companies*, septembre 2007. Consulté à l'adresse [www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim).

AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES (ACVM). *Projet de norme canadienne 31-103, Obligations d'inscription*, le 29 février 2008.

AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES (ACVM). *Principes et pratiques relatifs à la vente de produits et services dans le secteur financier*. Consulté à l'adresse [http://www.jointforum.ca/JF-WWWSite/attachment/consultation%20papers/PS/Principles&Practices\(Mar2003\)%20F.pdf](http://www.jointforum.ca/JF-WWWSite/attachment/consultation%20papers/PS/Principles&Practices(Mar2003)%20F.pdf).

BLACK, Julia. « Involving Consumers in Securities Regulation », *Canada Steps Up*, rapport final du Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, 2006, vol. 6, p. 543. Consulté à l'adresse [http://www.tfmsl.ca/docs/V6\(9\)%20Black.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/V6(9)%20Black.pdf).

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION (BCSC). *Another Way Forward for Securities Reform*, présenté au Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, le 14 octobre 2005. Consulté à l'adresse <http://www.tfmsl.ca/Documents/BCSC.pdf>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Observations écrites présentées au Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada*, juin 2008. Consulté à l'adresse [www.bcsc.ca](http://www.bcsc.ca).

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Service Plan 2008-2011*. Consulté à l'adresse [http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/ServicePlan\\_2008-2011.pdf](http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/ServicePlan_2008-2011.pdf).

CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS. *Internal Control – Integrated Framework (COSO Framework)*, publié par The Committee of Sponsoring Organizations (COSO) of the Treadway Commission; *CSA Notice, OSC Bulletin*, le 18 avril 2008, vol. 31, OSCB (Supp. 3).

CARPENTIER, Cécile, Jean-Francois L'HER et Jean-Marc SURET. « Does Securities Regulation Constrain Small Business Finance? An Empirical Analysis », *Small Business Economics*, à paraître, 2008. Consulté à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=1131792>.

CARROLL, Ginger. « Thinking Small: Adjusting Regulatory Burdens Incurred by Small Public Companies Seeking to Comply with the Sarbanes-Oxley Act », *Alabama Law Review*, 2006, vol. 58, p. 443.

CHIU, H. Y. « Can UK Small Businesses Obtain Growth Capital in Public Equity Markets? An Overview of Shortcomings in UK and European Securities Regulation », *Delaware Journal of Corporate Law*, 2003, vol. 3, p. 933-977.

CONDON, Mary, Anita ANAND et Janis SARRA. *Securities Regulation in Canada*, Toronto, Emond Montgomery, 2005.

CONDON, Mary. *L'utilisation des ordonnances d'application d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada*, monographie présentée au Comité des personnes averties, 2003.

COSO ADVISORY TASK FORCE. *Guidance for Smaller Public Companies Reporting on Internal Control over Financial Reporting*.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). « Principles-Based Regulation – Focusing on the Outcomes that Matter », FSA Paper, avril 2007. Consulté à l'adresse [http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/small\\_firms/general/pbr/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/small_firms/general/pbr/index.shtml).

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). « Treating Customers Fairly – Culture », juillet 2007.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). *Handbook*. Consulté à l'adresse <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/Glossary/S>.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). *Regulation and Hedge Funds: An Effective and Proportionate Approach for a Dynamic, International Marketplace*, discours prononcé par Dan Waters, Director, Asset Management Sector Leader and Director of Retail Policy, FSA Asia Hedge Conference, Hong Kong, le 19 octobre 2006. Consulté à l'adresse [http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1019\\_dw.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1019_dw.shtml).

HUFFMAN, J.L. « The Impact of Regulation on Small and Emerging Business », *Journal of Small and Emerging Business Law*, 2000, vol. 4, p. 307-317.

INVESTMENT DEALERS ASSOCIATION. *Establishment and Amendment of IDA Rules to Implement the Core Principles of the Client Relationship Model*. Consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/MarketRegulation/SRO/ida/rr/srr-ida\\_20080229\\_amd-client-relation.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/MarketRegulation/SRO/ida/rr/srr-ida_20080229_amd-client-relation.pdf).

KAMAR, Ehud, Pinar KARACA-MANDIC et Eric TALLEY. « Sarbanes-Oxley's Effects on Small Firms: What is the Evidence? », *USC CLEO Research Paper*, juin 2007, n° C07-9. Consulté à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=993198>.

National Policy 11-202, *Process for Prospectus Reviews in Multiple Jurisdictions* (politique canadienne sur le processus d'examen du prospectus dans plusieurs territoires), entrée en vigueur le 17 mars 2008.

NI 11-202, *Process for Prospectus Reviews in Multiple Jurisdictions* (norme canadienne sur le processus d'examen du prospectus dans plusieurs territoires).

NI 41-101, *General Prospectus Requirements* (norme canadienne sur les obligations générales relatives au prospectus).

NI 43-101, *Standards of Disclosure for Mineral Projects* (norme canadienne sur l'information sur les projets miniers), 2001, telle qu'elle a été modifiée le 30 décembre 2005.

NI 51-101, *Standards of Disclosure for Oil and Gas Activities*, (norme canadienne sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières), 2002, telle qu'elle a été modifiée le 28 décembre 2007.

NI 52-109, *Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings* (norme canadienne sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs) et Policy 52-109CP (politique connexe).

NI 58-101, *Disclosure of Corporate Governance Practices* (norme canadienne sur l'information concernant les pratiques de gouvernance).

ONTARIO SECURITIES COMMISSION (OSC). *Annual Report*, 2007. Consulté à l'adresse <http://www.osc.gov.on.ca/About/AnnualRpt/2008/goal1.html>.

ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *Task Force on Small Business Financing, Final report*, 1996. Consulté à l'adresse [http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op\\_small\\_business.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op_small_business.pdf).

PARKHILL, Rik, co-directeur général intérimaire, Groupe TSX inc., discours, 8<sup>th</sup> Annual Metals and Mining Conference of The New York Society of Security Analysts, le 4 juin 2008. Consulté à l'adresse [http://www.tsx.com/fr/pdf/KeynoteAddress\\_Jun4-08.pdf](http://www.tsx.com/fr/pdf/KeynoteAddress_Jun4-08.pdf).

Policy 41-601, *Capital Pool Companies Amended* (politique modifiée sur les sociétés de capital de démarrage) et *Restated CPC Operating Agreement* (accord reformulé sur les sociétés de capital de démarrage), le 18 avril 2005.

PRITCHARD, Adam. « Well-Know Seasoned Issuers in Canada », étude préparée pour le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, mai 2006.

ROMANO, Roberta. « The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance », *Yale Law Journal*, 2005, vol. 114, p. 1521.

SARRA, Janis. *Modernizing Disclosure in Canadian Securities Law: An Assessment of Recent Developments in Canada and Selected Jurisdictions*, étude préparée pour le Groupe de travail sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

TMX GROUP. *Submission on Request for Comments - Proposed Repeal and Replacement of MI 52-109, Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*, le 28 juin 2007.

WU, Gao Feng, Joanna SHUANG et Jerold ZIMMERMAN. « Unintended Consequences of Granting Small Firms Exemptions from Securities Regulation: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act », Simon School Working Paper No. FR 07-07, avril 2008. Consulté à l'adresse <http://ssrn.com/abstract=1014054>.