

Droit, gouvernance d'entreprise et efficacité des marchés financiers

Patrick Mignault

Volume 43, numéro 1, 2013

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1020843ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1020843ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Éditions Wilson & Lafleur, inc.

ISSN

0035-3086 (imprimé)

2292-2512 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Mignault, P. (2013). Droit, gouvernance d'entreprise et efficacité des marchés financiers. *Revue générale de droit*, 43(1), 237–264.
<https://doi.org/10.7202/1020843ar>

Résumé de l'article

Dans un marché financier efficace, la théorie économique classique soutient qu'il appartient d'abord aux investisseurs de sanctionner, par une réduction du prix des titres, les problèmes de gouvernance d'entreprise. Au cours des dernières années, les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après «ACVM») ont mis en place différentes mesures pour améliorer la gouvernance d'entreprise au Canada, en s'appuyant sur l'efficacité informationnelle des marchés financiers. Le présent texte étudie les principales mesures qui ont été adoptées et explique certaines relations entre ces mesures et la théorie économique. D'abord, il présente certains principes économiques fondamentaux portant sur l'efficacité informationnelle des marchés financiers et les effets de cette dernière sur la gouvernance d'entreprise. Ensuite, il analyse des mesures prises par les ACVM en ce qui a trait à la gouvernance d'entreprise. Ces initiatives touchent, d'une part, le renforcement de l'obligation d'information par l'inclusion d'éléments de divulgation sur la structure de gouvernance. D'autre part, elles intègrent une nouvelle réglementation pour améliorer la qualité et la fiabilité de l'information comptable. L'approche réglementaire des ACVM est commentée à la lumière des limites théoriques qui sous-tendent l'hypothèse des marchés financiers efficaces. L'étude souligne notamment les limites quant au respect des divulgations en matière de gouvernance et à la rationalité des investisseurs chargés de sanctionner les lacunes au chapitre de la gouvernance d'entreprise.

Droit, gouvernance d'entreprise et efficience des marchés financiers*

PATRICK MIGNAULT**

RÉSUMÉ

Dans un marché financier efficient, la théorie économique classique soutient qu'il appartient d'abord aux investisseurs de sanctionner, par une réduction du prix des titres, les problèmes de gouvernance d'entreprise. Au cours des dernières années, les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après « ACVM ») ont mis en place différentes mesures pour améliorer la gouvernance d'entreprise au Canada, en s'appuyant sur l'efficience informationnelle des marchés financiers. Le présent texte étudie les principales mesures qui ont été adoptées et explique certaines relations entre ces mesures et la théorie économique. D'abord, il présente certains principes économiques fondamentaux

ABSTRACT

In efficient capital markets, the classical economic theory holds that investors serve as regulator by sanctioning problems of corporate governance with reduced security prices. In recent years, Canadian Securities Administrators (hereinafter "CSA") have adopted various measures to improve corporate governance in Canada, based on the informational efficiency of financial markets. This text explores the main measures that have been implemented and explains some relations between these measures and economic theory. First, it presents some basic economic considerations on the capital market's informational efficiency and its effects on corporate governance. Then, it studies different corporate

* Ce texte constitue une version partielle et remodelée du rapport présenté par l'auteur lors des Journées chiliennes de l'Association Henri Capitant en juin 2012 sur le thème de l'exercice du pouvoir.

** Avocat et professeur, Faculté de droit, Université de Sherbrooke.

portant sur l'efficience informationnelle des marchés financiers et les effets de cette dernière sur la gouvernance d'entreprise. Ensuite, il analyse des mesures prises par les ACVM en ce qui a trait à la gouvernance d'entreprise. Ces initiatives touchent, d'une part, le renforcement de l'obligation d'information par l'inclusion d'éléments de divulgation sur la structure de gouvernance. D'autre part, elles intègrent une nouvelle réglementation pour améliorer la qualité et la fiabilité de l'information comptable. L'approche réglementaire des ACVM est commentée à la lumière des limites théoriques qui sous-tendent l'hypothèse des marchés financiers efficients. L'étude souligne notamment les limites quant au respect des divulgations en matière de gouvernance et à la rationalité des investisseurs chargés de sanctionner les lacunes au chapitre de la gouvernance d'entreprise.

Mots-clés : Gouvernance, entreprise, société, réglementation, marché financier, efficience, valeurs mobilières, obligation d'information.

governance measures taken by CSA. At the one hand, these measures increase the continuous disclosure obligations by including elements on the corporate governance structure. On the other hand, new rules have been implemented to improve the quality and reliability of accounting information. The CSA's regulatory approach is discussed in the light of theoretical limits underlying the capital market's efficiency hypothesis. This text highlights particular limitations concerning corporate governance disclosures and rationality of investors who are responsible of sanctioning deficiencies in corporate governance.

Key-words : Corporate governance, corporation, regulation, capital market efficiency, capital market, securities law, corporate disclosure.

SOMMAIRE

Introduction.....	239
I. L'efficience informationnelle des marchés et ses effets sur la gouvernance d'entreprise	242
II. L'obligation d'information des sociétés ouvertes en matière de gouvernance	245
A. Les premières mesures des marchés boursiers canadiens	246
B. Le Règlement 58-101 concernant les pratiques en matière de gouvernance	248
1. La composition du conseil d'administration.....	249
2. La présidence du conseil d'administration.....	251
3. Les comités du conseil d'administration	252
C. L'efficacité des divulgations en matière de gouvernance.....	254
1. Le respect de l'obligation de divulgation	254
2. La rationalité des investisseurs.....	256
III. Les interventions réglementaires visant à améliorer la qualité et la fiabilité de l'information comptable	257
A. Le Règlement 52-108 sur la surveillance des auditeurs.....	258
B. Le Règlement 52-110 sur le comité d'audit	260
C. Le Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs.....	262
Conclusion	264

INTRODUCTION

Depuis la chute du géant américain Enron, différents scandales financiers de sociétés ouvertes¹ (WorldCom, Parmalat, Nortel) ont relancé l'intérêt du public et des chercheurs

1. Nous nous concentrerons sur les sociétés ouvertes qui ne répondent pas à la définition d'« émetteur émergent ». Nous traiterons des sociétés ouvertes dont les titres sont inscrits à la Bourse de Toronto ou à la bourse d'un autre marché à l'extérieur du Canada, à l'exception de l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange ou des marchés PLUS exploités par PLUS Market Group plc. Voir *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*, art. 1.1, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/58-101/2011-10-31/2011oct31-58-101-vofficielle-fr.pdf>> (consulté le 24 avril 2013) (ci-après « Règlement 58-101 »).

pour les questions touchant la gouvernance d'entreprise et ses effets sur la qualité de l'information divulguée aux investisseurs. À la suite de ces débâcles financières, des juristes, d'ici et d'ailleurs, ont été appelés à s'interroger sur des solutions législatives et réglementaires aux problèmes de gouvernance en vue de contrer les effets économiques dévastateurs des manœuvres frauduleuses de dirigeants de sociétés sur la confiance des investisseurs dans les marchés financiers. Ils devaient s'interroger sur comment le droit peut intervenir efficacement pour améliorer la gouvernance des sociétés ouvertes.

Qu'est-ce que la gouvernance d'entreprise? Le professeur en sciences de la gestion Gérard Charreaux propose la définition suivante : « [...] l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui "gouvernent" leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire »².

Dans les sociétés par actions, la gouvernance regroupe une pluralité de mécanismes organisationnels visant à contrôler les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les autres parties prenantes de la société, dont les actionnaires³. L'on divise souvent ces mécanismes en deux types : les mécanismes internes et externes. D'une part, les mécanismes internes se composent principalement de la structure organisationnelle, des procédures, des règlements internes et des politiques de la société⁴. D'autre part, les mécanismes externes sont des mécanismes de marché (marché des biens, marché des prises de contrôle, marché du travail, etc.) auxquels s'ajoute l'environnement légal et réglementaire⁵.

2. Gérard CHARREAUX (dir.), *Le gouvernement des entreprises — Corporate Governance. Théories et faits*, Paris, Économica, 1997, p. 1.

3. Micheal C. JENSEN et William H. MECKLING, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », (1976) 3 *J. Fin. Econ.* 305.

4. G. CHARREAUX, préc., note 2, p. 6.

5. Au Québec, les règles de droit sur la gouvernance des sociétés proviennent de différentes sources. Selon la loi constitutive, elles émanent soit de la *Loi sur les sociétés par actions*, L.R.Q., c. S-31.1 (ci-après « LSAQ ») ou de la *Loi canadienne des sociétés par actions*, L.R.C. 1985, c. C-44 (ci-après « LCSA »). Pour les sociétés ouvertes, la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1 (ci-après « LVM »), ainsi que la réglementation associée viennent parfaire le cadre légal fixé par ces lois. D'autres documents de nature contractuelle (convention d'actionnaires, règlement interne) ou autres (code d'éthique, code de conduite, politiques) peuvent également s'ajouter aux sources de l'environnement légal et réglementaire.

Au sein des grandes sociétés ouvertes, la théorie économique soutient qu'en principe, le droit ne devrait pas jouer, dans leur gouvernance, un rôle coercitif en imposant une structure particulière. En effet, lorsque les mécanismes de marché sont efficaces, il revient plutôt aux différentes parties prenantes de la société (actionnaires, gestionnaires, prêteurs, fournisseurs, employés, etc.) de parfaire le cadre de gouvernance établi par le marché en fixant par contrat, les règles nécessaires⁶. La fonction du droit consiste davantage à faciliter la formation des contrats et à assurer leur exécution⁷. Il s'agit essentiellement d'énoncer des règles supplétives qui compléteront les contrats établis entre les parties⁸. Ces dispositions légales et réglementaires viennent alors réduire les coûts de transactions liées à la négociation et la rédaction de contrat⁹.

L'efficacité des mécanismes de marché de gouvernance repose cependant sur des marchés financiers efficaces. Un contrôle par les marchés des lacunes en gouvernance des sociétés ouvertes suppose l'existence d'un marché financier sur lequel le prix des titres reflète toute l'information disponible affectant leur valeur. À cet égard, la réglementation en valeurs mobilières, qui encadre les activités des sociétés ouvertes, soutient l'efficience des marchés en exigeant la divulgation aux investisseurs d'une information complète, de qualité et fiable¹⁰. Au cours des dernières années, les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après «ACVM») ont conçu différentes règles pour améliorer la gouvernance en

6. Ronald H. COASE, «The Nature of the Firm», (1937) 4 *Economica* 386; Jonathan R. MACEY, «Corporate Law and Corporate Governance — A Contractual Perspective», (1993) 18 *J. Corp. L.* 185, 186.

7. *Id.*; Henry N. BUTLER, «The Contractual Theory of the Corporation», (1989) 11 *Geo. Mason U. L. Rev.* 99, 100; Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991; Stéphane ROUSSEAU, «Canadian Corporate Governance Reform: In Search of a Regulatory Role for Corporate Law», dans Janis SERRA (dir.), *Global Capital Markets Merging and Emerging Boards: Current Issues in Corporate Governance*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 3, à la page 5.

8. J.R. MACEY, préc., note 6, 185 et 186; S. ROUSSEAU, préc., note 7, à la page 5.

9. R.H. COASE, préc., note 6.

10. Ronald J. GILSON et Reiner H. KRAAKMAN, «The Mechanisms of Market Efficiency», (1984) 70 *Va L. Rev.* 549, 550; Henry T.C. HU, «Efficient Markets and the Law: A Predictable Past and an Uncertain Future», (2012) 4 *Ann. Rev. Fin. Econ.* 179.

s'appuyant sur l'efficacité informationnelle des marchés financiers. Quelles ont été les principales mesures adoptées et quelles sont les limites d'application associées à celles-ci ?

Le présent texte propose une analyse sommaire des principales initiatives en gouvernance d'entreprise qui ont été mises en place à cet égard par les ACVM et explique certaines relations entre ces mesures et l'efficacité informationnelle des marchés financiers. Ces mesures touchent, d'une part, l'élargissement de l'obligation d'information des sociétés ouvertes pour y intégrer des éléments de divulgation touchant la structure de gouvernance (Partie II). D'autre part, elles intègrent une nouvelle réglementation pour améliorer la qualité et la fiabilité de l'information comptable (Partie III). Nous présentons, au préalable, certains facteurs économiques fondamentaux portant sur l'efficacité informationnelle des marchés financiers et la gouvernance d'entreprise (Partie I).

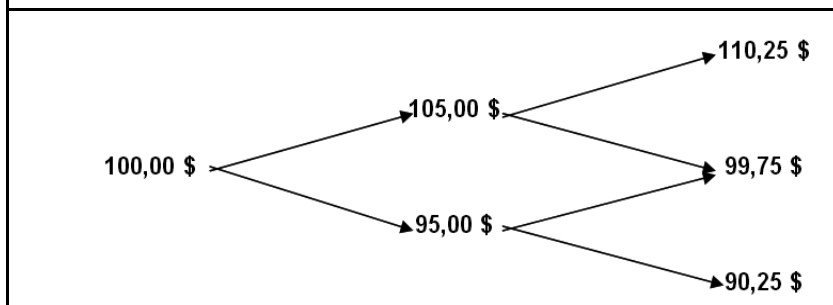
I. L'EFFICACITÉ INFORMATIONNELLE DES MARCHÉS ET SES EFFETS SUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Sur les marchés financiers, il a été démontré, au début des années 1950, que les prix d'une action suivent une marche aléatoire, c'est-à-dire un mouvement au hasard¹¹. Ainsi, les variations du cours d'une action sont indépendantes les unes des autres. Cela suppose que le cours actuel d'un titre financier intègre toute l'information tirée de l'historique des prix¹². Le coefficient de corrélation entre deux observations successives des cours du marché est nul. Prenons un exemple pour illustrer ces propos : le lancer d'une pièce de monnaie. Disons que votre investissement initial est de 100 \$, et selon que vous tirez pile ou face, vous obtenez, avec des probabilités égales (50 % – 50 %), un rendement de + 5 % ou – 5 %, respectivement (voir le graphique ci-après).

11. Voir Maurice G. KENDALL, « The Analysis of Economic Time-Series, Part I. Prices », (1953) 116 *J.R. Statist. Soc. A* 11.

12. Richard BREALEY et Stewart MYERS, *Principes de gestion financière*, 7^e éd., Paris, Pearson Education France, 2004, p. 396.

Graphique 1 : Exemple d'une marche aléatoire (en temps discret).



À la suite du premier lancer de la pièce de monnaie, votre investissement s'établit maintenant à 105,00 \$ (pile) ou 95,00 \$ (face). Au moment du second lancer, le jeu recommence avec les mêmes probabilités et possibilités de rendement (- 5 % ou + 5 %). Le résultat obtenu au lancer de la pièce de monnaie précédent n'a aucun effet sur les règles du jeu lors du second lancer. Ces résultats sont indépendants d'un lancer à l'autre.

L'on distingue trois formes d'efficacité des marchés : la forme faible, la forme semi-forte et la forme forte. L'exemple précédent, où l'on considère que le prix reflète l'information contenue dans l'historique des prix, constitue la forme faible. Il est ainsi impossible de réaliser des profits anormaux à partir de l'information tirée de la rentabilité passée d'un titre boursier. La forme semi-forte veut que le prix des titres s'ajuste instantanément et exactement selon l'information publique disponible¹³. Si une société conclut une entente importante avec un État étranger, et que, selon la croissance anticipée des profits, la valeur intrinsèque de l'action s'accroît de 10 \$ à 12 \$, alors la valeur au marché s'ajustera instantanément de la même manière. Sous la forme semi-forte de l'efficacité des marchés, le prix du titre s'ajuste sans délai¹⁴. L'une des conditions essentielles pour que les investisseurs

13. Robert COBBAUT, *Théorie financière*, 4^e éd., Paris, Économica, 1997, p. 291; R. BREALEY et S. MYERS, préc., note 12.

14. Robert FERRANDIER et Vincent KOEN, *Marchés de capitaux et techniques financières*, 4^e éd., Paris, Économica, 1997, p. 43.

transigent jusqu'à ce que les prix reflètent toute l'information disponible est que les coûts de transactions soient nuls. Or, il existe toujours des coûts de transactions, que ce soit pour acquérir de l'information ou pour réaliser une transaction sur les marchés. Selon les auteurs Elton et Gruber, une formulation plus réaliste est que les prix intègrent toute l'information disponible jusqu'à ce que les coûts marginaux de transactions n'excèdent pas les bénéfices marginaux¹⁵. Un investisseur ne peut alors réaliser un profit d'arbitrage supérieur aux coûts de transaction¹⁶. Quant à la forme « forte », les cours intègrent non seulement l'information publique, mais aussi de l'information privée sur les entreprises. Dès lors, même des transactions d'initiés ne permettent pas d'obtenir des profits anormaux sur les marchés¹⁷.

Quels sont les effets de l'efficience des marchés sur la gouvernance des sociétés? Dans des marchés financiers efficients, la sanction des manquements aux principes de bonne gouvernance s'opère par des ajustements sur le prix des valeurs mobilières de la société. Comme les investisseurs établissent leurs prévisions de rentabilité de la société à partir de l'information disponible, celle-ci affecte le prix qu'ils seront prêts à déboursier pour obtenir le titre sur les marchés financiers. Cette information provient entre autres des déclarations volontaires de la société (états financiers trimestriels ou annuels, circulaire de sollicitation de procuration, notice annuelle), des médias, des rapports d'analyste financier, des déclarations d'initiés, etc.¹⁸ Il en découle que le prix des actions reflète notamment l'information publique divulguée concernant la structure de gouvernance des sociétés¹⁹.

15. Edwin J. ELTON et Martin J. GRUBER, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 5^e éd., New York, John Wiley & Sons, 1995, p. 406; Philippe GILLET, *L'efficience des marchés financiers*, Paris, Économica, 2000, p. 28; Michael C. JENSEN, « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency », (1978) 6 *J. Fin. Econ.* 357. L'auteur Jensen mentionne : « prices reflect to the point where the marginal benefit of acting on information (the profit to be made) do not exceed the marginal costs ».

16. P. GILLET, préc., note 15.

17. R. FERRANDIER et V. KOEN, préc., note 14, p. 44.

18. H.N. BUTLER, préc., note 7, 106.

19. Larry E. RIBSTEIN, « The Mandatory Nature of the ALI Code », (1993) 61 *Geo. Wash. L. Rev.* 984, 993 et 994; Eugene F. FAMA, « Efficient Capital Markets : II », (1991) 46 *J. Fin.* 1575.

Ces forces du marché devraient discipliner les gestionnaires à agir dans l'intérêt des actionnaires puisqu'une relation étroite existe entre l'évaluation du travail des dirigeants et le rendement financier de la société²⁰. D'une part, la rémunération des dirigeants comprend souvent des actions de la société, des options d'achat sur celles-ci ou d'autres formes de participation aux bénéfices. L'accroissement de la valeur des titres de la société profite ainsi aux gestionnaires qui voient, comme les autres investisseurs, la valeur de leur portefeuille s'apprécier. D'autre part, les mauvaises performances de l'entreprise sur les marchés diminuent la valeur de ses gestionnaires²¹. Sur un marché de l'emploi compétitif, les dirigeants qui obtiennent des résultats négatifs sont les premiers à être congédiés.

Le remplacement des gestionnaires inefficaces peut également s'opérer par le biais du marché des prises de contrôle²². Dans les sociétés ouvertes, l'absence de restriction sur les transferts de titres permet aux actionnaires insatisfaits de céder leurs actions à un tiers. Lorsque les dirigeants n'arrivent pas à maximiser l'avoir des actionnaires, la société devient une cible attirante pour un changement de gouvernance. Une autre société peut acquérir sur les marchés financiers les actions de la société cible et remplacer les gestionnaires de la société par une nouvelle équipe de dirigeants plus efficace.

II. L'OBLIGATION D'INFORMATION DES SOCIÉTÉS OUVERTES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE

Pour assurer une sanction des insuffisances en gouvernance par les marchés financiers, il est essentiel que les investisseurs soient informés sur la structure de gouvernance

20. Eugene F. FAMA, « Agency Problems and the Theory of the Firm », (1980) 88 *J. Pol. Econ.* 288.

21. *Id.*

22. Henry G. MANNE, « Mergers and the Market for Corporate Control », (1965) 73 *J. Pol. Econ.* 110; H.N. BUTLER, préc., note 7, 110-114. Pour des preuves empiriques, voir notamment Michael C. JENSEN et Richard S. RUBACK, « The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence », (1983) 11 *J. Fin. Econ.* 5; Gregg A. JARRELL, James A. BRICKLEY et Jeffrey M. NETTER, « The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980 », (1988) 2 *J. Econ. Persp.* 49.

des sociétés et de ses mécanismes. Les premiers efforts de réglementation au Canada ont donc pris la forme d'une obligation d'information. Les sociétés ouvertes ont été invitées à comparer leurs pratiques en matière de gouvernance par rapport aux pratiques d'excellence établies par différents organes de réglementation. Avant de présenter la réglementation en vigueur, nous expliquons l'origine de l'intégration sur les marchés canadiens d'une obligation d'information sur la gouvernance.

A. LES PREMIÈRES MESURES DES MARCHÉS BOURSIERS CANADIENS

La Bourse de Toronto a été la première institution au Canada à imposer aux sociétés inscrites une obligation d'information relative à la gouvernance. Cette initiative est survenue à la suite de la formation d'un comité sur la gouvernance d'entreprise en 1993. Présidés par Peter Dey, les travaux de ce comité avaient mené, en décembre 1994, au dépôt du rapport intitulé *Where Were the Directors?* (ci-après « Rapport Dey ») et proposé des lignes directrices en matière de gouvernance d'entreprise pour les sociétés ouvertes²³. La Bourse de Toronto avait ensuite intégré ces lignes directrices dans son manuel à l'intention des sociétés inscrites. À l'avenir, chaque émetteur devait déclarer à ses actionnaires s'il respectait ou non les pratiques d'excellence en matière de gouvernance²⁴.

Quelques années plus tard, un nouvel organe de réflexion sur la gouvernance mis en place conjointement par la Bourse de Toronto et l'Institut canadien des comptables agréés, le Comité mixte sur la gouvernance d'entreprise, est venu actualiser les lignes directrices du Rapport Dey. Il avait pour mandat de clarifier et renforcer les lignes directrices énoncées dans ce rapport. Dans son rapport, le Comité mixte (ci-après « Rapport Saucier ») a formulé 15 recommandations en vue

23. Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2011, p. 330.

24. Brian R. CHEFFINS, « Corporate Governance in the United Kingdom : Lessons for Canada », (1997) 28 *Can. Bus. L.J.* 69, 97; Réal LABELLE et Stéphane ROUSSEAU, « Réglementation financière, éthique et gouvernance », (2007) 32 *Gestion* 39.

« d'améliorer la gouvernance en encourageant une culture plus saine au sein du conseil d'administration »²⁵. Elles touchent notamment les fonctions et responsabilités du conseil d'administration, sa composition, son évaluation et sa rémunération²⁶.

Le Rapport Saucier explique clairement l'approche non contraignante de la gouvernance qui est alors favorisée au Canada. L'amélioration de la gouvernance est surtout une affaire de transparence et de transmission de l'information et ne passe pas par l'imposition d'une structure particulière de gouvernance :

Si certains aspects de la gouvernance peuvent se prêter à la réglementation, notre position est que la présentation d'informations constitue une méthode bien meilleure que de chercher à réglementer le comportement, si l'on vise à bâtir une saine culture de gouvernance. Nous pensons même qu'une réglementation visant à changer le comportement du conseil peut produire des effets contraires à ceux qui sont recherchés.²⁷

Telle que soulignée dans le Rapport Dey, cette vision s'inspirait fortement des principes émanant du rapport publié auparavant au Royaume-Uni par le Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance²⁸ (ci-après « comité Cadbury »)²⁹. Émergeant d'une initiative du secteur privé, le comité Cadbury favorisait l'autoréglementation, car il estimait qu'il appartenait davantage aux actionnaires qu'à l'État de sanctionner les lacunes de gouvernance des sociétés cotées³⁰. Comme le rapport britannique, les rapports Dey et Saucier encourageaient des solutions basées sur l'efficacité des marchés financiers.

25. COMITÉ MIXTE SUR LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE, *Au-delà de la conformité, la gouvernance*, Toronto, 2001, p. 5 (ci-après « Rapport Saucier »).

26. *Id.*, p. 34 et suiv.

27. *Id.*, p. 10.

28. COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres, Gee & Co., 1992 (ci-après « Rapport Cadbury »).

29. B.R. CHEFFINS, préc., note 24, 70.

30. Rapport Cadbury, préc., note 28, p. 49.

B. LE RÈGLEMENT 58-101 CONCERNANT LES PRATIQUES EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE

Quelques années plus tard, les ACVM ont pris le relais de la Bourse de Toronto pour ce qui est de l'encadrement des obligations de gouvernance des sociétés ouvertes, et ont adopté le Règlement 58-101. Ce règlement n'impose toujours pas l'implantation d'une structure particulière de gouvernance dans les sociétés. Il oblige les émetteurs assujettis à présenter leurs pratiques de gouvernance en comparaison avec les lignes directrices du règlement. La société doit fournir dans la circulaire de sollicitation de procuration ou la notice annuelle toute l'information prévue à l'annexe 58-101A1³¹. Ces divulgations visent à améliorer l'information transmise aux investisseurs et à soutenir la confiance des marchés³². L'élaboration de ces règles, qui s'appliquent à plusieurs sociétés ouvertes distinctes, tient compte des particularités du marché canadien qui est « caractérisé par un grand nombre de petites sociétés et de sociétés contrôlées »³³. Toutefois, comme elles s'opérationnalisent dans une économie globale, elles tiennent aussi compte du renouvellement constant de la gouvernance à l'échelle internationale³⁴.

L'obligation d'information traite notamment (1) de la composition du conseil d'administration, (2) de la présidence du conseil d'administration et (3) des comités du conseil d'administration.

31. Règlement 58-101, préc., note 1, art. 2.1.

32. *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*, p. 1, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/58-201/2005-07-01/2005juil01-58-201-final-fr.pdf>> (consulté le 24 avril 2013) (ci-après « *Instruction générale 58-201* »).

33. *Id.*, p. 1. Voir également Bruce WELLING, *Corporate Law in Canada : The Governing Principles*, 3^e éd., London, Scribblers Publishing, 2006, p. 301-303; Belle KAURA, « The Corporate Governance Conundrum : Re-Inventing the Board of Directors and Board Committees », dans Poonam PURI et Jeffrey LARSEN, *Corporate Governance and Securities Regulation in 21st Century*, Markham, Lexis-Nexis, 2004, p. 7, aux pages 12-16.

34. *Instruction générale 58-201*, préc., note 32, p. 1.

1. La composition du conseil d'administration

Le conseil d'administration est un organe fondamental en gouvernance d'entreprise. Il constitue le plus important mécanisme de contrôle interne; sa mission est de veiller au bon fonctionnement de l'entreprise tout en surveillant le comportement des dirigeants qui doivent agir dans l'intérêt de la société³⁵. Le conseil d'administration se compose d'administrateurs externes ou internes. Un membre externe ou indépendant peut faire preuve d'un jugement plus objectif, susceptible de favoriser la prise de meilleures décisions et un contrôle plus efficace des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants³⁶. La présence d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration influence aussi favorablement la qualité de l'information financière communiquée aux investisseurs³⁷.

Pour les émetteurs assujettis, la LCSA et la LSAQ prévoient que le conseil d'administration se compose d'au moins trois administrateurs, dont deux sont externes³⁸. Ces derniers doivent être ni des dirigeants ni des employés de la société ou d'une personne morale de son groupe³⁹. Cette exigence assure une participation des administrateurs externes au sein des conseils d'administration des sociétés inscrites, mais elle ne garantit aucunement une représentation majoritaire de

35. Luo HE, Réal LABELLE, Charles PIOT et Daniel B. THORNTON, « Gouvernance et qualité de l'information financière – Première partie », (2005) 30 *Gestion* 1, 2.

36. Gérard CHARREAUX et Jean-Pierre PITOL-BÉLIN, « Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires », (1992) 87 *Revue française de gestion* 84, 87.

37. L. HE, R. LABELLE, C. PIOT et D.B. THORNTON, préc., note 35, 3 et suiv. Voir notamment le tableau 1 à la page 3. Les auteurs soulignent néanmoins que la littérature financière n'est pas unanime sur l'apport des administrateurs externes. Ils nous renvoient aux études suivantes : Harold DEMSETZ, « The Monitoring of Management », dans BUSINESS ROUNDTABLE, CORPORATE RESPONSIBILITY TASK FORCE et WEIL, GOTSHAL & MANGES, *Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's Proposed Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations*, New York, Business Roundtable, 1983; Oliver D. HART, « The Market Mechanism as an Incentive Scheme », (1983) 14 *Bell J. Econ.* 366; Michael S. WEISBACH, « Outside Directors and CEO Turnover », (1988) 20 *J. Fin. Econ.* 431.

38. LCSA, art. 102(2); LSAQ, art. 106(2).

39. *Id.*

ceux-ci. En effet, la société est toujours libre de fixer le nombre maximal de membres pouvant siéger au conseil⁴⁰.

Pour sa part, l'Instruction générale 58-201 recommande que le conseil d'administration comporte une majorité d'administrateurs indépendants⁴¹. Aux termes de l'Instruction générale relative au Règlement 52-110 sur le comité d'audit (ci-après l'« Instruction générale 52-110 »), un membre est « indépendant » s'il n'entretient aucune relation importante, directe ou indirecte, avec la société⁴². Il peut s'agir d'une relation de nature commerciale, de bienfaisance, industrielle, bancaire, consultative, juridique, comptable, familiale, etc.⁴³ Cependant, la seule propriété de titres ne saurait priver un administrateur de son statut d'indépendant⁴⁴. Ultimement, l'appréciation du caractère « important » de la relation relève du conseil d'administration. Il lui appartient d'évaluer s'il peut « raisonnablement s'attendre à ce qu'elle nuise à l'indépendance du jugement »⁴⁵ d'un membre du conseil. Les articles 1.4 et 1.5 du Règlement 52-110 sur le comité d'audit (ci-après le « Règlement 52-110 ») dressent une liste non exhaustive de personnes physiques qui sont considérées comme ayant une relation importante.

L'émetteur assujéti est tenu d'indiquer le statut de chacun des administrateurs selon qu'il est indépendant ou non⁴⁶. Lorsqu'un administrateur n'est pas indépendant, il faut expliquer le fondement de cette conclusion à la lumière de la

40. LCSA, art. 6 (1) (e); LSAQ, art. 5 (8); B. WELLING, préc., note 33, p. 308.

41. Instruction générale 58-201, préc., note 32, p. 2.

42. Instruction générale relative au *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*, p. 3 et 4, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-110/2011-01-01/2011jan01-52-110-ig-vadmin-fr.pdf>> (consulté le 24 avril 2013) (ci-après « Instruction générale 52-110 »). Cette définition de l'indépendance tient sa source des règles applicables par la *Securities and Exchanges Commission* (ci-après « SEC ») et des règles de gouvernance du New York Stock Exchange.

43. *Id.*, p. 3.

44. *Id.*

45. *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*, art. 1.4 (2), en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-110/2011-01-01-2011jan01-52-110-vadmin-fr.pdf>> (consulté le 24 avril 2013) (ci-après « Règlement 52-110 »).

46. Règlement 58-101, préc., note 1, annexe 58-101A1, art. 1 (b).

définition proposée au Règlement 52-110⁴⁷. Si le conseil d'administration n'est pas majoritairement indépendant, la société doit présenter les mesures prises par le conseil pour favoriser l'indépendance de jugement dans l'exécution du mandat des administrateurs et la libre discussion des administrateurs indépendants⁴⁸. L'émetteur doit notamment divulguer le nombre de réunions tenues par les administrateurs indépendants en dehors de la présence des administrateurs non indépendants et des membres de la haute direction⁴⁹.

2. La présidence du conseil d'administration

Dans les lois sur les sociétés, il n'existe aucune condition particulière d'éligibilité liée au poste de président du conseil d'administration. Pour les émetteurs assujettis, l'Instruction générale 58-201 recommande toutefois que ce poste soit confié à un administrateur indépendant. À défaut, un « administrateur principal » peut aussi être désigné par les membres indépendants⁵⁰. Il doit ensuite jouer le rôle d'un véritable chef du conseil et assurer une surveillance du conseil pour qu'il remplisse ses fonctions essentielles⁵¹. Le conseil d'administration devrait établir une description écrite du poste de président du conseil ou, à défaut, expliquer le rôle et les responsabilités du président⁵². L'émetteur doit présenter le statut du président du conseil d'administration dans ses documents d'entreprise. Lorsqu'il n'est pas indépendant ou qu'aucun administrateur principal indépendant n'a été désigné, le conseil d'administration mentionne ce qu'il fait pour assurer le leadership des administrateurs indépendants⁵³.

47. *Id.*

48. *Id.*, art. 1 (c).

49. *Id.*, art. 1 (e).

50. Instruction générale 58-201, préc., note 32, p. 2.

51. *Id.*

52. Règlement 58-101, préc., note 1, annexe 58-101A1, art. 3 (a).

53. *Id.*, art. 1 (f).

3. Les comités du conseil d'administration⁵⁴

L'émetteur assujetti doit également informer les investisseurs sur la composition et le mandat des comités qui soutiennent le conseil d'administration dans la gestion de la société. Ces comités aident le conseil à remplir efficacement ses obligations relatives à la divulgation de l'information pertinente aux investisseurs. La société doit comparer sa structure à celle prévue par l'Instruction générale 58-201, qui recommande la création de deux comités, soit un comité des candidatures (ou des nominations) et un comité de rémunération, et suggère l'implantation d'un comité de gouvernance. Ces trois comités s'ajoutent au comité d'audit (ou de vérification), dont la formation est obligatoire⁵⁵.

Le comité des candidatures ou des nominations

L'Instruction générale 58-201 recommande la formation d'un comité des candidatures composé entièrement d'administrateurs indépendants. La société doit indiquer si le conseil d'administration est soutenu, dans la sélection de ses candidats, par un comité des nominations indépendant⁵⁶. Le mandat du comité des candidatures devrait être fixé dans une charte écrite décrivant notamment ses responsabilités, la qualification des membres, leur nomination et leur destitution, la structure et le fonctionnement, ainsi que la manière de rendre compte au conseil d'administration⁵⁷. Le comité des candidatures recense les candidats potentiels pour pourvoir les postes d'administrateurs et les présente au conseil d'administration⁵⁸.

Lorsque le conseil d'administration a mis en place un comité des candidatures, il définit ses responsabilités, ses pouvoirs et son fonctionnement. Bien que l'avis du comité des nominations ne puisse lier le conseil, celui-ci devrait en tenir

54. Dans cette section, le mot « indépendant » prend alors le même sens que celui exposé à la section précédente. Voir Règlement 52-110, préc., note 45, art. 1.4 et 1.5.

55. Nous aborderons le comité d'audit dans la partie suivante.

56. Règlement 58-101, préc., note 1, annexe 58-101A1, art. 6 (b).

57. Instruction générale 58-201, préc., note 32, p. 4.

58. *Id.*

compte dans son processus de sélection. Le comité, pour remplir ses fonctions, peut notamment recourir à des conseillers externes et établir leur rémunération.

Le comité de rémunération

La société indique si le conseil d'administration dispose d'un comité de rémunération, chargé de la surveillance de la rémunération du chef de la direction et des autres dirigeants, et qui est formé en totalité de membres indépendants⁵⁹. Le conseil divulgue quelles sont les mesures qu'il a prises pour veiller à ce que la rémunération des dirigeants soit établie objectivement⁶⁰. Il est à noter que, depuis 2005, pour favoriser une plus grande transparence au sujet de la rémunération des administrateurs et dirigeants, les sociétés ouvertes doivent divulguer aux actionnaires la rémunération versée aux membres de la haute direction et aux administrateurs⁶¹. Cette divulgation touche l'ensemble de la rémunération octroyée directement ou indirectement, notamment sous forme de paiements, d'attributions d'ordre financier ou monétaire, de cadeaux, d'avantages provenant de la société ou de ses filiales⁶².

Le mandat du comité devrait être précisé à l'intérieur d'une charte écrite⁶³. Lorsqu'il compte sur un comité de rémunération, le conseil énonce ses responsabilités, ses pouvoirs et son fonctionnement. En principe, le comité de rémunération examine et approuve les objectifs guidant l'entreprise pour fixer la rémunération du chef de la direction. Il établit la rémunération de base du chef de la direction et évalue son rendement. Le comité présente également des recommandations relativement à la rémunération des autres dirigeants.

59. *Id.*, p. 5.

60. Règlement 58-101, préc., note 1, annexe 58-101A1, art. 6 (b).

61. *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2011-06-30/2011juin30-51-102-vofficielle-fr.pdf>> (consulté le 24 avril 2013) (ci-après « Règlement 51-102 »).

62. *Id.*, annexe 51-102A6 – Déclaration de la rémunération de la haute direction pour les exercices se terminant le 31 décembre 2008 ou après cette date.

63. Instruction générale 58-201, préc., note 32, p. 5.

Le comité de gouvernance

La société doit enfin donner la liste de tout autre comité et expliquer ses fonctions. Outre le comité des nominations et le comité de rémunération, le Règlement 58-101 suggère l'implantation d'un comité de gouvernance. Ce comité devrait être majoritairement composé de membres indépendants. De plus, les membres non indépendants ne peuvent pas faire partie de la direction de l'entreprise⁶⁴.

Le comité de gouvernance travaille à l'élaboration de la vision de l'entreprise en matière de gouvernance⁶⁵. Son rôle est d'élaborer les principes et les lignes directrices devant guider l'entreprise à ce sujet⁶⁶. En parallèle, ce comité peut encadrer des questions éthiques pour la société, dont l'adoption d'un code de conduite⁶⁷.

C. L'EFFICACITÉ DES DIVULGATIONS EN MATIÈRE DE GOUVERNANCE

L'étendue de l'obligation d'information des sociétés ouvertes au sujet de la gouvernance des sociétés permet aux investisseurs de recueillir des renseignements fondamentaux sur le fonctionnement des sociétés. La divulgation de ces renseignements au sujet du conseil d'administration et de ses comités offre un éclairage particulier sur la structure de gouvernance en place. Néanmoins, l'encadrement de la gouvernance par une obligation d'information présente des limites d'application provenant essentiellement de deux sources : (1) le respect de l'obligation d'information et (2) la rationalité des investisseurs.

1. Le respect de l'obligation de divulgation

L'efficacité des divulgations en matière de gouvernance repose d'abord sur le respect de la réglementation par les émetteurs assujettis. Si l'on estime que dans un marché

64. *Id.*, p. 3 en note de bas de page.

65. *Id.*, p. 3.

66. *Id.*

67. *Id.*, p. 3 et 4.

financier efficace, le prix témoigne de toute l'information disponible, il importe que l'information soit clairement transmise aux investisseurs. Dans le cas contraire, le prix pourra difficilement intégrer les effets économiques d'une structure de gouvernance qui n'a pas été adéquatement révélée.

Selon un avis publié par les ACVM en 2010, plusieurs sociétés semblaient peu soucieuses de fournir aux investisseurs toute l'information pertinente. Cet avis révélait que le degré de non-conformité relatif à l'information sur la gouvernance était inacceptable⁶⁸. Un examen auprès de 72 émetteurs assujettis a permis de constater que plus de la moitié de ceux-ci avaient fait des divulgations incomplètes⁶⁹. Plusieurs émetteurs se limitaient à des formulations générales au lieu de réponses précises et détaillées. Ces lacunes visaient notamment l'indépendance des administrateurs, la procédure de sélection des candidats aux postes d'administrateurs et le mode d'évaluation du conseil d'administration.

La décision du régulateur de ne pas fixer unilatéralement une structure de gouvernance des sociétés est justifiée. Il est impératif que cette structure réponde aux réalités internes, qui varient d'une organisation à une autre. Cependant, compte tenu de l'obligation d'information imposée aux sociétés, les investisseurs sont en droit d'obtenir toute l'information pertinente sur les sociétés pour lesquelles ils agissent à titre de pourvoyeurs de fonds. Si une société estime que la recommandation voulant qu'une majorité d'administrateurs indépendants doive siéger au sein du conseil d'administration ne répond pas à la réalité de son organisation, elle doit expliquer cette position et les mesures prises pour assurer une prise de décisions optimale. Il s'agit d'une information fondamentale pour les investisseurs, et la réglementation doit en assurer la complète divulgation. Notons cependant que les pénalités administratives associées à certains types de manquements ne semblent pas remplir efficacement leur fonction dissuasive.

68. ACVM, *Avis 58-306 du personnel des ACVM / Examen 2010 de la conformité de l'information sur la gouvernance*, 2 décembre 2010, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/0-avis-acvm-staff/2010/2010dec02-58-306-acvm-fr.pdf>> (consulté le 24 avril 2013).

69. *Id.*, p. 3.

2. La rationalité des investisseurs

L'efficacité des marchés financiers, qui est un principe économique fondamental appuyé par plusieurs études empiriques⁷⁰, n'est lui-même pas sans limites⁷¹. Même lorsque toute l'information est disponible pour les investisseurs, l'on peut s'interroger sur leur capacité cognitive à bien l'interpréter. L'hypothèse de l'efficacité des marchés suppose que les investisseurs sont rationnels et en mesure d'assimiler complètement et instantanément l'information disponible. Or, il appert que différentes erreurs calculatoires ou émotionnelles des investisseurs influencent la formation des prix⁷². Les investisseurs peuvent aussi réagir lentement à une nouvelle information⁷³. Le *crash* éclair du 6 mai 2010 témoigne des limites de l'efficacité des marchés, alors qu'en une période de vingt minutes, le marché américain s'est écroulé pour se rétablir aussi rapidement. Par exemple, en quatre minutes, l'action de 3M a chuté de 82 \$ à 68 \$, pour revenir à 77 \$ quelques secondes plus tard⁷⁴.

De ces limites, il en découle que la pénalité économique des déficiences en matière de gouvernance peut être influencée

70. Pour un survol de ces études, voir notamment les articles suivants : Eugene F. FAMA, « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », (1970) 25 *J. Fin.* 383; E.F. FAMA, préc., note 19.

71. À ce sujet, voir notamment l'étude de Ronald J. GILSON et Reiner H. KRAAKMAN, « The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later : The Hind-sight Bias », (2003) 28 *Iowa J. Corp. L.* 715. Voir également Sanford J. GROSSMAN et Joseph STIGLITZ, « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », (1980) 70 *Am. Econ. Rev.* 393.

72. Voir notamment Daniel KAHNEMAN et Amos TVERSKY, « Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk », (1979) 47 *Econometrica* 263; Andrei SHLEIFER, *Inefficient Markets : A Introduction to Behavioral Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2000; Robert J. SHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000. Voir, en contrepartie, la réponse de Fama à ces critiques : Eugene F. FAMA, « Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance », (1998) 49 *J. Fin. Econ.* 283.

73. R. BREALEY et S. MYERS, préc., note 12, p. 402-404. Les auteurs soulignent les études suivantes : Victor BERNARD et Jacob K. THOMAS, « Post-Earning Announcement Drift : Delayed Price Response or Risk Premium? », (1989) 27 *Journal of Accounting Research* 1; Tim LOUGHRAN et Jay R. RITTER, « The New Issues Puzzle », (1995) 50 *J. Fin.* 23.

74. H.T.C. HU, préc., note 10.

par des biais cognitifs. Si les investisseurs sont sujets à des erreurs calculatoires ou émotionnelles, ils sont aussi susceptibles d'évaluer incorrectement de telles lacunes sur les pratiques internes de l'entreprise. Cette problématique est encore plus inquiétante lorsque l'on considère que l'information divulguée est souvent incomplète. Dans ce cas, il devient difficile de s'attendre à ce que sur la base d'une obligation d'information, les investisseurs sanctionnent sur les marchés les manquements aux principes de bonne gouvernance.

Compte tenu de ces limites théoriques et pratiques, il est difficile de se fier aveuglément à l'efficacité informationnelle des marchés financiers pour résoudre les problèmes de gouvernance. Ces limites justifient-elles une intervention plus restrictive en matière de gouvernance en imposant certains éléments structurels? En fait, chaque mesure doit s'évaluer dans une perspective de coût-bénéfice. Comme nous le verrons dans la partie suivante, lorsque des aspects de la gouvernance sont susceptibles d'affecter la qualité et la fiabilité de l'information comptable et financière, il semble que les bénéfices dépassent les coûts associés à l'imposition de mécanismes particuliers de gouvernance.

III. LES INTERVENTIONS RÉGLEMENTAIRES VISANT À AMÉLIORER LA QUALITÉ ET LA FIABILITÉ DE L'INFORMATION COMPTABLE

Dans un marché efficient, il a été vu que les cours boursiers reflètent de manière complète et instantanée toute l'information au sujet de la société. Ainsi, la valeur marchande des titres est tributaire de la qualité et de la fiabilité de l'information communiquée aux investisseurs. Lorsque l'information comptable, qui joue un rôle central dans l'évaluation financière des entreprises, ne permet pas de présenter une image fidèle de la situation financière de la société, les marchés financiers ne sont plus en mesure d'établir efficacement la valeur des titres sur les marchés. La communication d'une information comptable de qualité et fiable constitue l'une des fondations du système financier.

L'amélioration des règles sur la gouvernance d'entreprise favorise la production d'une information comptable de qualité

et fiable⁷⁵. Elle peut notamment être influencée par le vérificateur, le comité de vérification et les membres de la haute direction. À la suite de l'adoption en 2002 de la *Sarbanes-Oxley Act*⁷⁶ (ci-après « SOX ») aux États-Unis, les ACVM ont pris des mesures restrictives visant à améliorer la divulgation de l'information comptable et financière. Dans cette perspective, différents règlements ont été adoptés : le *Règlement 52-108 sur la surveillance des auditeurs*⁷⁷, le *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*⁷⁸ et le *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*⁷⁹.

A. LE RÈGLEMENT 52-108 SUR LA SURVEILLANCE DES AUDITEURS

Dans la gouvernance d'entreprise, l'auditeur ou le vérificateur externe est un acteur central dans la communication d'une information de qualité sur la situation financière de la société. Il assume des fonctions de *gatekeepers*⁸⁰, c'est-à-dire d'« intermédiaire indépendant chargé d'une mission de vérification et de certification au bénéfice des investisseurs »⁸¹. Il assiste les actionnaires en vue d'exercer un contrôle sur l'activité du conseil d'administration et des dirigeants de la société⁸². Le vérificateur est un comptable membre de l'Ordre des comptables professionnels agréés⁸³. Dans l'exercice de ses fonctions, le comptable doit « demeurer libre de toute influence, de tout intérêt ou de toute relation qui, eu égard à

75. L. HE, R. LABELLE, C. PIOT et D.B. THORNTON, préc., note 35.

76. Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

77. En ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-108/2011-01-01/2011jan01-52-108-vadmin-fr.pdf>> (consulté le 24 avril 2013) (ci-après « Règlement 52-108 »).

78. Règlement 52-110, préc., note 45.

79. En ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-109/2011-01-01/2011jan01-52-109-vadmin.pdf>> (consulté le 24 avril 2013) (ci-après « Règlement 52-109 »).

80. Sur la notion de *gatekeepers*, voir notamment John C. COFFEE Jr., *Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance*, New York, Oxford University Press, 2006.

81. R. CRÉTE et S. ROUSSEAU, préc., note 23, p. 540.

82. *Id.*, p. 541.

83. *Loi sur les comptables professionnels agréés*, L.R.Q., c. C-48.1.

cette mission, peut porter atteinte à son jugement professionnel ou à son objectivité ou en donner l'apparence »⁸⁴.

Pour améliorer l'encadrement de la pratique des auditeurs d'émetteurs assujettis, le Règlement 52-108 prévoit qu'ils doivent faire vérifier leurs états financiers par un cabinet d'experts-comptables dûment inscrit auprès du Conseil canadien de la reddition de comptes (ci-après « CCRC »)⁸⁵. Selon ses statuts constitutifs, le CCRC a pour mission de « contribuer à accroître la confiance du public envers l'intégrité de l'information financière des sociétés ouvertes au Canada en favorisant une vérification indépendante de haute qualité »⁸⁶. Le cabinet qui établit un rapport d'audit sur les états financiers d'un émetteur assujetti doit conclure une convention de participation avec le CCRC et en respecter les termes⁸⁷.

Le CCRC surveille les cabinets d'experts-comptables chargés de la vérification des comptes des émetteurs assujettis. Le CCRC examine sous différents angles les politiques et les procédures du cabinet, ainsi que certains dossiers en vue d'évaluer la qualité du travail effectué. Chaque année, le CCRC effectue des examens auprès de tous les cabinets comptant 100 émetteurs assujettis et plus parmi leur clientèle⁸⁸. Pour les cabinets comptant de 50 à 99 émetteurs assujettis, le CCRC procède à des inspections aux deux ans⁸⁹. Lorsque le CCRC n'est pas satisfait des résultats obtenus, il peut imposer des exigences, des restrictions ou des sanctions à l'égard du cabinet visé par l'examen⁹⁰. Il est à noter que dans

84. *Code de déontologie des comptables professionnels agréés*, R.R.Q., c. C-48.1, r. 6, art. 36.4. Le comptable doit également « se conformer aux normes d'indépendance prévues au chapitre 204 du *Code de déontologie harmonisé pour les comptables agréés du Canada* adopté le 13 avril 2010 par le Comité sur la confiance du public de l'Institut Canadien des comptables agréés et leurs modifications ultérieures. Ces normes sont diffusées dans une publication que l'Ordre adresse à tous ses membres et en version électronique accessible à tous sur le site Internet de l'Ordre ».

85. Règlement 52-108, préc., note 77, art. 2.2.

86. Voir CCRC, en ligne : <<http://www.cpab-ccrc.ca/fr/pages/about.aspx>> (consulté le 24 avril 2013).

87. Règlement 52-108, préc., note 77, art. 1.1 et 2.1.

88. CONSEIL CANADIEN SUR LA REDDITION DE COMPTES, *Rapport annuel 2012*, p. 13, en ligne : <http://www.cpab-ccrc.ca/FR/content/CPAB_2012_AR_Fre.pdf> (consulté le 24 avril 2013).

89. *Id.*

90. Règlement 52-108, préc., note 77, art. 3.1 et suiv.

certaines circonstances, l'Autorité des marchés financiers peut néanmoins accorder une dispense de l'application de tout ou partie du Règlement 52-108⁹¹.

Malgré l'amélioration globale de la qualité de l'audit depuis l'implantation du CCRC, les audits ne seront jamais exempts de sérieuses lacunes. Dans son dernier rapport annuel, le CCRC souligne que le manque de cohérence constitue la cause fondamentale de la majorité des lacunes répertoriées lors des inspections⁹². Elles n'émanent pas des méthodes ou des systèmes, mais de l'utilisation de ceux-ci pendant les audits. Par ailleurs, la négligence des vérificateurs peut entraîner leur responsabilité. Récemment, la Cour supérieure du Québec, dans la saga judiciaire de Castor Holdings inc., a condamné un vérificateur à des dommages dépassant les 2,6 millions de dollars pour avoir fait défaut d'exécuter son audit en respectant les principes comptables généralement reconnus (ci-après « PCGR »)⁹³.

B. LE RÈGLEMENT 52-110 SUR LE COMITÉ D'AUDIT

Le Règlement 52-110 exige que l'émetteur assujetti forme un comité d'audit ou de vérification afin de veiller sur les processus comptables et la communication de l'information financière de la société. Ce comité se compose d'au moins trois membres. Tous les membres participants doivent siéger au sein du conseil d'administration et être indépendants⁹⁴. Cette exigence est soutenue empiriquement par certaines études scientifiques qui établissent une relation négative entre la manipulation des états financiers et le degré d'indépendance du comité d'audit⁹⁵. Bien que la réglementation ne prescrive pas la formation d'un conseil d'administration majoritairement indépendant, elle reconnaît ainsi la mission fondamentale du comité d'audit en lui imposant l'indépendance.

91. *Id.*, art. 4.1; LVM, art. 263.

92. CONSEIL CANADIEN SUR LA REDDITION DE COMPTES, préc., note 88, p. 7.

93. *Widdrington (Succession de) c. Wrightman*, 2011 QCCS 1788 (en appel).

94. Règlement 52-110, préc., note 45, art. 3.1.

95. April KLEIN, « Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management », (2002) 33 *Journal of Accounting and Economics* 375.

Le Règlement 52-110 prévoit que ce comité doit être composé uniquement de personnes possédant des « compétences financières »⁹⁶. Il s'agit d'une exigence extraordinaire pour les administrateurs dont on exige seulement, en principe, qu'ils soient des personnes majeures ayant leur pleine capacité juridique et qu'ils ne soient pas des faillis non libérés⁹⁷. L'administrateur n'a pas à justifier une connaissance distinctive en gestion des affaires. En fait, ce n'est que s'il possède effectivement une expertise dans un domaine donné qu'il sera tenu de la mettre en œuvre au profit de l'entreprise⁹⁸. Au sein du comité de vérification, les administrateurs doivent être en mesure de lire et de comprendre un jeu d'états financiers⁹⁹. Ainsi, des compétences minimales en comptabilité et en finance sont requises pour agir au sein de ce comité¹⁰⁰. Les membres devraient notamment avoir une connaissance approfondie des PCGR¹⁰¹. Compte tenu de l'importance croissante du passif de plusieurs régimes de retraite à prestations déterminées, on s'attend également d'eux qu'ils connaissent les normes actuarielles généralement reconnues (ci-après « NAGR »)¹⁰².

Le mandat du comité d'audit est établi par écrit et énonce l'ensemble de ses responsabilités¹⁰³. De façon générale, le comité d'audit encadre les relations entre l'entreprise et le ou les auditeur(s) externe(s). Il fait des recommandations au conseil d'administration sur la nomination et la rémunération de l'auditeur externe¹⁰⁴. Le comité assure une surveillance directe des travaux de l'auditeur externe destinés à servir à la préparation d'un rapport d'audit ou d'autres services d'audit, d'examen ou d'attestation¹⁰⁵. L'auditeur externe fait aussi rapport directement au comité d'audit¹⁰⁶.

96. Règlement 52-110, préc., note 45, art. 1.6 et 3.1.

97. LCSA, art. 105; LSAQ, art. 108; C.c.Q., art. 327.

98. *In re Brazilian Rubber Plantations & Estates Ltd.*, (1911) 1 Ch. 425 (C.A.).

99. Paul MARTEL, *La société par actions au Québec*, Montréal, Éditions Wilson & Lafleur, Martel Ltée, 2011, p. 35-9.

100. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 23, p. 364.

101. Instruction générale 52-110, préc., note 42.

102. *Id.*

103. Règlement 52-110, préc., note 45, art. 2.3 (1).

104. *Id.*, art. 2.3 (2).

105. *Id.*, art. 2.3 (3).

106. *Id.*, art. 2.2.

Le comité d'audit possède un pouvoir d'approbation quant aux services non liés à l'audit¹⁰⁷. Il peut s'agir de services-conseils sur la fiscalité, le management, la gestion des risques, les restructurations, etc.

C. LE RÈGLEMENT 52-109 SUR L'ATTESTATION DE L'INFORMATION PRÉSENTÉE DANS LES DOCUMENTS ANNUELS ET INTERMÉDIAIRES DES ÉMETTEURS

Les autorités en valeurs mobilières ont également accru la surveillance exercée sur le comportement de certains dirigeants de sociétés ouvertes. Le Règlement 52-109 prévoit que le chef de la direction, le chef des finances ou ceux qui occupent des fonctions analogues ont l'obligation d'attester de la véracité des documents annuels et intermédiaires de la société. Par cette attestation, les dirigeants reconnaissent qu'ils ont compris leurs responsabilités, notamment à l'égard de la qualité de l'information financière transmise aux investisseurs. Le libellé de ces attestations est prévu en annexe au Règlement 52-109 et aucune modification n'est permise. En cas de défaut, cela constitue une infraction au règlement.

Les signataires doivent attester que les éléments d'information financière présentent « une image fidèle de la situation financière, de la performance financière et des flux de trésorerie » de la société¹⁰⁸. L'attestation ne peut pas comporter une réserve indiquant que les signataires s'en remettent à la conformité de l'information financière aux PCGR¹⁰⁹. Cette « image fidèle » répond à une vision plus large que l'obligation d'information financière visée par les PCGR.

L'obligation d'attestation du Règlement 52-109 s'intéresse à tout le processus de présentation et de communication

107. *Id.*, art. 2.3 (4).

108. Instruction générale relative au *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*, p. 4, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-109/2011-01-01/2011jan01-52-109-ig-vadmin-fr.pdf>> (consulté le 24 avril 2013) (ci-après « Instruction générale 52-109 »).

109. *Id.*

de l'information financière. Il oblige tout émetteur assujéti à utiliser un cadre de contrôle interne à l'égard de l'information financière. Certains cadres jugés adéquats sont proposés :

- a) *Gestion des risques et gouvernance* de l'Institut canadien des comptables agréés¹¹⁰;
- b) *Internal Control – Integrated Framework* du Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission¹¹¹;
- c) *Guidance on Internal Control* de l'Institute of Chartered Accountants in England and Wales¹¹².

Lorsque des faiblesses importantes sont détectées dans la conception ou le fonctionnement du cadre de contrôle, elles doivent être communiquées aux investisseurs. Cette déclaration doit permettre aux investisseurs « de comprendre la cause de la faiblesse importante ainsi que d'apprécier les conséquences possibles de la faiblesse sur les états financiers et son importance à leur égard »¹¹³.

Contrairement à la SOX, le Règlement 52-109 n'exige cependant aucune participation d'un vérificateur externe dans ce processus réglementaire¹¹⁴. Ainsi, le cadre de contrôle n'a pas à faire l'objet d'une évaluation indépendante. Cette différence s'explique possiblement par les coûts substantiels associés à une telle mesure. Considérant les particularités du marché canadien, les frais liés à une attestation indépendante semblent, jusqu'à présent, être estimés supérieurs aux avantages anticipés.

110. Voir l'INSTITUT CANADIEN DES COMPTABLES AGRÉÉS, en ligne : <<http://www.icca.ca/index.aspx>> (consulté le 30 avril 2013).

111. Voir COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION, en ligne : <<http://www.coso.org>> (consulté le 30 avril 2013).

112. Voir l'INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES, en ligne : <<http://www.icaew.com>> (consulté le 30 avril 2013); Instruction générale 52-109, préc., note 108, p. 5 et 6.

113. *Id.*, p. 29.

114. Christina SCHOELCH et Yves NADEAU, « L'application du règlement 52-109 », *CAMagazine.com*, en ligne : <<http://www.camagazine.com/archives-fr/edition-imprimee/2009/march/regulars/camagazine3756.aspx>> (consulté le 24 avril 2013).

CONCLUSION

S'appuyant sur l'efficacité des marchés financiers, les autorités en valeurs mobilières ont mis en place au cours des dernières années un encadrement des questions de gouvernance; cet encadrement est basé essentiellement sur la sanction des défaillances par le marché. Dans cette perspective, elles ont étendu l'obligation d'information des sociétés ouvertes en ajoutant des matières relatives à la structure de gouvernance et pris des mesures pour améliorer la qualité et la fiabilité de l'information comptable et financière. Cette approche est néanmoins tributaire de la participation active des émetteurs assujettis, qui doivent divulguer d'une façon claire et cohérente toute l'information disponible susceptible d'influencer la valeur des titres. Cette approche est également liée à la capacité des investisseurs à analyser adéquatement l'information financière. Si l'on souhaite maintenir une telle approche, les défis consistent essentiellement à améliorer la qualité de la divulgation et les connaissances financières des investisseurs (par exemple, par des programmes sur l'acquisition de compétences financières destinées aux investisseurs), ainsi qu'à assurer une surveillance étroite de tout le processus de production de l'information comptable (interne et externe).

Patrick Mignault
Faculté de droit
Université de Sherbrooke
Pavillon Albert-Leblanc
2500, boul. de l'Université, bureau A9 201
Sherbrooke (Québec) J1K 2R1
Téléphone : 819 821-8000, poste 62548
Télécopieur : 819 821-7578
Patrick.Mignault@USherbrooke.ca