

**Mémoire présenté par la Banque du Canada au  
Groupe de travail pour la modernisation  
de la réglementation des valeurs mobilières au Canada**

(26 janvier 2006)

La Banque du Canada apprécie cette occasion qui lui est donnée d'exprimer son point de vue au sujet de questions d'intérêt commun sur lesquelles se penche le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

La Banque approuve entièrement l'objectif du Groupe de travail, qui est de faire bénéficier le Canada d'un marché de capitaux dynamique, équitable, efficient et concurrentiel. Nous pensons qu'un système financier efficient est indispensable à la croissance économique, car il permet aux investisseurs d'obtenir des rendements (corrigés en fonction du risque) optimaux pour leurs placements, et aux entreprises de réduire au minimum les coûts liés à la mobilisation de capitaux. Un système financier efficient contribue à une répartition efficace des ressources et améliore le processus d'établissement du prix des actifs. Ainsi, l'évaluation boursière des projets d'investissement reflète fidèlement les profils risque sous-jacent–rendement de ces derniers, ce qui permet aux épargnants d'allouer leurs ressources financières aux placements correspondant le mieux à leurs préférences en matière de risque et de rendement<sup>1</sup>.

La Banque du Canada cherche notamment à promouvoir la fiabilité, la solidité et l'efficacité des systèmes financiers, au Canada comme à l'étranger, et elle participe à la réalisation de l'objectif d'efficacité de diverses façons. Sa politique monétaire vise à garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, ce qui renforce la confiance des Canadiens et des Canadiennes dans la valeur de leur monnaie, si bien qu'ils n'ont plus à consacrer autant de ressources à se protéger contre l'inflation. La Banque contribue aussi à l'efficacité du système financier en assurant la surveillance générale des grands systèmes de compensation et de règlement des paiements, des titres et des opérations de change et en fournissant des liquidités en période de tension financière<sup>2</sup>. Comme, de ce fait, elle atténue les risques qui menacent la fiabilité et la stabilité du système financier, la Banque rassure les gens quant à la robustesse de ce système, dont elle appuie ainsi l'efficacité. La *Revue du système financier*, qu'elle publie deux fois l'an, a pour but de faire connaître les enjeux liés au système financier, de même que son évolution et ses tendances, et traite des questions ayant une incidence sur sa fiabilité, sa solidité et son efficacité. De plus, la Banque collabore activement avec les participants au marché et les organismes de réglementation à la mise au point et à la promotion d'un système financier efficient. Enfin, elle mène des projets de recherche qui permettent aux pouvoirs publics de prendre des décisions éclairées en vue d'accroître la stabilité et l'efficacité du système financier canadien<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Pour une étude détaillée des marchés efficients, se reporter à l'article de Gregory Bauer intitulé « Typologie de l'efficacité des marchés financiers », paru dans la livraison de décembre 2004 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada.

<sup>2</sup> En sa qualité d'agent financier du gouvernement du Canada, la Banque participe directement aux marchés des titres à revenu fixe et aux marchés des changes. L'efficacité des marchés financiers facilite la réalisation des objectifs de l'État, c'est-à-dire réduire autant que possible les coûts d'émission des titres de créance, ainsi que les coûts et les risques associés à la détention des réserves de change.

<sup>3</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, à Toronto, en Ontario, le 22 septembre 2005.

Le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada se livre à l'analyse d'une série de questions qui intéressent la Banque du Canada, dont l'équilibre coût-efficacité des pratiques actuelles en matière de gouvernance, l'accès aux capitaux, le fardeau réglementaire et les problèmes liés à l'application de la réglementation.

## 1. L'équilibre coût-efficacité des pratiques de gouvernance actuelles

Lorsque la quantité ou la qualité des renseignements pertinents sur les entreprises communiqués aux acteurs du marché présentent de très grandes divergences, il peut en découler des asymétries d'information susceptibles de se traduire par des dysfonctionnements du marché. Par conséquent, afin de rehausser l'efficacité, la réglementation doit être conçue de manière à réduire ces asymétries en favorisant la divulgation de renseignements pertinents. Il importe toutefois que les exigences de divulgation visant l'atténuation des asymétries d'information que comporte cette réglementation présentent des avantages qui l'emportent sur les coûts de conformité.

Dans la foulée des scandales comptables comme ceux d'Enron et de WorldCom, on a accordé trop d'attention à la définition détaillée des modalités de divulgation, plutôt que de se concentrer sur la nature de l'information divulguée. C'est ainsi que les coûts de la communication financière ont augmenté considérablement, particulièrement aux États-Unis, sans que soient réalisés des progrès notables quant à la pertinence de l'information rendue publique<sup>4</sup>.

Prenons, par exemple, la loi Sarbanes-Oxley adoptée aux États-Unis en juillet 2002. Elle établit de nouvelles normes à l'égard des pratiques de gouvernance, de comptabilité et de déclaration de l'information financière pour les entreprises inscrites à la Securities and Exchange Commission (SEC). L'article 404 de cette loi, qui exige la production d'un rapport d'évaluation de la direction et d'un rapport d'attestation des vérificateurs sur l'efficacité du contrôle interne de l'entreprise en matière de déclaration financière, est celui qui suscite la plus vive controverse. Au départ, la SEC avait estimé les coûts d'application de l'article 404 à quelque 1,24 milliard de dollars (soit 91 000 dollars par société)<sup>5</sup>. Or, d'après des observations fragmentaires, ces coûts sont beaucoup plus élevés que prévu, surtout pour les petites sociétés<sup>6</sup>. En mars 2005, l'organisme Financial Executives International a mené une enquête auprès de 217 sociétés cotées en bourse qui affichaient un chiffre d'affaires moyen de cinq milliards de dollars, afin d'estimer les coûts de la conformité à l'article 404. Selon les résultats de l'enquête, ces coûts étaient en moyenne de quelque 4,36 millions de dollars par entreprise, et 94 % des répondants étaient d'avis que les coûts dépassaient les avantages<sup>7</sup>. Des études effectuées par des universitaires semblent également indiquer que les coûts de conformité sont plus élevés qu'on ne l'avait anticipé. L'une d'elles, qui est fréquemment citée et que l'on doit à Zhang (2005), se penche sur les réactions du marché aux mesures législatives prises avant et après la promulgation de la loi Sarbanes-Oxley. L'auteur évalue la totalité des coûts de conformité à environ 1 billion de dollars

---

<sup>4</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant l'Empire Club of Canada et le Canadian Club of Toronto, à Toronto, en Ontario, le 9 décembre 2004.

<sup>5</sup> *Final Rule: Management's Reports on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports*, Securities and Exchange Commission, 5 juin 2003.

<sup>6</sup> Lorie Zorn (2005), « Les nouvelles réglementations en matière de présentation des informations financières aux États-Unis et au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin.

<sup>7</sup> *Sarbanes-Oxley Compliance Costs Exceed Estimates*, Financial Executives International, communiqué du 21 mars 2005.

(les coûts de conformité directs atteignant 260 milliards selon lui)<sup>8</sup>. Une autre étude, réalisée par Carney (2005) et portant sur de plus petites entreprises (chiffre d'affaires brut médian de 25 millions de dollars) conclut que l'observation de la loi Sarbanes-Oxley a accru de 149 % les coûts de conformité totaux de ces entreprises<sup>9</sup>.

Les principes généraux qui sous-tendent cette loi favorisent la bonne gouvernance et de saines pratiques financières, mais le niveau de détail extrême de l'application des règles qu'elle énonce et le fait qu'elle est axée sur le processus plutôt que sur les résultats entraînent pour bon nombre d'entreprises des coûts probablement supérieurs aux avantages que leur procure le système. D'après une étude de l'Institut européen de corporate governance, « les seuls aspects de la loi Sarbanes-Oxley correspondant au résultat qu'on aurait dû atteindre (soit améliorer l'efficacité de la réglementation des valeurs mobilières) sont la hausse des pénalités imposées aux entreprises coupables de fraude et le changement concernant l'identité des personnes qui désignent les vérificateurs externes [traduction]<sup>10</sup> ». Aux termes de la nouvelle loi, les vérificateurs externes sont désignés par le comité de la vérification (lequel comprend uniquement des administrateurs indépendants) et non par le chef de la direction.

Les grandes sociétés canadiennes qui souhaitent accéder aux marchés de capitaux américains n'ont certes pas le choix : elles doivent se conformer à la lettre et à l'esprit de la loi Sarbanes-Oxley<sup>11</sup>. Toutefois, les entreprises plus petites et moins complexes, qui forment la vaste majorité des sociétés cotées au Canada, ne désirent pas nécessairement mobiliser des fonds étrangers. Ainsi, les organismes de réglementation canadiens pourraient-ils être malavisés de leur imposer les mêmes conditions qu'aux grandes entreprises. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) l'ont compris; c'est pourquoi elles ont proposé une application progressive des exigences en matière de contrôle interne suivant la taille de l'entreprise émettrice<sup>12</sup>. De plus, nous appuyons la décision qu'ont prise les ACVM de reporter la mise en application des exigences en matière de déclaration sur les mécanismes de contrôle interne; on aura ainsi plus de temps pour évaluer l'incidence éventuelle sur les entreprises des changements opérés aux États-Unis et pour étudier les commentaires reçus au sujet des normes proposées pendant la campagne de consultation des ACVM<sup>13</sup>.

Il importe que le cadre réglementaire du Canada repose sur des principes fondamentaux équivalents ou supérieurs à ceux d'autres pays. Les lois et leur application doivent toutefois

---

<sup>8</sup> Ivy Xiyang Zhang (2005), *Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, juin.

<sup>9</sup> William Carney (2005), *The Costs of Being Public After Sarbanes-Oxley: The Irony of 'Going Private'*, document de recherche n° 05-4, Emory Law and Economics Research Paper Series, février.

<sup>10</sup> Luigi Zingales (2004), *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, document de travail juridique n° 21-2004, Institut européen de corporate governance, avril.

<sup>11</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, à Toronto, en Ontario, le 22 septembre 2005.

<sup>12</sup> *Règlement 52-111 sur les rapports sur le contrôle interne à l'égard de l'information financière* et l'instruction complémentaire 52-111CP, Autorités canadiennes en valeurs mobilières (sauf la C.-B.), 4 février 2005. La norme de contrôle interne proposée pour les sociétés inscrites à la Bourse de Toronto comportera des exigences semblables à celles qui figurent à l'article 404 de la loi Sarbanes-Oxley, applicables progressivement sur une période de quatre ans selon la capitalisation boursière de l'entreprise.

<sup>13</sup> *Les Autorités en valeurs mobilières modifient l'échéancier du projet de réglementation sur le contrôle interne*, communiqué du 29 juillet 2005 des ACVM. L'échéancier a été prolongé de un an et la norme proposée s'appliquera désormais aux exercices prenant fin le 30 juin 2007 ou à une date ultérieure.

s'accorder aussi bien aux besoins du pays qu'à ses réalités, c'est-à-dire à la grande diversité des entreprises, à la fois en taille et en complexité.

## 2. Fardeau réglementaire

La réglementation doit encourager les comportements appropriés sans imposer un fardeau indu aux participants, du fait de normes trop détaillées ou de coûts de conformité trop élevés. Une réglementation adéquate repose sur trois grands principes. Premièrement, elle doit viser à corriger une défaillance du marché. Deuxièmement, elle doit être efficace. Même lorsqu'elles remarquent un dysfonctionnement du marché, les autorités réglementaires devraient intervenir uniquement si elles ont une chance raisonnable de corriger réellement la défaillance en question. Troisièmement, les avantages de la réglementation doivent être supérieurs aux coûts qu'elle entraîne. En tentant de régler un problème, les autorités doivent éviter d'en créer de plus graves<sup>14</sup>.

Ces principes prennent appui sur de solides facteurs économiques fondamentaux. Cependant, dans les milieux universitaires, certains estiment que les organismes de réglementation font souvent fi des deuxième et troisième principes<sup>15</sup>. Pour régler le problème, on pourrait par exemple exiger que les organismes de réglementation procèdent à des évaluations publiques plus fouillées des coûts et avantages liés aux nouvelles règles.

Il est possible de réduire le fardeau réglementaire en appliquant les règles en fonction de catégories d'émetteurs établies selon les besoins de ces derniers. L'une des catégories pourrait être constituée des grandes entreprises complexes qui souhaitent accéder aux marchés de capitaux internationaux. La réglementation les régissant serait semblable à celle en vigueur à New York ou à Londres. Une autre catégorie regrouperait les petites entreprises spéculatives du secteur des ressources naturelles qui obtiennent habituellement leur financement sur les marchés boursiers canadiens. Une troisième catégorie, située entre les deux premières, pourrait réunir la majorité des entreprises canadiennes à moyenne capitalisation qui choisissent d'accéder seulement aux marchés de capitaux nationaux et sont très souvent plus petites et moins complexes que les entreprises américaines comparables<sup>16</sup>. Ainsi, les petites entreprises dotées d'une structure plus simple n'auraient pas à subir un fardeau réglementaire complexe conçu plutôt pour les grandes entreprises.

Il convient de souligner toutefois que différentes catégories de sociétés coexistent dans toutes les grandes administrations et que, de l'une à l'autre, les besoins des investisseurs sont semblables. Par conséquent, si la taille et la complexité des entreprises doivent entrer en ligne de compte dans l'application des règlements (pour respecter l'équilibre coûts-avantages), il n'y a pas lieu d'adapter ces derniers en fonction de la province ou du territoire de l'émetteur ou de l'investisseur. Le Canada doit plutôt se munir de lois et de règlements uniformes, fondés sur des

---

<sup>14</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, à Toronto, en Ontario, le 22 septembre 2005.

<sup>15</sup> Luigi Zingales (2004), *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation*, document de travail juridique n° 21-2004, Institut européen de corporate governance, avril. D'après l'auteur, la création d'un organisme gouvernemental distinct mandaté pour évaluer les coûts et les avantages découlant de toute nouvelle réglementation préviendrait les problèmes. L'objectif de cet organisme, écrit-il, serait de « préserver la concurrence et la venue de nouveaux participants sur le marché [traduction] ».

<sup>16</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, à Toronto, en Ontario, le 22 septembre 2005.

principes identiques pour tous<sup>17</sup>. Les entreprises qui exercent leurs activités dans plus d'une administration porteront un fardeau moins lourd une fois éliminés les coûts entraînés par les chevauchements et les divergences réglementaires entre administrations.

### 3. L'accès aux capitaux

Les entreprises canadiennes devraient avoir accès aux capitaux dont elles ont besoin, dans des marchés leur offrant une panoplie complète d'instruments de couverture des risques. Les marchés de capitaux jouent un rôle déterminant dans la répartition du capital et des risques. Pour qu'ils puissent s'acquitter efficacement de ce rôle, et permettre ainsi aux entreprises d'avoir accès à des capitaux à faible coût, ils doivent toutefois fonctionner de manière efficiente.

D'après les recherches menées à la Banque du Canada, « les marchés de capitaux du Canada sont relativement efficaces pour un pays de cette taille, mais ils sont moins diversifiés que le marché américain, qui est plus vaste »<sup>18</sup>. De nouvelles catégories d'actifs ont été créées pour répondre aux besoins des entreprises et des investisseurs canadiens. Les travaux de la Banque indiquent également que le marché des titres d'État au Canada réagit aux nouvelles macroéconomiques de manière similaire au marché des bons du Trésor américain, qui est très liquide, ce qui porte à croire que la qualité de ces marchés serait adéquate<sup>19</sup>. Toutefois, les marchés de capitaux canadiens sont bien plus petits que ceux des États-Unis, de l'Europe et du Japon. Si nous voulons demeurer efficaces et concurrentiels, nous devons continuer de créer de nouveaux marchés, instruments et bassins de capitaux, et d'en élargir l'accès.

Il importe également de prendre en considération que les marchés de capitaux canadiens ne fonctionnent pas en vase clos puisqu'ils sont une composante du système financier mondial, et les entreprises et les investisseurs canadiens sont actifs sur les marchés internationaux, en particulier celui des États-Unis. Par exemple, nos sociétés se procurent environ la moitié de leur financement sur les marchés américains, soit parce qu'il est facile d'y placer de grosses émissions, soit parce qu'elles souhaitent abaisser le coût de leurs fonds propres ou encore se couvrir contre les variations de la valeur de leurs revenus ou actifs libellés en dollars É.-U. De même, les entreprises canadiennes ayant une note de crédit inférieure se tournent vers le marché américain des titres à rendement élevé, le plus important à l'échelle mondiale. Les sources de financement extérieures sont donc importantes si l'on en juge par le large recours des entreprises canadiennes aux marchés américains de capitaux<sup>20</sup>. Il est donc essentiel de tenir compte du rôle que joue la réglementation canadienne des valeurs mobilières dans les décisions des entreprises de se financer au pays ou à l'étranger.

Les nouvelles technologies peuvent aussi contribuer fortement à réduire les coûts de transaction et, par le fait même, rendre les marchés de capitaux plus efficaces et plus liquides. Les systèmes de négociation électroniques peuvent améliorer l'efficacité des opérations et favoriser la mise en commun de l'information, d'où une négociation plus rapide, une

---

<sup>17</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, à Toronto, en Ontario, le 22 septembre 2005.

<sup>18</sup> Scott Hendry et Michael King (2004), « L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été.

<sup>19</sup> Chris D'Souza et Charles Gaa (2004), *The Effect of Economic News on Bond Market Liquidity*, document de travail n° 2004-16, Banque du Canada.

<sup>20</sup> Scott Hendry et Michael King (2004), « L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été.

concurrence accrue et, par conséquent, des coûts de transaction moindres<sup>21</sup>. Bien que l'évolution de ces systèmes ait eu tendance à être plus lente au Canada qu'aux États-Unis et en Europe, des progrès ont été accomplis ces deux dernières années avec la mise en place de nouveaux systèmes de négociation électroniques, notamment dans les marchés des titres à revenu fixe. La réglementation des valeurs mobilières, si elle est structurée judicieusement, peut jouer un rôle important dans l'avancement de ce secteur, dans la mesure où elle ne restreint pas l'innovation et la concurrence.

En dernier lieu, nous tenons à signaler au Groupe de travail que, selon un nombre grandissant d'études, l'efficacité de la réglementation des valeurs mobilières d'un pays donné exerce systématiquement une influence déterminante sur le coût du capital pour les entreprises de ce pays. Ainsi, de récents travaux de recherche universitaires montrent que, dans les pays qui appliquent des règles de divulgation financière plus poussées et les font respecter plus rigoureusement qu'ailleurs, le coût des capitaux propres est sensiblement plus bas, soit de l'ordre de 30 à 700 points de base suivant la méthode de calcul utilisée<sup>22</sup>.

#### **4. Problèmes liés à l'application de la réglementation**

Même s'il est bien conçu, aucun cadre réglementaire ne pourra favoriser l'efficacité des marchés s'il n'est pas assorti de procédures de conformité vigoureuses et d'une mise en application efficace.

Aux États-Unis, un certain nombre de poursuites d'envergure ont été engagées par les organismes de réglementation des valeurs mobilières en vertu des lois contre les délits d'initiés et elles ont donné lieu à de lourdes amendes, voire à des peines d'emprisonnement; au Canada, toutefois, on ne semble pas retrouver la même efficacité dans l'application de la loi. Par exemple, en examinant le déroulement de programmes de rachat d'actions et les opérations effectuées par des initiés au moment d'annonces importantes, McNally et Smith (2003), ont relevé des preuves d'infractions concernant des délits d'initiés et la déclaration des transactions<sup>23</sup>. Le Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada observe une certaine incohérence dans les pouvoirs d'application et dans les sanctions entre les provinces, la même conduite pouvant entraîner des sanctions très différentes, selon l'administration dans laquelle elle a eu lieu ou fait l'objet d'une poursuite<sup>24</sup>. Des recherches menées à la Banque du Canada qui constatent que les actions des sociétés cotées au pays se négocient à des cours moins élevés que celles de sociétés similaires cotées aux États-Unis établissent un lien entre cette observation et la perception d'une application laxiste de la réglementation au Canada<sup>25</sup>. Plusieurs chercheurs ont avancé qu'en s'inscrivant à une bourse américaine, les entreprises étrangères voient la valeur de leurs actions augmenter parce qu'elles sont alors soumises à une surveillance plus stricte de la

---

<sup>21</sup> Les innovations techniques peuvent aussi, en principe, réduire les coûts qu'entraîne la conformité à la réglementation.

<sup>22</sup> Voir, par exemple, Luzi Hail et Christian Leuz (2003), *International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?*, document de travail juridique n° 16-2003, Institut européen de corporate governance, novembre, et Utpal Bhattacharya et Hazem Daouk (2002), « The World Price of Insider Trading », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 1, février.

<sup>23</sup> William McNally et Brian Smith (2003), « Do Insiders Play by the Rules? », *Analyse de politiques*.

<sup>24</sup> Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, ministère des Finances, 2003.

<sup>25</sup> Michael King et Dan Segal (2003), *Valuation of Canadian- vs. U.S.-Listed Equity: Is There a Discount?*, document de travail n° 2003-06, Banque du Canada.

Securities and Exchange Commission et à un examen public plus approfondi de la part des investisseurs et des analystes américains<sup>26</sup>.

L'application efficace de la réglementation suppose que les participants aux marchés soient surveillés de manière appropriée et, s'ils enfreignent les règles, qu'ils fassent l'objet de poursuites et que des peines adéquates leur soient imposées. Un cadre réglementaire s'appuyant sur des normes élevées en matière de surveillance, de poursuites et d'imposition de peines incite les entreprises à se conformer aux règles, ce qui, au bout du compte, accroît la crédibilité du cadre et la confiance des investisseurs dans les marchés financiers<sup>27</sup>. Il est donc indispensable que soit mise en place, à l'échelle provinciale, nationale et internationale, une approche concertée des autorités de réglementation des valeurs mobilières, des organismes d'autorégulation et d'application de la loi ainsi que d'autres acteurs du système juridique touchant la surveillance, les enquêtes et les sanctions des comportements inappropriés.

Selon une étude réalisée par Puri (2005) sur l'application de la réglementation au Canada, la structure actuelle de la réglementation canadienne bénéficierait d'une meilleure coordination et d'une plus grande coopération en ce qui a trait à la formulation des politiques et des priorités en matière d'application de la loi. Puri soutient qu'il faudrait concevoir un système selon lequel les sanctions imposées par la commission des valeurs mobilières d'une administration donnée seraient reconnues par toutes les autres administrations au Canada. Elle propose également que les autorités de réglementation des valeurs mobilières déterminent, justifient et rendent publics les facteurs dont elles tiennent compte pour décider des mesures coercitives à prendre.

L'auteure recommande en outre que les autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières continuent d'intensifier leurs efforts de publication des mesures qu'elles ont prises, en raison de l'effet dissuasif de ce procédé. Toutefois, elles devraient en plus faire office de facilitateur et aider les investisseurs à obtenir un dédommagement pour les préjudices subis sur les marchés financiers. Autrement dit, elles devraient accroître la capacité des investisseurs de faire respecter, à titre privé, leurs contrats.

Ces recommandations signifient que l'application efficace des lois incombe non seulement aux organismes de réglementation des valeurs mobilières, mais aussi aux autorités responsables du droit pénal, dont les corps policiers, les procureurs de la Couronne et le système judiciaire. Dans le passé, le manque de ressources et d'expertise a été invoqué pour expliquer pourquoi les auteurs de crimes financiers étaient si rarement traduits en justice<sup>28</sup>. À cet égard, il est encourageant de constater que les organismes d'application de la loi et le gouvernement fédéral ont durci leurs positions. La création des équipes intégrées de la police des marchés financiers par le gouvernement fédéral en 2002 fait partie de ces initiatives. Ces équipes formées d'enquêteurs de la GRC, de conseillers juridiques et de juricomptables ont pour tâche de « mieux

---

<sup>26</sup> Voir à ce sujet John Coffee (1999), « The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications », *Northwestern University Law Review*, vol. 93, n° 3, et René Stulz (1999), « Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 26. Pour un exposé des données indiquant que l'évaluation boursière des sociétés canadiennes cotées à la fois au pays et aux États-Unis est supérieure à celle d'entreprises canadiennes similaires cotées exclusivement à la Bourse de Toronto, voir Michael King et Dan Segal (2004), *International Cross-Listing and the Bonding Hypothesis*, document de travail n° 2004-17, Banque du Canada.

<sup>27</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, à Toronto, en Ontario, le 22 septembre 2005.

<sup>28</sup> Poonam Puri (2005), *Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets*, Capital Markets Institute, décembre.

protéger les marchés financiers du Canada par la détection et la prévention des fraudes graves sur les marchés financiers et dans les entreprises »<sup>29</sup>.

Puri (2005) exhorte les magistrats canadiens à reconnaître la gravité des crimes d'entreprise et leur incidence sur les Canadiens et l'économie du pays. Elle souligne que la prévention des actes illicites passe par une meilleure compréhension et application de la théorie économique par les juges dans la détermination des sanctions que ceux-ci imposent aux entreprises contrevenantes. L'Institut national de la magistrature, qui « se consacre à élaborer et à présenter des programmes de formation destinés aux juges fédéraux, provinciaux et territoriaux », peut jouer un rôle important dans la poursuite de cet objectif<sup>30</sup>. La Banque du Canada explore diverses possibilités de recourir à l'Institut pour fournir au milieu judiciaire un juste dosage d'information sur le rôle de la Banque et des billets de banque dans l'économie canadienne, et sur le préjudice, économique et social, que causent le faux-monnayage et les crimes financiers.

La Banque se préoccupe particulièrement de la *perception* des participants aux marchés selon laquelle les lois canadiennes relatives aux délits d'initiés ne seraient pas appliquées aussi strictement qu'elles pourraient l'être<sup>31</sup>. Selon Puri (2005), les *perceptions des investisseurs*, surtout américains, à propos de l'efficacité de l'application de la réglementation au Canada revêtent de l'importance, et il faut se pencher sur cette question en raison de la mobilité accrue des capitaux dans l'économie mondiale actuelle<sup>32</sup>. Si nous voulons améliorer l'efficacité de notre cadre réglementaire, il est impératif que la loi soit appliquée correctement au Canada, et perçue comme telle<sup>33</sup>.

---

<sup>29</sup> Internet : [http://www.rcmp-grc.gc.ca/imets/imets-faq\\_f.htm](http://www.rcmp-grc.gc.ca/imets/imets-faq_f.htm).

<sup>30</sup> Site Web de l'Institut national de la magistrature : [http://www.nji.ca/nji/index\\_fr.cfm](http://www.nji.ca/nji/index_fr.cfm).

<sup>31</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, à Toronto, en Ontario, le 22 septembre 2005. À ce sujet, voir également *Délits d'initiés au Canada : Recommandations en matière de prévention, de dépistage et de dissuasion*, Groupe de travail sur les délits d'initiés, octobre 2003. Dans ce rapport, on indique qu'« il existe une perception publique que les délits d'initiés sont généralisés et prennent de l'ampleur sur les marchés canadiens » et que « même si de nombreux cas présumés de délits d'initiés sont recensés par la surveillance des marchés, il y a eu très peu de mesures d'application qui ont abouti ».

<sup>32</sup> Poonam Puri (2005), *Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets*, Capital Markets Institute, décembre.

<sup>33</sup> Discours prononcé par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, à Toronto, en Ontario, le 22 septembre 2005.