

**LA RÉPONSE DU CANADA À LA
LOI AMÉRICAINE SARBANES-OXLEY DE 2002 :
NOUVELLES ORIENTATIONS POUR
LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE**

Tara Gray
Division de l'économie

Le 4 octobre 2005

Le Service d'information et de recherche parlementaires de la Bibliothèque du Parlement travaille exclusivement pour le Parlement, effectuant des recherches et fournissant des informations aux parlementaires et aux comités du Sénat et de la Chambre des communes. Entre autres services non partisans, elle assure la rédaction de rapports, de documents de travail et de bulletins d'actualité. Les analystes peuvent en outre donner des consultations dans leurs domaines de compétence.

**THIS DOCUMENT IS ALSO
PUBLISHED IN ENGLISH**

TABLE DES MATIÈRES

	Page
INTRODUCTION	1
RÉFORMES RÉCENTES DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE AUX ÉTATS-UNIS	1
A. Aperçu de la Loi Sarbanes-Oxley de 2002	1
B. Évaluation de l'efficacité de la Loi Sarbanes-Oxley	4
LA RÉPONSE DU CANADA	5
A. Le contexte canadien.....	6
B. La réforme réglementaire : un processus permanent	9
CONCLUSION	12



CANADA

LIBRARY OF PARLIAMENT
BIBLIOTHÈQUE DU PARLEMENT

LA RÉPONSE DU CANADA À LA LOI AMÉRICAINE SARBANES-OXLEY DE 2002 : NOUVELLES ORIENTATIONS POUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

INTRODUCTION

Le présent document traite de la réponse du Canada à la *Sarbanes-Oxley Act of 2002* (Loi Sarbanes-Oxley de 2002, ci-après : SOA) des États-Unis et aux règles connexes adoptées par les organismes américains de réglementation des bourses et du commerce des valeurs mobilières.

La SOA a apporté des modifications considérables à la gouvernance et à l'obligation de divulguer des sociétés cotées en bourse aux États-Unis. Pour assurer une certaine compatibilité entre les deux pays et la compétitivité du Canada, les organismes réglementaires canadiens ont dû adopter des mesures semblables. La réponse du Canada a toutefois été déterminée par les conditions uniques de son marché intérieur. Les organismes réglementaires canadiens ont aussi tiré profit de l'expérience des États-Unis depuis 2002, évitant ainsi bon nombre des difficultés rencontrées par leurs homologues américains. Au Canada, la plupart des nouvelles dispositions réglementaires découlant des réformes sont entrées en vigueur au milieu de 2005. Les autres seront mises en place progressivement au cours des prochaines années.

RÉFORMES RÉCENTES DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE AUX ÉTATS-UNIS

A. Aperçu de la Loi Sarbanes-Oxley de 2002

La SOA a été déposée au lendemain d'une série de grands scandales impliquant des entreprises, comme Enron, WorldCom, Global Crossing et Tyco, ainsi que plusieurs cabinets de vérificateurs importants, dont Arthur Andersen. À cause de ces scandales, des entreprises et des investisseurs américains ont essuyé des pertes de plusieurs centaines de milliards de dollars.

Des faillites d'entreprises et la forte dépréciation de certaines actions ont été suivies de reportages sur la rémunération excessive de dirigeants, des délits d'initiés et des lacunes systématiques dans la surveillance qui aurait dû être exercée par les cadres et les conseils d'administration, lacunes qui ont finalement conduit à une vague de poursuites criminelles très médiatisées de dirigeants d'entreprises.

En guise de réaction à ces scandales, la SOA a apporté des changements radicaux à la gouvernance et à l'obligation de divulguer des sociétés cotées en bourse aux États-Unis. Son premier objectif était de rétablir rapidement la confiance des investisseurs dans les marchés et son deuxième, de prévenir d'autres cas de fraude par des entreprises. À cette fin, ses dispositions visaient à accroître la responsabilisation des dirigeants, à améliorer la divulgation par les entreprises, à imposer de nouvelles normes et responsabilités aux comités de vérification, à accroître les pouvoirs de surveillance des vérificateurs et à limiter les conflits d'intérêts, à augmenter la responsabilité en cas d'actes répréhensibles et à éliminer les conflits d'intérêts chez les analystes financiers. La SOA ne traçait toutefois que les grandes lignes de la réforme; la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC) et les bourses elles-mêmes devaient en appliquer les nombreux détails par voie réglementaire.

Une des dispositions les plus importantes de la SOA crée le Public Company Accounting Oversight Board, dont le but est de prévenir les pratiques de vérification abusives telles que celles constatées chez Enron. Cet organisme enregistre et surveille tous les cabinets d'expertise comptable qui vérifient les états financiers des sociétés ouvertes, enquête sur leurs activités, leur impose au besoin des sanctions et établit les normes qu'ils doivent respecter. La SOA fixe d'autres grandes conditions à observer dans ce domaine, notamment d'importantes restrictions concernant les vérificateurs des sociétés ouvertes. Par exemple, elle leur impose de nouvelles normes d'indépendance, eu égard au fait que la vérification des états financiers d'Enron par Arthur Anderson peut avoir été compromise parce que ce cabinet fournissait à la fois des services de vérification et de consultation à cette compagnie.

La SOA n'a pas comme unique cible les vérificateurs comptables. Elle comporte aussi tout un éventail de dispositions sur la gouvernance des entreprises. Par exemple, elle élargit le rôle et les responsabilités du comité de vérification du conseil d'administration des sociétés ouvertes, et prévoit des mécanismes pour empêcher la haute direction d'en contrôler les membres. Par ailleurs, la SOA prévoit qu'au moins un des membres du comité de vérification doit avoir la désignation d'expert financier qualifié.

Bon nombre de ces réformes ont soulevé la controverse. Une des dispositions les plus contestées exige que les présidents-directeurs généraux (PDG) et directeurs financiers des sociétés ouvertes attestent personnellement de l'exactitude des divers rapports financiers, exigence assortie de sanctions pénales sérieuses en cas de fausse attestation. En outre, si une société ouverte procède à un retraitement de ses états financiers, son PDG et son directeur financier pourraient être obligés de renoncer à leurs primes de rendement ou aux profits réalisés par la vente d'actions de cette société pendant une période d'un an. La SOA interdit aussi les nouveaux prêts aux administrateurs et aux dirigeants. Une autre disposition controversée – l'article 404, considéré comme le plus onéreux sur le plan financier – oblige les sociétés ouvertes à documenter et à contrôler leurs processus de comptabilité financière pour s'assurer que leurs rapports financiers sont exacts.

En plus des réformes visant à renforcer le régime de gouvernance des entreprises, la SOA introduit une nouvelle série d'obligations en matière de divulgation d'information. Par exemple, une entreprise doit signaler « rapidement et sans délai » tout changement important concernant sa situation financière. De plus, la SOA crée de nouvelles infractions fédérales en matière d'entrave à la justice et de fraude en valeurs mobilières ou élargit les infractions existantes. La peine d'emprisonnement maximale pour certaines infractions aux lois sur les valeurs mobilières a ainsi doublé, passant de 10 à 20 ans, et l'amende maximale imposée à une compagnie qui en est reconnue coupable est passée de 2,5 à 25 millions de dollars. Pour réprimer davantage la fraude dans les entreprises, la SOA prévoit une meilleure protection des dénonciateurs : aucune compagnie ne peut congédier, rétrograder, suspendre, menacer ou traiter de manière discriminatoire un employé qui, conformément à la loi, a fourni de l'information sur un cas présumé de fraude⁽¹⁾.

Au total, la SOA et la réglementation connexe adoptée par la SEC et les bourses comptent plus d'une centaine de dispositions importantes⁽²⁾.

(1) *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, art. 806.

(2) Pour un exposé détaillé sur la SOA, voir Margaret Smith, *La Sarbanes-Oxley Act of 2002 aux États-Unis : Réformer la gouvernance et le régime déclaratif des entreprises*, PRB 02-42F, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, 4 novembre 2002.

B. Évaluation de l'efficacité de la Loi Sarbanes-Oxley

Trois ans après l'adoption de la SOA, les organismes réglementaires et les observateurs des marchés aux États-Unis ne font que commencer à évaluer son efficacité. Parce qu'il s'agit nettement d'un long processus, de nombreux observateurs pensent qu'il est peut-être trop tôt pour déterminer si les réformes ont atteint les objectifs visés, ou si les avantages qu'elles procurent compenseront largement ce qu'elles auront coûté.

Une des premières critiques formulées à l'égard de la SOA était qu'elle a été élaborée à la hâte et mise en œuvre trop rapidement. Cette situation a provoqué de l'incertitude et de la confusion au sein des entreprises pendant qu'elles tentaient de comprendre leurs nouvelles obligations. Parfois, celles-ci n'étaient pas claires, car les règles devenaient exécutoires avant que la SEC ou les bourses en aient fourni une interprétation détaillée. Par exemple, dans le cas de l'attestation des états financiers, les PDG et les directeurs financiers devaient répondre personnellement de ces attestations avant que la SEC en ait donné la signification ou l'interprétation exacte. En 2005, la SEC a réagi à ces critiques en fournissant des éclaircissements relativement à la réglementation initiale et a promis de procéder à d'autres consultations visant à l'améliorer.

Par ailleurs, le fardeau réglementaire excessif imposé par les réformes demeure une source de préoccupation. Selon l'organisme Financial Executives International, qui a fait un sondage auprès de 217 compagnies ayant des revenus moyens de plus de cinq milliards de dollars, le coût d'observation de la réglementation était en moyenne de 4,36 millions. Ce sondage a aussi indiqué que les coûts réellement supportés par les compagnies pour se conformer à la réglementation dépassaient les prévisions des compagnies d'environ 39 p. 100. Une autre étude a déterminé que le coût cumulatif assumé par le secteur privé à ce chapitre se chiffrait à 1,4 billion de dollars⁽³⁾. D'après les estimations, le coût d'observation du seul article 404 (contrôles internes) a coûté plus de 30 milliards de dollars aux entreprises américaines⁽⁴⁾.

Certaines dépenses correspondaient à des coûts de mise en œuvre ponctuels. Toutefois, les coûts d'observation de la SOA sont élevés et représentent un fardeau financier considérable, surtout pour les petites entreprises et les industries émergentes, qui ont été touchées

(3) « A price worth paying? », *The Economist*, vol. 375, n° 8427, 21 mai 2005, p. 71 à 73.

(4) Amey Stone, « SOX: Not So Bad After All? », *BusinessWeek Online*, 1^{er} août 2005.

de manière disproportionnée. Cette situation est en voie de changer, parce que les organismes réglementaires commencent à écouter ceux qui demandent une interprétation moins rigide de la réglementation. La SEC discute aussi de réformes visant précisément à alléger le fardeau réglementaire et bureaucratique imposé aux petites entreprises.

On ne fait que commencer à se rendre compte des coûts cachés de la SOA. Il semblerait que des entreprises étrangères, y compris un bon nombre de compagnies canadiennes, se retirent des bourses américaines ou décident de ne pas s'y inscrire en raison de cette loi. La Bourse de New York signale que le taux d'inscriptions étrangères a diminué depuis l'adoption de la SOA, passant de 50 à 60 (les compagnies européennes en représentaient environ le tiers) par an avant son adoption à 16 (dont seulement deux compagnies européennes) en 2003⁽⁵⁾. Dans d'autres cas, des entreprises décident de ne pas se transformer en société ouverte pour éviter les coûts d'observation⁽⁶⁾. Plusieurs observateurs des marchés croient en outre que la nouvelle réglementation, notamment les dispositions visant à accroître la responsabilité personnelle des directeurs et des dirigeants, décourage la prise de risques ainsi que d'autres formes d'entrepreneuriat.

En revanche, les avantages des réformes deviennent aussi de plus en plus évidents. L'article 404, qui vise à renforcer les contrôles internes, met en place des conditions qui pourraient permettre d'accroître la rigueur des rapports financiers et de prendre de meilleures décisions d'investissement – des améliorations notées par l'agence de cotation Moody's. Néanmoins, des universitaires et des économistes soulignent qu'il leur faudra plus de preuves concrètes que la SOA fonctionne avant qu'ils ne se prononcent sur sa valeur.

LA RÉPONSE DU CANADA

Les changements apportés au Canada s'inspirent largement des dispositions de la SOA et de la réglementation connexe, mais la réponse canadienne a été adaptée en fonction des différences structurelles et philosophiques considérables qui existent entre les marchés financiers des deux pays. L'approche plus mesurée du Canada à l'égard de l'application de ses mesures a

(5) Le 15 décembre 2005, Air China, une société chinoise, a décidé de s'inscrire à la Bourse de Londres plutôt qu'à la Bourse de New York. Les observateurs du secteur industriel croient qu'elle a pris cette décision pour éviter les fardeaux de la SOA.

(6) « 404 Tonnes of Paper », *The Economist*, vol. 373, n° 8406, 18 décembre 2004, p. 116.

aussi permis aux organismes réglementaires canadiens de tirer des enseignements de l'expérience américaine.

A. Le contexte canadien

En 2002, les organismes canadiens de réglementation du commerce des valeurs mobilières ont senti d'énormes pressions s'exercer sur eux pour qu'ils adoptent des réformes analogues à celles réalisées aux États-Unis afin de maintenir la confiance des investisseurs dans le système de réglementation canadien ainsi que l'intégrité des marchés financiers du pays. Toutefois, il semblait moins urgent de le faire au Canada, puisqu'à l'époque le pays n'avait pas encore connu de fraude d'entreprise aussi grave qu'aux États-Unis. Néanmoins, les organismes de réglementation canadiens ont profité de l'occasion fournie par la SOA pour introduire des réformes, attendues depuis longtemps, aux lois régissant les entreprises et les valeurs mobilières.

En outre, ces organismes étaient convaincus que des réformes semblables à celles mises en œuvre aux États-Unis s'imposaient pour préserver l'accès préférentiel du Canada aux marchés américains⁽⁷⁾, une nécessité capitale pour les grands émetteurs de titres du pays. Les entreprises canadiennes représentent le plus grand groupe de sociétés étrangères cotées en bourse aux États-Unis : environ 15 p. 100 des sociétés inscrites à la Bourse de Toronto le sont aussi aux États-Unis. Au total, 180 entreprises canadiennes étaient aussi cotées à la Bourse de New York, à l'American Stock Exchange ou au NASDAQ à la fin de 2003⁽⁸⁾.

Puisque la plupart des entreprises cotées en bourse dans les deux pays étaient déjà assujetties aux exigences américaines, les organismes canadiens de réglementation se sont retrouvés dans une situation où il fallait répondre à la fois aux besoins divergents des grandes sociétés émettrices canadiennes cotées en bourse aux États-Unis et des petites sociétés canadiennes, plus nombreuses et cotées en bourse uniquement au Canada. Des exigences contradictoires seraient inacceptables pour les compagnies cotées dans les deux pays, sauf si la

(7) Le Canada-U.S. Multi-jurisdictional Disclosure System permet aux sociétés ouvertes admissibles du Canada d'accéder aux marchés boursiers américains en utilisant des documents d'information canadiens (qui ne sont soumis qu'à l'examen des organismes canadiens de réglementation du commerce des valeurs mobilières), et ce, sans être assujetties au système américain d'enregistrement et de rapport.

(8) Scott Hendry et Michael R. King (directeur et directeur adjoint de la recherche, respectivement, département des Marchés financiers), « L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été 2004.

réglementation américaine prévoyait des exemptions appropriées pour les émetteurs privés étrangers. Des exigences identiques seraient pour ainsi dire superflues si les petits émetteurs canadiens en étaient dispensés⁽⁹⁾.

Pour choisir les réformes américaines à adopter, les organismes de réglementation devaient également tenir compte des différences considérables entre les marchés financiers des deux pays. Premièrement, le Canada – contrairement aux États-Unis – n’a pas de commission nationale des valeurs mobilières. Au Canada, la réglementation des valeurs mobilières relève des gouvernements provinciaux et territoriaux, qui ont chacun leurs propres lois et organismes de réglementation. Pour que cette réglementation soit uniforme d’un océan à l’autre – condition essentielle pour son harmonisation avec les réformes américaines –, il faudrait que les 13 autorités réglementaires s’entendent pour l’uniformiser et prennent les mesures nécessaires pour y arriver⁽¹⁰⁾. La situation était d’autant plus compliquée que les autorités provinciales ont souvent des points de vue très différents sur la réglementation des marchés, ce qui ralentit encore plus la mise en place de réformes à l’échelle nationale.

Deuxièmement, il y a au Canada un pourcentage beaucoup plus élevé de sociétés ouvertes ayant un actionnaire dominant qu’aux États-Unis. Selon la Bourse de Toronto, plus de 25 p. 100 des 300 plus grandes compagnies qui y sont cotées ont un actionnaire dominant, et entre un cinquième et un quart des entreprises canadiennes émettent des actions à droit de vote restreint ou subalterne⁽¹¹⁾.

Certains se sont vivement opposés à ce que le Canada adopte des réformes qui augmenteraient la proportion requise d’administrateurs indépendants au sein des conseils d’administration des sociétés ouvertes canadiennes et imposeraient des restrictions concernant les membres siégeant aux comités de vérification. Ces mesures, ont indiqué ces détracteurs, seraient inapplicables au Canada, parce que les actionnaires dominants veulent être représentés

(9) Christopher C. Nicholls, *The Canadian Response to Sarbanes-Oxley*, Toronto, Capital Markets Institute, janvier 2003.

(10) Les autorités de réglementation coordonnent leurs activités grâce aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières, forum permettant d’harmoniser la réglementation des valeurs mobilières d’un bout à l’autre du pays. Étant donné la prééminence de la Bourse de Toronto, la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario est généralement considérée comme l’autorité de réglementation principale au Canada, et c’est elle qui est habituellement à la tête des efforts visant la réforme.

(11) Pour un exposé plus détaillé, voir Tara Gray, *Structures à deux catégories d’actions et pratiques exemplaires en matière de gouvernance d’entreprise*, PRB 05-26F, Ottawa, Service d’information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, 18 août 2005.

au sein du conseil d'administration ou en nommer les membres. L'indépendance obligatoire du comité de vérification serait particulièrement difficile à obtenir si elle devait empêcher les administrateurs associés à l'actionnaire dominant d'une société ouverte de faire partie du conseil d'administration. Les petites sociétés ouvertes canadiennes seraient vraiment désavantagées, puisque le nombre d'administrateurs qualifiés qui seraient disposés à siéger au conseil d'administration est déjà limité. Par conséquent, beaucoup ont demandé l'assouplissement des règles pour les petites sociétés émettrices.

La troisième différence est que bon nombre de sociétés ouvertes canadiennes présentent une capitalisation boursière relativement faible. Les entreprises canadiennes se transforment souvent en sociétés ouvertes plus tôt dans leur développement que leurs homologues américaines. Par conséquent, de nombreuses compagnies canadiennes sont très petites par rapport à la norme américaine. Les opposants à l'harmonisation des réglementations canadienne et américaine craignaient que les intérêts financiers de ces petites compagnies soient sacrifiés à cette harmonisation. Pour ces petites compagnies, l'observation d'une réglementation inspirée de la SOA constituerait un fardeau financier et administratif écrasant et insupportable.

Les participants au marché et les organismes de réglementation ont débattu l'adoption d'un système à l'américaine fondé sur des règles. Dans bien des cas, les organismes de réglementation canadiens hésitent à imposer une réglementation, préférant favoriser la bonne gouvernance des entreprises au moyen de directives et de normes volontaires concernant les pratiques exemplaires. Nombre de participants étaient d'avis que l'approche américaine fondée sur des règles a encouragé la « recherche d'échappatoires », une mentalité malsaine qui milite contre le développement d'une culture axée sur l'observation qui, selon eux, décrit mieux l'environnement réglementaire canadien, qui s'appuie sur des principes⁽¹²⁾. On estimait que les organismes de réglementation canadiens devaient établir des principes généraux en matière de divulgation, de responsabilité et de transparence qui permettraient aux entreprises d'exercer leur jugement quant aux mesures concrètes à prendre pour adhérer à ces principes. L'argument voulait qu'un règlement particulier ne puisse pas tenir compte de la situation particulière de toutes les compagnies et se traduise donc par des exigences bureaucratiques inutiles.

(12) Nicholls (2003).

B. La réforme réglementaire : un processus permanent

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), de concert avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), ont lancé en 2003 de vastes consultations basées sur la publication d'une série de projets d'instruments visant à tenir compte de la plupart des principales dispositions de la SOA. Ces organismes ont agi ainsi pour éviter la confusion et l'incertitude qui avaient caractérisé l'expérience américaine.

Ensuite, les ACVM ont présenté une série de politiques et d'instruments nationaux (les « règlements » et les « instruments généraux »)⁽¹³⁾. Ces règles s'inspirent largement de la SOA ainsi que de la réglementation et des politiques établies par la SEC et les bourses américaines, mais elles visent à tenir compte de la nature particulière du marché financier canadien. La plupart des provinces ont sollicité des commentaires sur les projets modifiés de règlements et d'instruments généraux avant de les adopter.

Le premier règlement (52-109, *Attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intérimaires des sociétés*) proposé par les organismes canadiens de réglementation exige que les PDG et directeurs financiers attestent les rapports annuels et trimestriels. Les entreprises canadiennes devront aussi se doter de contrôles et de procédures de divulgation à l'égard des rapports financiers. À part quelques différences mineures touchant la façon de divulguer l'information au Canada, le règlement proposé ressemble beaucoup à l'article 302 de la SOA, tant sur le plan de la forme que sur celui de son application.

Le deuxième règlement (52-110, *Règlement sur les comités de vérification*) propose de nouvelles normes et un rôle élargi pour le comité de vérification. Les grandes sociétés ouvertes canadiennes seront tenues de constituer des comités de vérification indépendants et compétents en matière financière. Le règlement prévoit certaines exceptions pour les émetteurs émergents, les sociétés contrôlées et les sociétés émettrices cotées en bourse aux États-Unis.

Le troisième règlement (52-111) concerne les contrôles internes. Les entreprises devront procéder à des vérifications détaillées de tous leurs processus comptables internes et les soumettre à l'examen de leurs vérificateurs externes pour qu'ils rendent un avis à cet égard. En

(13) Les « règlements » visent les valeurs mobilières et sont en vigueur dans l'ensemble des provinces et des territoires; les « instruments généraux » visent les valeurs mobilières et sont en vigueur dans chaque province ou territoire qui choisit de les adopter.

outre, le règlement 52-108 propose l'établissement d'un nouvel organisme pour surveiller les opérations comptables, le Conseil canadien sur la reddition de comptes.

Les règlements 52-109 et 52-110 ont été adoptés par toutes les administrations au Canada, sauf la Colombie-Britannique⁽¹⁴⁾. La plupart des dispositions sont maintenant en vigueur. Les ACVM ont reporté d'un an l'adoption du règlement 52-111, qui sera mis en vigueur progressivement sur une période de quatre ans, à partir des exercices qui se terminent le 30 juin 2007 ou après cette date. Selon Steve Sibold, président des ACVM et de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, le résultat net de cette réglementation est que les investisseurs recevront plus rapidement des renseignements plus uniformes, et qu'ils pourront davantage faire confiance à ces renseignements.

Le 16 janvier 2004, la CVMO a publié des propositions qui décrivent les meilleures pratiques en matière de gouvernance d'entreprise et exigent que les sociétés émettrices tiennent compte de ces pratiques dans leurs rapports :

- *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance;*
- *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance.*

Ces meilleures pratiques portent notamment sur les éléments suivants : la composition du conseil d'administration, son mandat et ses comités; la formation et l'évaluation des administrateurs; les codes de conduite et d'éthique.

L'objectif de l'instruction générale est de fournir des conseils sur la gouvernance des entreprises; celui du règlement est d'accroître la transparence concernant la gouvernance des sociétés émettrices à l'intention du marché. Les sociétés émettrices ne sont pas tenues d'appliquer l'instruction générale, mais elles doivent divulguer dans leurs rapports les pratiques de gouvernance qu'elles ont adoptées. Toutefois, puisque nombre de petites sociétés pourraient avoir mis en place des procédures moins formelles pour assurer l'efficacité de leur gouvernance, l'instruction générale prévoit des exigences de divulgation moindres dans le cas des sociétés émergentes. Afin de prévenir les chevauchements et les répétitions dans la réglementation, la Bourse de Toronto entend abroger ses lignes directrices sur la gouvernance d'entreprise et ses exigences connexes en matière de divulgation lorsque ces propositions entreront en vigueur dans toutes les provinces.

(14) Une société émettrice de la Colombie-Britannique doit observer le règlement si elle présente des rapports non seulement dans sa province mais aussi ailleurs.

Voici d'autres règlements qui sont entrés en vigueur (ou qui le seront prochainement) :

- *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*⁽¹⁵⁾;
- *Règlement 52-107 sur les principes comptables, normes de vérification et monnaies de présentation acceptables*;
- *Projet de règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*;
- *Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers*⁽¹⁶⁾.

Outre les règlements de la CVMO, l'Ontario a récemment modifié sa *Loi sur les valeurs mobilières* afin d'augmenter les peines maximales prévues pour les infractions boursières⁽¹⁷⁾. Les nouvelles mesures prévoient aussi de nouvelles infractions comme la fraude et la manipulation de cours, des peines plus sévères pour les violations de la *Loi*, un renforcement du pouvoir réglementaire de la CVMO, et l'instauration de la responsabilité civile au titre de l'information continue.

Le gouvernement fédéral a aussi modifié le *Code criminel* pour interdire les opérations d'initié (qui sont aussi réglementées en vertu des lois provinciales sur les valeurs mobilières) et les punir par des sanctions pénales, interdire les menaces et les représailles à l'endroit des dénonciateurs et les punir par des sanctions pénales, accroître les sanctions pour les infractions boursières et définir des facteurs aggravants afin d'aider les tribunaux à imposer des sanctions qui reflètent la gravité du crime. La plupart de ces dispositions sont entrées en vigueur le 15 septembre 2004⁽¹⁸⁾.

(15) Le règlement 51-102 est entré en vigueur le 30 mars 2004, mais les dates d'entrée en vigueur de différentes dispositions varient. Il impose des conditions moins rigoureuses aux émetteurs émergents.

(16) Le règlement 71-102 assouplit considérablement le règlement 51-102 pour les émetteurs étrangers inscrits auprès de la SEC et d'autres émetteurs étrangers visés.

(17) *Loi de 2002 sur le respect de l'engagement d'assurer une économie saine (mesures budgétaires)* (« Loi mettant en œuvre certaines mesures budgétaires », antérieurement le projet de loi 198).

(18) McMillan Binch Mendelsohn, *Corporate Governance in Canada*, Toronto, 2005.

CONCLUSION

L'approche graduelle privilégiée par les organismes de réglementation canadiens leur a peut-être permis d'éviter de nombreux problèmes rencontrés par leurs homologues américains au cours de la mise en œuvre d'un régime de gouvernance inspirée de la Loi Sarbanes-Oxley. Il est toutefois certain que cette approche leur a permis de mieux tenir compte des différences fondamentales entre les marchés financiers canadien et américain.

La principale différence entre bon nombre d'exigences canadiennes et américaines est le caractère non prescriptif de plusieurs des réformes canadiennes, ce qui reflète la nature des marchés financiers canadiens. Au cours des prochaines années, les participants au marché suivront de près ces réformes pour déterminer si les organismes canadiens de réglementation ont réussi à établir un équilibre entre les besoins d'un petit nombre de grandes sociétés émettrices canadiennes, cotées en bourse dans les deux pays, et ceux d'un grand nombre de petites sociétés émettrices canadiennes, cotées uniquement au Canada.