

UNIVERSITE DE MONTREAL

**La banque d'investissement et la conglomération du secteur financier: une
multiplicité d'intérêts en quête d'équilibre**

**Par
Marie-Christine Lemerise**

Faculté de droit

**Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures en vue de
l'obtention du grade de maîtrise, option droit des affaires**

Avril 2010

© Marie-Christine Lemerise

**Université de Montréal
Faculté des études supérieures**

Ce mémoire intitulé:

**La banque d'investissement et la conglomération du secteur financier: une
multiplicité d'intérêts en quête d'équilibre**

**Présenté par
Marie-Christine Lemerise**

A été évalué par un jury composé des personnes suivantes:

Nabil Antaki

Président rapporteur

Stéphane Rousseau

Directeur de recherche

Marie-Claude Rigaud

Membre du jury

Résumé

Jouant un rôle crucial pour l'efficacité des marchés, la banque d'investissement contemporaine se caractérise par l'exercice d'une grande diversité d'activités aussi complexes qu'hétérogènes sous un même toit. Agissant tantôt auprès d'une clientèle de particuliers, d'entreprises, d'institutions financières, de fonds d'investissement ou de gouvernements, et tantôt pour son propre compte, elle compose avec une multitude d'intérêts divergents, ce qui soulève un certain questionnement quant à la portée de l'obligation de loyauté dont elle peut être tributaire envers ses clients. Les implications répétées des banques d'affaires dans la vague de récents scandales financiers ont inévitablement affecté la confiance que les épargnants témoignent envers l'intégrité de cette institution et des marchés financiers en général. Elles ont de plus contribué significativement à relancer le débat concernant la pertinence de contrôler, et même d'éliminer les conflits d'intérêts, un phénomène largement répandu au sein de la banque d'investissement. À titre de mécanismes préventifs, les solutions de marchés et l'autodiscipline des intermédiaires financiers sont imparfaits. La réglementation des conflits d'intérêts se justifie alors afin de pallier les défaillances du marché et de l'autorégulation. Pour autant qu'il maintienne sa réglementation dans un rapport efficacité-équité acceptable, l'État est appelé à concevoir des normes de contrôle aux objectifs variés, allant de la réforme structurelle du secteur financier à l'élaboration de principes généraux devant servir de balises à la conduite des intermédiaires financiers. Ainsi, dans une industrie caractérisée par une forte conglomération, la réponse des législateurs semble s'articuler autour du traitement adéquat des conflits d'intérêts, traitement qui s'opère par divers mécanismes, dont la muraille Chine, la divulgation et le refus d'agir.

Mots-clés

Banque d'investissement, conflit d'intérêts, intermédiaires financiers, conglomération, réglementation, réglementation par les principes, traitement des conflits d'intérêts, muraille de Chine, divulgation.

Abstract

Playing a key role in market efficiency, the modern investment bank offers a wide variety of services that are as complex as they are different, all under one roof. Acting sometimes in the interest of individuals, businesses, financial institutions, investment funds or governments and sometimes in its own interest, an investment bank must contend with a multitude of diverging interests, which raises certain questions as to the extent of any duty for loyalty it may owe to its clients. Repeated involvement by investment banks in the wave of recent financial scandals has inevitably affected investors' confidence with respect to the integrity of these institutions and financial markets in general. This factor has significantly contributed to renewing the debate concerning the relevance of controlling, or even eliminating, conflicts of interest, which are a wide-spread phenomenon in the investment banking industry. In terms of preventive measures, market-related solutions and self-discipline by financial intermediaries are inherently flawed. Therefore, in order to offset such deficiencies, it becomes justifiable to regulate conflict of interest situations. Numerous possibilities exist and, as long as regulation is maintained at an acceptable effectiveness/fairness ratio, the State is called upon to establish monitoring standards for various objectives, ranging from a structural reform of the financial sector to developing general principles to serve as guidelines for the conduct of financial intermediaries. Thus, in an industry characterized by a strong tendency for conglomeration, the response from regulators seems to hinge on adequate handling of conflicts of interest, which includes various mechanisms such as the Chinese wall, disclosure and a refusal to act.

Key words

Investment bank, conflicts of interest, financial intermediaries, conglomeration, regulation, principles-based regulation, management of conflicts of interest, Chinese walls, disclosure.

B.	LES CONFLITS D'INTÉRÊTS	71
1.	Définition de conflit d'intérêts adaptée au contexte des services financiers.....	71
1.1	Élément commun : un devoir d'agir dans les intérêts d'une autre personne	73
1.2	L'existence d'une obligation de loyauté: une condition <i>sine qua none?</i>.....	77
1.3	Une proposition de définition.....	79
2.	Classification des conflits d'intérêts	80
2.1.	Conflit personnel versus conflit impersonnel	80
2.2	Conflit individuel versus conflit organisationnel.....	81
2.3	Conflit actuel versus conflit apparent ou potentiel.....	81
3.	Les conflits d'intérêts dans le cadre conceptuel de l'agence de la théorie économique de l'agence	82
4.	Et en pratique ? La manifestation du conflit d'intérêts: des exemples	84
4.1	Les conflits personnels et individuels.....	84
4.1.1	Conseils biaisés relativement aux stratégies de financement	84
4.1.2	Opérations non justifiées dans un compte géré de façon discrétionnaire ou dans le portefeuille d'un fonds commun de placement	85
4.1.3	La sous-évaluation initiale et l'allocation préférentielle.....	85
4.1.4	L'avis quant au caractère équitable.....	90
4.2	Les conflits personnels et organisationnels.....	93
4.2.1	Lien de dépendance entre l'émetteur et le courtier souscripteur lors d'un placement	93
4.2.2	Allocation et distribution dans certaines circonstances.....	94
4.2.3	Intérêts actuels ou potentiels relatifs à un client (hors du cadre d'un PAPE).....	95
4.2.4	La vente liée	95
4.2.5	Négociation pour compte propre.....	96
4.2.5.1	<i>Négociation pour compte propre en concurrence avec ses clients</i>	96
4.2.5.2	<i>Négociation pour compte propre avec ses clients.....</i>	98
4.2.6	L'analyse financière.....	98
4.2.6.1	<i>Conflit relatif à la détention de titres d'émetteurs recommandés.....</i>	100
4.2.6.2	<i>Conflit relatif à l'influence des pairs</i>	101
4.2.6.3	<i>Conflit relatif aux commissions de courtage</i>	101
4.2.6.4	<i>Conflit relatif aux émetteurs.....</i>	102
4.2.7	Le fonds commun de placement et les frais de courtage affectés au paiement de services	102
4.2.8	Vente des produits d'entités de la même famille	103

4.3	Les conflits impersonnels et individuels	104
4.3.1	Conseil d'un client qui propose de faire l'acquisition d'un autre client (actuel ou ancien)	104
4.3.2	La double représentation.....	104
4.3.3	Pratiques controversées dans l'industrie des fonds communs de placements	105
4.3.3.1	<i>Les opérations hors délai</i>	105
4.3.3.2	<i>Arbitrage de la valeur liquidative contre le marché</i>	105
4.4	Les conflits impersonnels et organisationnels.....	106
4.4.1	L'intérêt des déposants versus celui de la banque.....	106
4.4.2	Financement agrafé (« <i>staple financing</i> »)	107
4.4.3	Information privilégiée acquise par la banque	108
4.4.4	Vote de procurations par le gestionnaire de portefeuille	108
4.4.5	La multi-gestion	109

II. LES SOLUTIONS AUX CONFLITS D'INTÉRÊTS

A.	L'INTERVENTION ETATIQUE EST-ELLE NECESSAIRE?	111
1.	Pourquoi faut-il se préoccuper des conflits d'intérêts?.....	111
2.	Le difficile arbitrage entre efficacité et équité.....	115
3.	Le rôle de l'éthique comme mécanisme de contrôle interne – Utopie ou Nécessité ?	118
3.1	Le code déontologique	120
3.2	L'éducation comme moteur de transmission des valeurs	122
4.	Le marché peut-il être autosuffisant ?.....	123
4.1	La réputation	124
4.2	Le rôle dissuasif des régimes de responsabilité civile	128
5.	La réglementation : Pallier les défaillances du marché dans un rapport efficacité-équité acceptable.....	132
5.1	Réformer la structure : une solution trop radicale ?.....	138
5.2	Règles ou principes : Prévenir ou traiter ?	145
5.2.1	La règle.....	146
5.2.1.1	<i>Réglementer pour renforcer les mécanismes du marché</i>	148
5.2.1.2	<i>Prévention des conflits d'intérêts</i>	150
5.2.1.2.1	<i>Les règles « substantives »</i>	150
5.2.1.2.2	<i>Les règles « procédurales »</i>	151
5.2.2	Le principe	152
5.3	Surveillance et mesures d'application.....	162

B. LE TRAITEMENT DES CONFLITS D'INTERETS : UN APERÇU DES PRINCIPAUX MECANISMES.....	167
1. Les mesures organisationnelles : le cas particulier de la muraille de Chine.....	167
1.1 Définition	168
1.2 Les objectifs	169
1.3 Éléments de la muraille de Chine.....	173
1.4 Types de murailles.....	175
1.4.1 La muraille imperméable ou simple.....	175
1.4.2 La muraille « renforcée »	176
1.5 Critique des murailles de Chine.....	178
2. La divulgation.....	184
2.1 Conditions de la divulgation.....	186
2.2 Les effets pervers	188
3. L'évitement.....	191
CONCLUSION	194
BIBLIOGRAPHIE.....	197
ANNEXE A	A-1

LISTE DES ABRÉVIATIONS

I. ABRÉVIATIONS RELATIVES À LA LÉGISLATION

art.	article(s)
par.	paragraphe
c.	chapitre
ch.	chapitre
C.F.R.	Code of Federal Regulations
J.O.	Journal Officiel de l'Union européenne
L. C.	Lois du Canada
L.R.Q.	Lois refondues du Québec
LVMO	Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario
LVMQ	Loi sur les valeurs mobilières du Québec
Pub. L.	Public Law
s. ou §	Section
Stat.	United States Statutes at Large
U.S.C.	United States Code
U.S. Gov't Printing Office	United States Government Printing Office

II. ABRÉVIATIONS RELATIVES À LA JURISPRUDENCE

CANADA

A.J.	Alberta Judgments
B.C.J.	British Columbia Judgments
B.C.S.C.D.	British Columbia Securities Commission Decisions
B.L.R.	Business Law Reports
C.A.	Cour d'appel
J.Q.	Jugements du Québec
O.J.	Ontario Judgments
O.R.	Ontario Reports
REJB	Répertoire électronique de jurisprudence du Barreau
R.C.S.	Recueils de la Cour suprême
Ont. CA	Ontario Court of Appeal
OSCB	Ontario Securities Commission Bulletin

ÉTATS-UNIS

A.2d	Atlantic Reporter, Second series
B.R.	Bankruptcy Reports
Cir.	Circuit court of appeals

Dist.	District
D.R.I.	District of Rhode Island
E.D.N.Y.	Eastern District of New York
E.D. Pa.	Eastern District of Pennsylvania
F.	Federal Reporter
F.2d.	Federal Reporter, Second series
F.3d	Federal Reporter, Third series
Fed. Res. Bull.	Federal Reserve Bulletin
F. Supp.	Federal Supplement
F. Supp.2d	Federal Supplement, Second series
Fed. Sec. L. Rep. (CCH)	Federal Securities Law Reporter
Misc. 3d	Miscellaneous Reports, Third Series
N.D. Cal.	Northern District of California
NY	New York Court of Appeals Reports
NY App. Div.	New York Appellate Division
N.Y.S. 2d	New York Supplement, Second Series
S.Ct.	United States Supreme Court Reporter
S.D.	Southern District
U.S.	United States Reports

ROYAUME-UNI

All ER	All England Law Reports
WLR	Weekly Law Reports

AUSTRALIE

ALR	Australian Law Reports
ACSR	Australian Corporations and Securities Reports
FCA	Federal Court of Australia
WAR	Western Australian Reports

III. ABRÉVIATIONS RELATIVES À LA DOCTRINE

Acad. Mgmt. J.	Academic Management Journal
Am. U. L. Rev	American University Law Review
Banking L.J.	Banking Law Journal
Boston U.L.Rev	Boston University Law Review
Brook. L. Rev	Brooklyn Law Review
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
Bus. Law.	Business Lawyer
Capital Markets L. J.	Capital Markets Law Journal
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review

Crit. Sociol.	Critical Sociology
Duke L. J.	Duke Law Journal
Emory L.J	Emory Law Journal
Entrepreneurial Bus. L.J	Entrepreneurial Business Law Journal
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate and Financial Law
Harv. Int'l L.J.	Harvard International Law Journal
Int. J. Business Governance and Ethics.	International Journal of Business Governance and Ethics
Iowa L. Rev	Iowa Law Review
JCC	Journal of Corporate Citizenship
J.I.B.L.R.	Journal of International Banking Law and Regulation
J.L. Econ. & Org	Journal of Law, Economics & Organization
J.L. Econ. & Pol'y	Journal of Law, Economics & Policy
Law & Contemp. Probs	Law and Contemporary Problems
L. & Financial Markets Rev.	Law and Financial Markets Review
McGill L.J	McGill Law Journal
Mich Y.B. Int'l Legal Stud	Michigan Yearbook of International Legal Studies
NEB. L. Rev.	Nebraska Law Review
N. Ir. Legal Q.	Northern Ireland Legal Quarterly
Nw.U.L. Rev.	Northwestern University Law Review
N.Y.L.J.	New York Law Journal
N.Y.L. Sch. L. Rev.	New York Law School Law Review
N.Y.U.J.L. & Bus.	New York University Journal of Law & Business
N.Y.U.L. Rev.	New York University Law Review
R. d. B.	Revue du Barreau
R. Fin. Studs	Review of Financial Studies
R.J.T.	Revue juridique Thémis
J. POL. ECON.	Journal of Political Economy
Sec. Reg. L.J	Securities Regulation Law Journal
Sec. Reg. & L. Rep.	Securities Regulation & Law Report
Seton Hall L. Rev	Seton Hall Law Review
Tul. L. Rev	Tulane Law Review
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Pa. J. Int'l L.	University of Pennsylvania Journal of International Law
U. Pa. J. Int'l Econ. L	University of Pennsylvania Journal of International Economic Law
U. Pitt. L. Rev	University of Pittsburgh Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review

U.N.S.W.L.J.	University of New South Wales Law Journal
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderblit Law Review
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
Wash. & Lee L. Rev	Washington and Lee Law Review
Wm. & Mary L. Rev	William and Mary Law Review
Yale L. J.	Yale Law Journal

IV. ABRÉVIATIONS RELATIVES AUX ORGANISMES

ACCFM	Association canadienne des courtiers en fonds mutuels
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
OCRCVM	Organisme canadien de réglementation du commerce de valeurs mobilières
OAR	Organisme d'auto-réglementation
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
NASD	National Association of Securities Dealers
NYSE	New York Stock Exchange
SEC	United States Securities and Exchange Commission

À mes trésors Maxime, Simon-Charles et Élisabeth.

REMERCIEMENTS

Si la rédaction d'un mémoire demeure un travail individuel, son aboutissement est nécessairement lié à la dynamique de l'entourage de son auteur. La patience de ma famille et de mes amis et l'indulgence de mon directeur de recherche ont constitué, pour moi, des facteurs indispensables à l'achèvement de ce travail.

Ainsi, j'aimerais tout d'abord exprimer ma reconnaissance envers le professeur Stéphane Rousseau, mon directeur de recherche. Ses précieux conseils ont grandement contribué à la réalisation de ce mémoire.

Un grand merci à tout le personnel de la faculté de droit de l'Université de Montréal ainsi qu'à la Fondation Aubrey-Vincent-Senez.

En terminant, je tiens à exprimer toute ma gratitude envers mon amoureux, François-Charles. Par ton support inconditionnel, tu as rendu possible la concrétisation de mon projet.

« Les vertus se perdent dans l'intérêt comme les fleuves dans la mer. »¹

INTRODUCTION

« Nul ne peut servir deux maîtres; car, ou il haïra l'un, et aimera l'autre; ou il s'attachera à l'un, et méprisera l'autre. »² Ce passage biblique, strictement appliqué, rendrait quasi impraticable l'activité financière telle qu'elle s'exerce dans notre société contemporaine³. En effet, la prédominance d'une économie de services et d'information constitue un terrain extrêmement fertile à la multiplication des conflits d'intérêts. Cette réalité concerne toutes les sphères d'activités où l'un fait appel au savoir et à l'expertise de l'autre, aussi bien dans les domaines médicaux, juridiques, comptables, ou financiers, etc. Cependant, dans la sphère particulière de l'intermédiation financière, les possibilités de conflits d'intérêts sont amplifiées par la diversification des activités exercées sous un même toit. En effet, depuis la fin des années 80, ce secteur a connu un important mouvement de conglomération à la suite d'une « déréglementation » de l'industrie. Les banques d'investissement n'ont pas échappé à cette tendance et se présentent plus que jamais comme des firmes multidisciplinaires servant les intérêts d'une clientèle de particuliers, d'institutions et de gouvernements relativement à une multitude d'opérations aussi variées que complexes. Si dans un passé non lointain, le conflit d'intérêts se veut synonyme d'un mal nécessaire aux « synergies » et « économies d'échelle »⁴, on le considère

¹ Propos du duc de La Rochefoucauld, cités par Guy CANIVET, « Propos introductifs, Les conflits d'intérêts - Une question majeure pour le droit des affaires du XXI^e siècle », *Colloque organisé par l'association Droit et commerce*, Deauville, 2 avril 2006, [en ligne : http://www.courdecassation.fr/institution_1/autres_publications_discours_2039/discours_2202/2_avril_8453.html] (16 avril 2010).

² Nouveau Testament, Mathieu 6:24.

³ John R. BOATRIGT, « Financial Services », dans Micheal DAVIS et Andrew STARK (dir.), *Conflicts of Interest in the Professions*, Oxford, Oxford University Press, 2001, 217, 217.

⁴ On ne peut que songer à la célèbre déclaration de Jack Grubman, l'analyste-vedette de Salomon Smith Barney, une firme américaine de courtage alors détenue par la banque Citigroup. Grubman avait cyniquement déclaré: « *What used to be a conflict is now a synergy.* » Voir Peter ELSTROM, « Jack Grubman: The Power Broker - From his Wall Street Perch, He's Reshaping Telecom and Stirring up Controversy », *The Business Week Online*, 15 mai 2000, [en ligne : <http://www.businessweek.com/archives/2000/b3681212.arc.htm>] (1^{er} avril 2010).

davantage, à l'ère de la bonne gouvernance, comme une des racines des maux dont souffre le marché⁵. Il est vrai que lorsque l'économie roule à plein régime, ces problèmes ne sont pas aussi saillants. Mais en périodes creuses, comme celles que le monde a subies lors de l'éclatement successif des récentes bulles spéculatives, les écarts de conduite ne peuvent plus être aussi aisément masqués par la bonne performance des marchés. Comme l'a déjà si bien imaginé le célèbre financier Warren Buffet: «*It's only when the tide goes out that you know who's been swimming naked.* »

Ainsi, la présente étude, divisée en deux parties, tente de tracer un portrait global du phénomène des conflits d'intérêts au sein de la banque d'investissement, une institution regroupant une gamme variée d'intermédiaires financiers, allant du courtier de détail, au preneur ferme, en passant par l'analyste, le gestionnaire de fonds commun de placement, le teneur de marché ou le *trader*, pour ne nommer que ceux-ci. Sans avoir la prétention de répondre sans équivoque à chacune d'elles, ce mémoire s'articule autour des questions suivantes: Qu'est-ce que la banque d'investissement? Qu'est-ce qu'un conflit d'intérêts? Comment se manifestent-ils? Pourquoi sont-ils répréhensibles? Doit-on accepter les conflits d'intérêts au sein de cette institution comme un phénomène inévitable, intrinsèquement lié à sa structure et à ses activités? Dans la négative, doit-on, ou plutôt, peut-on y remédier? Existe-t-il une solution idéale? Comme ces questions constituent un thème dominant de débat de société, non seulement au Canada, mais à l'échelle mondiale, nous nous proposons de les traiter en regard du droit canadien et américain, et, dans une moindre mesure, en regard de

⁵ Paul MARTEL, « Après Enron, Worldcom et les autres : Veut-on vraiment protéger les investisseurs? », dans *Valeurs mobilières et protection du public : Le point de vue de l'investisseur*, Actes du colloque UQAM/CVMQ, Montréal, Éditions Wilson & Lafleur Martel Ltée, 2004, 67, 73. Voir également Hillary A. SALE, « Gatekeepers, Disclosure, and Issuer Choice », (2002) 81 *Washington University Law Quarterly* 403, 405: « *What is the problem? In the 1990's, management, venture capitalists, lawyers, investment bankers, accountants took companies public that would not have made the public offering cut in earlier decades. Too many of these market participants were focused on the short run. The motives of those people, greed according to Alan Greenspan, overwhelmed whatever gatekeeping functions they were supposed to be providing. The greed manifested itself in conflicts.* »

certaines initiatives internationales, notamment celles qui sont mises en œuvre par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (ci-après, l' « **OICV** »).

Au cours de la première partie de ce mémoire, nous tenterons, en un premier temps, de définir les paramètres de cette institution, incluant une description sommaire de ses activités, de ses caractéristiques et de sa structure. Nous nous attarderons également à l'environnement réglementaire dans lequel elle opère, notamment aux mécanismes de contrôle auxquels elle est sujette, de même qu'aux rôles cruciaux qu'elle est appelée à remplir au sein du marché. Par la suite, afin de comprendre l'origine des préoccupations soulevées par les conflits d'intérêts, nous examinerons la nature de la relation ou du contrat qui lie la banque d'investissement avec son client. A-t-elle, en l'absence de toute réglementation, une obligation intrinsèque de loyauté envers ses clients qui lui commande d'éviter de se placer en situation de conflits d'intérêts? Enfin, nous effectuerons un bref retour dans le temps et traiterons des moments importants ayant marqué l'évolution de cette institution tout en contribuant à son façonnement.

Ayant bien circonscrit la banque d'investissement contemporaine, ceci nous mènera, en un deuxième temps, à nous pencher sur la notion même du conflit d'intérêts et ce, dans le contexte spécifique de l'intermédiation financière. Nous tenterons d'en dégager les éléments caractéristiques afin d'en proposer une définition qui ne soit ni trop générale, ni trop limitative. Parallèlement, nous nous intéresserons à la théorie de l'agence qui contribue, dans une perspective économique, à expliquer ce phénomène. Enfin, nous conclurons cette première partie par une illustration de quelques-unes des principales manifestations de conflits d'intérêts qui surviennent dans les activités de la banque d'investissement.

La deuxième partie de ce mémoire sera, quant à elle, consacrée à un exposé des diverses solutions disponibles pour pallier les problèmes engendrés par l'exploitation des conflits d'intérêts au sein de la banque d'investissement. Nous nous interrogerons, dans un premier temps, sur les raisons qui sous-tendent les

préoccupations relatives aux dangers des conflits d'intérêts dans les marchés, de même qu'à l'équilibre qui doit être recherché entre deux objectifs parfois contradictoires que sont l'efficacité et l'équité des marchés financiers. Nous examinerons ensuite les divers mécanismes de prévention et de contrôle des conflits. Nous discuterons tout d'abord des mécanismes du marché et des régimes de responsabilité civile. Ont-ils un effet disciplinaire sur les acteurs du secteur financier? Qu'en est-il du rôle et du poids de l'éthique au sein des organisations? Nous verrons, qu'en eux-mêmes, ces mécanismes sont incomplets, et ceci nous conduira à aborder le thème de la réglementation à titre de solution, tantôt supplétive, tantôt palliative à ces mécanismes. Nous constaterons qu'en matière de réglementation, les possibilités sont multiples. En effet, pour autant qu'il maintienne sa réglementation dans un rapport coûts-bénéfices acceptable, le législateur pourra concevoir des normes de contrôle aux objectifs variés, allant de la réforme structurelle du secteur financier aux principes généraux devant servir de guide à la conduite de ces intermédiaires financiers. Parallèlement, nous étudierons le non moins important rôle de surveillance qu'assume l'autorité de réglementation de même que les enjeux de la mise en application de sa réglementation.

Enfin, dans un deuxième et dernier temps, nous aborderons successivement trois des principales méthodes de gestion des conflits d'intérêts qui sont : les mesures organisationnelles, principalement la muraille de Chine, la divulgation et l'évitement, tout en identifiant leurs forces et faiblesses respectives.

I. LES CONFLITS D'INTÉRÊTS AU SEIN DE LA BANQUE D'INVESTISSEMENT

A. LA BANQUE D'INVESTISSEMENT

1. Définition, structure et rôle

1.1 Définition et principales activités

Qu'est-ce que la banque d'investissement? On a déjà dit : « *La banque d'investissement, c'est tout ce que les banques d'investissement font.* »⁶ Cette définition circulaire illustre bien que la banque d'investissement ou son synonyme « banque d'affaires »⁷ n'est pas une organisation définie de façon précise et arrêtée. Devenue hétérogène, la banque d'investissement moderne se caractérise, non plus par l'institution en soi, mais plutôt par l'exercice d'une grande diversité d'activités qui se regroupent sous le parapluie des opérations bancaires, et dont l'étendue est large et imprécise. Plus explicitement, elle est une entreprise qui participe aux multiples transactions des marchés financiers en offrant une large gamme de produits et services sophistiqués (qui évoluent constamment au gré de l'apparition de nouveaux produits et techniques financières) à un groupe divers de sociétés, d'institutions financières, de fonds d'investissement, de gouvernements et d'individus⁸.

La conception classique du modèle d'affaires de la banque d'investissement repose sur l'intermédiation financière. Ainsi, traditionnellement, le noyau de ses

⁶ John F. MARSHALL et Michael E. ELLIS, *Investment Banking and Brokerage*, New York, McGraw-Hill, 1993, p. 5.

⁷ En France, on la désigne comme la banque d'investissement et de marché. Au Royaume-Uni, elle fut longtemps appelée « *merchant bank* » ou « *money market corporation* ». Cette expression est encore utilisée aujourd'hui, surtout en Europe, en référence à la banque d'affaires. Toutefois, en Amérique du Nord, on a tendance à employer les termes « *merchant banking* » pour définir les activités des banques d'affaires qui consistent en la prise de participation, sous forme d'équité (*private equity*) ou dette (prêts mezzanine, financements - relais etc.) dans d'autres sociétés.

⁸ Andrew TUCH, « The Paradox of Financial Services Regulation: Preserving Client Expectations of Loyalty in an Industry Rife with Conflicts of Interest », *Legal Studies Research Paper No. 08/21*, 2008, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1086480>] (7 décembre 2009), p. 5.

activités se concentre autour: (i) de la participation au placement de valeurs mobilières (dette, équité ou produits structurés), permettant ainsi à sa clientèle (entreprises et gouvernements) d'accéder aux marchés des capitaux (marché primaire⁹) et, jusqu'à un certain degré, la participation au marché secondaire des valeurs mobilières (en support au marché primaire); et (ii) du conseil stratégique relatif au montage de certaines opérations financières, principalement en matière de fusions, acquisitions et de réorganisations d'entreprises¹⁰. Or, au cours des dernières décennies, l'industrie des services bancaires d'investissement a connu une transformation marquée. Tout d'abord, ses activités dites traditionnelles, bien qu'encore lucratives, ne représentent plus dans tous les cas la source principale de ses revenus¹¹, puisque que la gamme de produits et services qu'elle offre s'est considérablement diversifiée.

⁹ Le marché « primaire » est le marché sur lequel s'effectue le placement initial de valeurs mobilières. Le marché sur lequel se négocient ces valeurs mobilières par la suite est alors appelé le marché « secondaire ».

¹⁰ Charles GEISST, *Investment Banking in the Financial System*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1995, p. 2.

¹¹ En effet, on remarque que la banque d'investissement tend, de plus en plus, à tirer une part non-négligeable de ses revenus de ses activités pour compte propre. À titre d'exemple, en 2007, près de 68% des revenus de la banque d'affaires Goldman Sachs provenaient de telles activités (« *trading and principal investment* »). Voir GOLDMAN SACHS, *Rapport annuel 2007*, [en ligne : <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/investors/financials/current/annual-reports/2007-annual-report.html>] (6 juin 2009), p. 36. On a d'ailleurs qualifié cette firme de « *hedge fund with an investment bank stuck on* ». Voir Olivier MORGANS, « Wall Street's inscrutable titan takes a tumble », *Observer*, 11 juin 2006, [en ligne : <http://www.guardian.co.uk/business/2006/jun/11/theobserver.observerbusiness1>] (5 avril 2010). Certains commentateurs suggèrent que les taux d'intérêt peu élevés, de même que des marchés relativement calmes, ont permis à un nouveau type de firme de fleurir, celle qui agit principalement comme « *trader* » et, de façon accessoire seulement, comme banque d'investissement traditionnelle. Ils écrivent: « [...] *many investment banks now do more trading than all but the biggest hedge funds, those lightly regulated investment pools that almost brought down the financial system in 1998 when one of them, Long-Term Capital Management, blew up. What's more, [investment banks] are jumping into the realm of private equity, spending billions to buy struggling businesses as far afield as China that they hope to turn around and sell at profit. With \$25 billion of capital under management, Goldman Sachs' private equity arm itself is one of the largest buyout firm in the world, according to Thomson Venture Economics* ». Voir Emily THORNTON ET AL., « Inside Wall Street's Culture of Risk », *Business Week Online*, 12 juin 2006, [en ligne: http://www.businessweek.com/magazine/content/06_24/b3988004.htm] (5 avril 2010). Voir également Gregory CURTIS, « The Financial Crisis and The Collapse of the Ethical Behaviour », *White Paper No. 44*, Greycourt & Co. Inc, 2008, [en ligne: <http://www.greycourt.com/whitepapers/WhitePaper044-FinancialCrisis.pdf>] (24 mars 2010),

Aujourd'hui, la banque d'affaires opère notamment dans (avec des variations plus ou moins importantes selon les établissements)¹²:

- ⇒ le courtage et le conseil en investissement;
- ⇒ la gestion de fonds (ou le conseil en gestion), pour elle-même, pour sa clientèle d'entreprises et de particuliers fortunés (*private banking*), et pour des fonds d'investissement et caisses de retraite;
- ⇒ la prise de participation au capital d'entreprises pour son compte, via une division de capital-investissement (*private equity* et *merchant banking*) ou pour d'autres;
- ⇒ la négociation de titres pour compte propre (*proprietary trading*);
- ⇒ l'arbitrage et organisation de marché (*market making*);
- ⇒ l'ingénierie financière (incluant les financements structurés et la titrisation);
- ⇒ la mise en place de financements syndiqués de grande envergure, où participent d'autres banques et sociétés financières;
- ⇒ l'analyse financière; et
- ⇒ la gestion de risque et couverture.

Fort intéressant, un article paru en 2006 dans *The Economist* résume bien la toile complexe que constituent les opérations de la banque d'affaires:

« [the investment bank] now finds itself on so many sides of a deal simultaneously that the mind boggles. [Its] private equity arms competes with clients (and counts them as customers), and its proprietary arm may trade against them. At the same time as it represents a firm, it could be shopping it for sale, attempting to buy

p. 11, et particulièrement, la rubrique intitulée « *Hedge Fund Wannabees* ». D'ailleurs, ce sont paradoxalement les activités pour compte propre qui ont entraîné en 2008 la chute des banques d'affaires Bear Stearns et Lehman Brothers (ayant subi de lourdes pertes liées à leurs investissements dans des produits financiers structurés créés à partir des « *subprimes* », des prêts hypothécaires à haut risque qui sont à l'origine de la récente crise financière).

¹² Cette liste n'est pas limitative.

*it itself, or competing for an acquisition on behalf of another client. »*¹³

De plus, tout comme nous l'avons mentionné précédemment, la banque d'affaires ne se définit plus par l'institution mais plutôt par la gamme d'activités qu'elle exerce. La démarcation étanche qui existait entre la banque de dépôt et la banque d'investissement s'est donc graduellement atténuée pour pratiquement disparaître et, conséquemment, les banques commerciales sont désormais autorisées à exercer des activités jadis réservées aux banques d'investissement¹⁴. En revanche, les banques d'investissement ne sont pas, à strictement parler, autorisées, par opposition aux banques de dépôt¹⁵, à accepter (et re-prêter) les dépôts de clients¹⁶.

Cette transformation s'explique en partie par le mouvement de déréglementation¹⁷ des systèmes financiers survenus au cours des dernières décennies entraînant une consolidation de cette industrie. Comme nous en discuterons ultérieurement, ce mouvement se veut le fruit de divers facteurs, dont les plus significatifs sont la globalisation (causée par les progrès technologiques en informatique et en communication) et la concurrence des marchés (et corollairement, la recherche d'économies de portée et d'échelle)¹⁸.

¹³ Voir « Goldman Sachs : Behind the Brass Plate », *The Economist*, vol. 379, tirage 8475, 29 avril 2006, pp. 69-70.

¹⁴ *Infra*, pp. 58-69.

¹⁵ Également désignée banque de détail ou banque commerciale. La banque de détail est généralement définie comme une institution qui accepte des dépôts à vue et qui fait profession de consentir des crédits. D'ailleurs, aux États-Unis, le terme « banque » est expressément défini au paragraphe 2(c) du *Bank Holding Company Act of 1956*, Pub. L. 84-511, 70 Stat. 133 (codifiée à 12 U.S.C. §§1841 *et suiv.*).

¹⁶ Toutefois, comme nous le verrons subséquemment, cette distinction est devenue relativement théorique puisque la banque d'investissement agit, dans plusieurs cas, comme unité partie intégrante d'un groupe bancaire qui offre également des services de banque de dépôt, d'assurances et autres.

¹⁷ Le terme « déréglementation » est généralement employé dans l'actualité financière, mais nous croyons qu'il soit plus exact d'exprimer ce phénomène comme un « décloisonnement », puisque que cette industrie demeure néanmoins une des plus réglementées.

¹⁸ Arthur E. WILMARTH, « How Should We Respond to the Growing Risks of Financial Conglomerates », *Public Law and Legal Theory Working Paper no. 034*, 2001, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=291859>] (20 avril 2009). Le processus de déréglementation et la suppression des restrictions aux mouvements internationaux de capitaux ont mené à une intégration des marchés financiers.

1.2 Caractéristiques et Structure

1.2.1 Une industrie concentrée

Caractérisée par une forte concurrence et par la présence d'un nombre important de firmes, l'industrie des services bancaires d'investissement est néanmoins de nature oligopolistique, en ce qu'un nombre restreint de joueurs dominant une grande part du marché¹⁹. La vague de consolidation qui s'est amorcée depuis les années 70 n'a qu'accentué ce fait. Outre les facteurs de consolidation que nous avons mentionnés, cette concentration s'explique également par le fait que le capital réputationnel d'une banque d'affaires constitue l'un de ses plus précieux actifs, capital qui s'acquiert difficilement et qui se perd rapidement²⁰. Conséquemment, les nouvelles firmes font face à d'importantes barrières à l'entrée²¹.

¹⁹ Les banques d'investissement font l'objet de classements segmentés en fonction de leurs parts respectives de marché dans divers secteurs et de la valeur monétaire des transactions auxquelles elles participent (tels que les placements d'équité, de dette, conseil en fusion-acquisition). Ces classements que l'on appelle les « *league tables* » paraissent périodiquement dans des publications spécialisées, notamment dans le *Wall Street Journal* ou *Institutional Investors*. Au Canada, l'industrie des valeurs mobilières comptait, à la fin de 2003, 207 firmes de courtage (contre moins de 120 au début des années 1990). Trois grands types de firmes de courtage coexistent soit, les entreprises de courtage intégrées (71 % du chiffre d'affaires du secteur), de courtage institutionnel (9 %) et de courtage de détail (20 %). En 2003, les sept principales firmes de courtage intégrées, comprenant les filiales de courtage des six grandes banques canadiennes et une firme de courtage américaine importante, ont généré plus de 70 % du chiffre d'affaires de l'industrie au Canada. Voir CANADA, ministère des Finances, *Feuille d'information sur le secteur des services financiers - L'industrie canadienne des valeurs mobilières*, Ottawa, 2005, [en ligne : http://www.fin.gc.ca/toc/2005/cansec05_-fra.asp] (16 avril 2010), p.1.

²⁰ Selon Morrison et Wilhelm, la chute de la banque d'affaires Drexel Burnham Lambert en 1990 est entièrement attribuable aux dommages causés à sa réputation dans la foulée du scandale des délits d'initiés de Micheal Milken. Voir à ce sujet, Alan D. MORRISON et William J. WILHELM JR., *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*, Oxford, Oxford University Press, 2007, p. 15. Il faut toutefois préciser que cette banque était un opérateur important dans le marché des obligations de pacotille (*junk bonds*). En 1989, une série d'émetteurs de ces obligations ont fait défaut, ce qui a provoqué une baisse considérable des marchés pour ces instruments. Drexel a dû racheter des quantités considérables d'obligations à des investisseurs mécontents, ce qui a contribué à sa faillite en 1990. Plus récemment, les implications répétées du géant Citigroup, le plus important conglomerat financier du monde, dans une série de scandales ont indéniablement terni sa réputation. Citigroup a, entre autres, dû payer une amende de 2,58 milliard de dollars américains relativement à son implication dans la chute de Worldcom. Également, en 2004, le groupe italien Parmalat portait plainte

1.2.2 Catégories de banques d'investissement

On peut classer les banques d'investissement sous deux angles. Aux États-Unis (et dans une certaine mesure au Canada), elles sont classées en différentes catégories, en fonction de l'importance et de l'étendue de leurs activités, de leurs actifs, de leurs revenus et parts du marché. Tout d'abord, on retrouve les banques de premier plan (que l'on appelle les « *bulge brackets* »²² ou « *Tier 1 investment banks* »), qui sont généralement des firmes d'investissement internationales offrant une gamme complète de produits et services financiers à leur clientèle et qui sont actives dans plusieurs régions géographiques. Parmi celles-ci figurent notamment Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Citigroup, Bank of America, etc. Les banques de second plan (« *Tier 2 investment banks* » ou « *middle-sized investment banks* »), quant à elles, sont de taille moyenne, oeuvrant généralement sur le plan national et offrant une gamme de produits et services qui varient selon les établissements. Les banques d'investissement canadiennes se classent probablement dans cette seconde catégorie. Enfin, pour compléter le tableau, la dernière catégorie regroupe des acteurs de plus petite taille, spécialisés sur certains créneaux, qu'on appelle généralement les banques boutiques (« *boutique investment banks* »). Parmi celles-ci figurent notamment Greenhill & Co., Lazard & Freres, Rothschild, Blackstone Group, Evercore Partners, etc. Au Canada, on retrouve notamment

contre Citigroup, l'accusant d'avoir masqué l'état réel de ses finances et d'avoir joué un rôle prépondérant dans les événements qui ont précipité sa faillite en 2003. Puis en 2005, elle a dû acquitter une somme de 14 millions de livres sterling auprès de la Financial Services Authority britannique à la suite de l'infâme « *Dr. Evil bond trade* », scandale lié à des transactions douteuses de ses *traders* londoniens sur les marchés obligataires européens. Au même moment, le groupe était banni des activités de gestion de patrimoine (*private banking*) au Japon, à la suite d'allégations d'abus de marché. En somme, tel que l'écrit le professeur O'Brien : « *Citigroup has clearly a global image problem.* » Voir Justin O'BRIEN, « Ethics and Corporate Governance: Banking on Scandal », (2006) 2 *Int. J. Business Governance and Ethics* 183, 184. Voir également, au sujet des conflits d'intérêts liés aux activités pour compte propre des banques d'investissement, Emily THORNTON ET AL., préc., note 11: « *Fines aside, the hit to banks resulting from the loss of their reputations could be far bigger this time. It's one thing for them to burn individual investors in order to serve big clients; it's another for the banks to burn big clients to serve themselves.* » [nous soulignons]

²¹ A.D. MORRISON et W.J. WILHELM JR., préc., note 20, p. 15.

²² Le terme « *bulge bracket* » vient du fait que le nom de la banque qui agit comme chef de file dans un placement de valeurs mobilières apparaît entre parenthèses sur la page couverture des prospectus et des avis financiers (« *tombstones* ») au-dessus des noms des autres banques formant le syndicat de placeurs. La taille de la police utilisée pour le nom de ce chef de file est proéminente (« *bulges out* »), d'où le terme « *bulge bracket* ».

Canaccord Capital, GMP Securities L.P., Marchés des Capitaux Genuity, Cormack Securities, etc.

De plus, en fonction de la structure dans laquelle elles opèrent, on peut d'autre part les classer sous deux sous-catégories: (i) la banque d'investissement dite « intégrée » (*integrated investment banks*); et (ii) la banque d'investissement dite « indépendante » (ne faisant pas partie d'un conglomérat financier)²³. Actuellement, la plupart des banques d'affaires de premier plan et même de second plan, tant à l'échelle canadienne, américaine que mondiale, appartiennent à la première catégorie et s'inscrivent dans une structure conglomérée soit, à titre de filiale ou d'unité opérationnelle d'un groupe bancaire qui offre également des services de banque de détail, de gestion d'actifs, d'assurances, etc. On réfère fréquemment à ces supermarchés des services financiers en employant les termes « banque universelle » ou « conglomérat financier »²⁴. D'ailleurs, au Canada, le marché des services bancaires d'investissement est dominé par les grandes institutions financières, plus particulièrement par la Banque Scotia (via Scotia Capitaux), la CIBC (via CIBC Marchés Mondiaux), la Banque Royale du Canada (via RBC Marché des Capitaux), la Banque de Montréal (via BMO Marché des Capitaux) et la Banque Toronto-Dominion (via Valeurs Mobilières TD) et par la Banque Nationale (via La Financière Banque Nationale).

La situation est similaire aux États-Unis. En effet, toutes les grandes banques de détails (telles Citigroup, Bank of America, JP Morgan Chase) possèdent une branche ou groupe de services bancaires d'investissement. Toutefois, jusqu'à tout récemment, Wall Street se distinguait du marché canadien par la présence non

²³ Bien que les banques d'investissement « boutiques » soient toujours indépendantes; l'inverse n'est pas forcément vrai: la banque « indépendante » n'est pas forcément « boutique », comme c'était le cas de Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, etc.

²⁴ L'Instance conjointe sur les conglomérats financiers désigne par conglomérats financiers: « un groupe de sociétés sous contrôle commun, dont les activités exclusives ou prépondérantes consistent à fournir des services importants dans au moins deux secteurs financiers différents (banques, valeurs mobilières, assurances) ». Voir BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Compendium of documents produced by the Joint Forum*, Bank for International Settlements, juillet 2001, [en ligne: www.iaisweb.org/view/element_href.cfm?src=1/243.pdf] (2 avril 2010), p. 5. L'Instance conjointe a été instituée en 1996 sous l'égide du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, l'OICV et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance.

négligeable de celles alors appelées les « Big Five », soit Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Bear Stearns ainsi que Lehman Brothers, des banques d'affaires indépendantes se mesurant par ailleurs aux grandes banques commerciales tant par l'envergure que la qualité des services offerts. À l'exception de Lehman Brothers, ces « *bulge brackets* » existent toujours, mais, touchées par la crise financière du crédit immobilier, ont dû jeter l'éponge sur leur indépendance. En effet, en mars 2008, Bear Stearns, à court de liquidité, a appelé à l'aide la Réserve fédérale des États-Unis (ci-après, la « **Réserve fédérale** ») pour obtenir un financement d'urgence. Comme personne ne s'est porté candidat pour la racheter, la Réserve fédérale poussa Bear Stearns dans les bras de la banque JP Morgan Chase avec une aide financière de 30 milliards de dollars américains. Lehman Brothers n'a pas reçu le même traitement et n'a pu éviter la faillite, après que la banque britannique Barclays eut jugé qu'il n'était pas dans l'intérêt de ses actionnaires d'acquérir la banque d'investissement américaine²⁵. Également confrontée à des problèmes de liquidité, Merrill Lynch n'a eu d'autres alternatives que de se faire acquérir par Bank of America. Enfin, en septembre 2008, Goldman Sachs et Morgan Stanley, les deux dernières grandes banques d'investissement indépendantes, annonçaient leur entrée dans le rang des « *financial holding companies* » en vertu du *Bank Holding Company Act of 1956*²⁶. Elles sont désormais techniquement des établissements, réglementés directement par la Réserve fédérale, dont le contrôle est focalisé sur la solvabilité des établissements, et non plus par la U.S. Securities and Exchange Commission (ci-après, la « **SEC** »)²⁷. Enfin, en Europe, le modèle de la banque universelle domine l'industrie et un fort pourcentage des services bancaires d'investissement est également offert par des grands établissements, tels que Barclays, ABN Amro, UBS,

²⁵ La Réserve fédérale envoyait un message clair : sauver un établissement de cette taille, c'était bien sûr éviter la panique, mais c'était aussi reconnaître d'une certaine manière que la banque avait bien fait de prendre des risques inconsidérés. En 2008, la politique de soutien des banques ayant souffert de la crise financière par les banques centrales a été jugée comme de nature à encourager l'aléa moral dans le système financier par plusieurs commentateurs. Voir, entre autres, Edmund L. ANDREW, « A 'Moral Hazard' for a Housing Bailout: Sorting the Victims From Those Who Volunteered », *The New York Times* (Online), 23 février 2008, [en ligne: <http://www.nytimes.com/2008/02/23/business/23housing.html>] (26 janvier 2010).

²⁶ Préc., note 15.

²⁷ Ce statut permet aux bénéficiaires d'accéder aux financements de la Réserve fédérale, en échange du respect de normes prudentielles plus strictes.

Royal Bank of Scotland, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Fortis, etc. (pour ne nommer que ceux-ci).

La prépondérance de la banque universelle n'empêche toutefois pas la banque boutique de se tailler une place enviable dans le marché, particulièrement dans le secteur du conseil. Certains suggèrent que cette tendance ne serait pas étrangère à la perception que ces firmes, en raison de leur structure, font face à moins de conflits d'intérêts²⁸. Il est vrai que l'on associe généralement la problématique du conflit d'intérêts à la banque d'affaires intégrée²⁹. Qui plus est, certains considèrent que les conflits d'intérêt sont tout simplement inévitables³⁰ à ce modèle d'affaires et qu'ils y sont même inhérents. Quoi qu'il en soit, on aurait tort de croire que le modèle de la banque indépendante est à l'abri de tout reproche. Le professeur Tuch, un des rares théoriciens à s'intéresser à cette problématique, écrit:

« At the same time, contrary to perceptions, some independent firms can match the scale of corporate advisory services of the integrated investment banks.

[...] It is interesting to observe that, like integrated firms, some so-called independent advisory firms have also succumbed to the temptations of principal investing, with the result that they now have both advisory arms and private equity arms. Accordingly, just as it would be wrong to assume that a firm wearing the independent advisory label is small compared with the units of integrated banks, it would be wrong to

²⁸ Andrew TUCH, « Investment Banking: Immediate Challenges and Future Directions », (2006-2007) *Commercial Law Quarterly* 37, 39.

²⁹ *Id.*, 38. Certains arguent que cette structure existe en réponse aux besoins de la clientèle. Voir Hector SANTS, « Market abuse and conflicts of interest : the FSA approach », *Discours livré lors du Financial Crime Forum, Asia Pacific, Hong Kong*, 5 juin 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/0605_hs.shtml] (30 mars 2010).

²⁹ P. MARTEL, préc., note 5, 74: « *Les conflits d'intérêts ont, jusqu'à présent, été revêtus d'une aura d'inévitabilité qui tenait du dogme: il est nécessaire que les autorités réglementaires, dans l'intérêt des investisseurs bravent les tabous qui font de ces conflits une zone interdite.* »

³⁰ Royston M. GOODE (dir.), *Conflicts of Interest in the Changing Financial World*, London: The Institute of Bankers, Hyperion Books, 1986, p. xv.

assume that this business model generates no temptations for client disloyalty. »³¹

1.2.3 Les sources de revenus, nature de la rémunération

Contrairement à la banque de détail dont les revenus proviennent essentiellement des marges d'intérêts, les banques d'affaires sont rémunérées pour leurs services principalement sous forme de commissions et d'honoraires. Le conseil en fusions et acquisitions engendre des honoraires consultatifs (*advisory fee*); les placements de valeurs mobilières produisent des commissions de placement (*underwriting fee and placement fee*) qui se calculent généralement en fonction du produit total du placement; le courtage produit des commissions; la gestion de capitaux rapporte des honoraires et des commissions et enfin, la négociation et l'investissement pour compte propre se traduisent par une appréciation des fonds propres de la banque. Comme la plupart des systèmes de compensation produisent des « récompenses » uniquement lors de l'exécution de la transaction, les banques d'affaires ont donc une motivation évidente à exécuter autant de transactions aussi rapidement que possible, motivation qui, il va sans dire, n'est pas invariablement alignée aux intérêts de leurs clients.

Cet aperçu des caractéristiques propres à la banque d'investissement nous amène maintenant à discuter des diverses méthodes de contrôle auxquels cette dernière est sujette. Ils sont de deux ordres, soit les contrôles *ex ante* et les contrôles *ex post*.

³¹ Andrew TUCH, préc., note 28, 39. Voir aussi Norman S. POSER, « Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K. », (1988) 9 *Mich Y.B. Int'l Legal Stud.* 91, 97.

1.2.4 Mécanismes de contrôle

On parle constamment de la déréglementation du secteur financier. Or, il ne faut pas associer déréglementation et absence pure et simple de réglementation. On aurait tort de croire que les banques d'investissement sont à l'abri de toute surveillance. Bien qu'elles ne soient pas sujettes aux mêmes normes prudentielles que les banques commerciales, elles sont, dans la plupart des juridictions, soumises à un large éventail de normes de contrôle, établies et appliquées par des organismes gouvernementaux ou quasi gouvernementaux en matière de réglementation des valeurs mobilières, de même que par des organismes d'auto-réglementation (ci-après, des « **OARs** », collectivement désignées comme les « **autorités de réglementation** »).

1.2.4.1. *Contrôles ex ante*

Au Canada, les banques d'investissement doivent s'inscrire à titre de courtiers et, le cas échéant, de conseillers auprès des différentes autorités provinciales de réglementation³². À titre de courtiers et/ou de conseillers inscrits, elles sont titulaires d'un nombre croissant d'obligations en vertu des diverses lois et règlements en matières de valeurs mobilières au Canada, notamment en matière de respect de normes de solvabilité, de transmission d'information financière aux autorités de réglementation et au marché, de bonne conduite et de procédures de contrôle interne.

³² Cette obligation d'inscription découle des lois et règlements en valeurs mobilières applicables dans chacune des provinces et territoires du Canada, de même que du Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription (ci-après, le « **Règlement 31-103** ») mis en place par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après, les « **ACVM** »). Voir le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/inscriptions-sujets-connexes/090928-31-103f-vadmin.pdf>] (16 avril 2010) et l'*Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription* (ci-après, l'« **Instruction générale 31-103** »), [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/inscriptions-sujets-connexes/090928-31-103IGf-vadmin.pdf>] (16 avril 2010). Certaines obligations peuvent s'ajouter lorsque les banques d'investissement conduisent des activités dans des secteurs spécifiques comme, par exemple, les produits dérivés, les fonds communs de placement, etc.

De plus, elles se doivent d'adhérer à un OAR, tel l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (ci-après, l'« **OCRCVM** »)³³, organisme ayant pour but de réglementer les activités, les normes de pratique et la conduite professionnelle de ses membres et de leurs représentants afin de promouvoir la protection des investisseurs et l'intérêt public. De façon semblable, aux États-Unis, les banques d'investissement ont une obligation d'inscription auprès de la SEC³⁴ et doivent être membres de la *Financial Industry Regulatory Authority* (ci-après, la « **FINRA** »), un OAR issu de la fusion entre la *National Association of Securities Dealers* (ci-après, la « **NASD** ») et le département de réglementation de la New York Stock Exchange (ci-après, la « **NYSE** »)³⁵.

1.2.4.2 Contrôles ex post

1.2.4.2.1 Recours et sanctions imposées par les autorités de réglementation

Bien qu'elles disposent de pouvoirs différents, les autorités de réglementation canadiennes et américaines (qu'elles soient des commissions des valeurs mobilières ou des OARs) sont habilitées à recevoir les plaintes, à procéder à des inspections, à des enquêtes sur les violations des lois ou des règles applicables, à intenter ou à intervenir dans des recours devant les tribunaux et à imposer des réprimandes, des

³³ L'OCRCVM a été créé en 2008 par le regroupement de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (l'ACCOVAM) et du Service de réglementation du marché inc. De plus, dans la mesure où elles agissent comme gestionnaire ou conseiller d'un fonds commun de placement, elles doivent devenir membres de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ci-après, l'« **ACCFM** »).

³⁴ En vertu de l'article 15(a)(i) de la *Securities Exchange Act of 1934*, ch. 404, titre I, Sec. 1, 48 Stat. 881 (6 juin 1934), codifiée à 15 U.S.C. § 78a et suiv. (ci-après, la « **Loi de 1934** »). Les conseillers en investissement et les gestionnaires de portefeuille doivent s'inscrire auprès de la SEC et sont soumis aux dispositions de l'*Investment Advisers Act of 1940*, ch. 686, titre II, Sec. 201, 54 Stat. 847 (22 août 1940), codifiée à 15 U.S.C. § 80b-1 à § 80b-21 (ci-après, le « **Investment Advisers Act** »).

³⁵ À certaines conditions, un courtier pourra n'être membre que d'une bourse nationale reconnue, sans être membre de la FINRA. Dans la mesure où elles oeuvrent dans les contrats à terme (*futures*), elles doivent devenir membres de la *Commodity Future Trading Commission*.

amendes, des pénalités et d'autres sanctions, comme des suspensions ou des expulsions.

1.2.4.2.2 *Recours civils*

Les banques d'investissement, tant au Canada qu'aux États-Unis, lorsqu'elles agissent comme courtiers souscripteurs pour compte (communément appelées les « preneurs fermes » et en anglais, « *underwriters* ») lors d'un placement de titres auprès du public, sont susceptibles d'être tenues responsables³⁶ envers les investisseurs pour les omissions et/ou déclarations fausses ou trompeuses contenues dans le prospectus d'une société émettrice. Toutefois, pour les courtiers souscripteurs, cette responsabilité n'est pas absolue, ces derniers pouvant se prévaloir d'un moyen de défense : l'enquête raisonnable³⁷. En effet, le principal moyen de défense dont dispose la banque d'affaires consiste à démontrer qu'elle a procédé à une enquête raisonnable ne lui permettant pas de penser que le document contenait une inexactitude ou une omission significative. C'est de cette expression « enquête raisonnable » qu'est né le concept de vérification diligente qui désigne désormais l'ensemble du processus qui permet à l'intermédiaire financier d'aboutir à un niveau de « confort » suffisamment élevé pour décider de donner suite à une opération à laquelle son nom et par conséquent sa réputation seront associés. Les tribunaux ont, à quelques occasions, commenté les modalités de ce moyen de défense en insistant sur le fait qu'il requiert davantage qu'un simple appui sur les déclarations des dirigeants et administrateurs de l'émetteur. Ainsi, aux États-Unis, dans *Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp.*³⁸, la Cour fédérale américaine affirmait :

« Dealer-managers cannot, of course, be expected to possess the intimate knowledge of corporate affairs of inside directors, and their duty to investigate should be

³⁶ Art. 218 de la *Loi sur les valeurs mobilières du Québec*, L.R.Q., c. V-1.1 (ci-après, la « **LVMQ** »); art. 130 de la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario*, L.R.O. 1990, ch. S.5 (ci-après, la « **LVMO** »); art. 11 et 12 de la *Securities Act of 1933*, ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74. (27 mai 1933), codifiée à 15 U.S.C. § 77a. et suiv. (ci-après, la « **Loi de 1933** »).

³⁷ Art. 220 de la LVMQ; art. 130 (3) de la LVMO; art. 11(b) (3) de la Loi de 1933.

³⁸ 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971).

considered in light of their more limited access. Nevertheless they are expected to exercise a high degree of care in investigation and independent verification of the company's representations. Tacit reliance on management assertions is unacceptable; the underwriters must play the devil's advocate. »³⁹

Plus récemment, dans une des nombreuses instances relatives à la déconfiture de Worldcom⁴⁰, la cour a précisé la portée de ce que constitue l'enquête raisonnable. Elle a affirmé que, dans la plupart des cas, il est raisonnable pour le courtier souscripteur de se fier à des états financiers vérifiés. Elle spécifie toutefois que cette confiance ne peut être aveugle et qu'en présence de drapeaux rouges (« *red flags* ») concernant la fiabilité des états financiers vérifiés, le fait de néanmoins se fier à ces documents ne constitue pas un moyen de défense aux termes de l'article 11 de la Loi de 1933. La cour a défini le drapeau rouge comme « *any information that strips a defendant of his confidence on the accuracy of those portions of a registration statement premised on audited financial statements* »⁴¹. Ainsi, lorsqu'un doute surgit dans l'esprit du courtier souscripteur, il a le devoir d'investiguer, malgré les représentations des dirigeants de la société, à défaut de quoi, il risque d'engager sa responsabilité civile.

Aux États-Unis, les banques d'investissement s'exposent également à une responsabilité civile fondée sur les dispositions anti-fraude de la Rule 10b-5 - *Employment of Manipulative and Deceptive Devices*⁴² de la SEC, prise en application de l'article 10 (b) la Loi de 1934⁴³. Cette règle édicte un principe général énoncé en termes très larges et qui vise à contrer la fraude en valeurs mobilières.

³⁹ *Id.*, 582. Dans *SEC v. Bradbury*, D.C. Cir., 06-1319, 11 janvier 2008, [en ligne : <http://www.sec.gov/info/municipal/dcccdolphinopinion011108.pdf>], p. 8, la cour d'appel pour le district de Columbia commentait le rôle du courtier souscripteur en affirmant que celui-ci se doit d'être un « *trail guide, not a mere hiking companion* ».

⁴⁰ *In re WorldCom, Inc. Securities Litigation*, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004).

⁴¹ *Id.*, 673. Au Canada, voir *YBM Magnex International Inc. (Re)*, (2003) 26 OSCB 5285.

⁴² SEC Rule 10b-5 - *Employment of Manipulative and Deceptive Devices*, codifiée à 17 C.F.R. § 240.10b-5 (ci-après, la « **Règle 10b-5** »).

⁴³ Préc., note 34.

Elle se lit comme suit :

« Rule 10b5 -- Employment of Manipulative and Deceptive Device

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, [...]

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*
- (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*
- c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,*

in connection with the purchase or sale of any security. »

La règle avait initialement pour seul but la création d'une infraction définie par la loi qui ne donnait pas lieu à un droit privé de poursuite. Cependant, avec les années, les tribunaux américains ont conclu que le libellé de la règle entraînait un droit implicite d'action privée⁴⁴. Soulignons que l'arrêt *Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*⁴⁵ (ci-après, l'affaire « **Central Bank** ») rendue par la Cour suprême des États-Unis ait établi qu'il ne pouvait y avoir de responsabilité des acteurs périphériques (comme les banques d'investissement) envers des plaignants privés pour « facilitation et assistance » (*aiding and abetting*) à la

⁴⁴ *Superintendent of Insurance of the State of New York v. Bankers Life and Casualty Co.*, 404 U.S. 6 n. 9 (1971); *Kardon v. National Gypsum Co.*, 73 F. Supp. 798 (E.D. Pa. 1947).

⁴⁵ 511 U.S. 164 (1994).

commission d'une infraction au titre des dispositions anti-fraude de la Loi de 1934. Toutefois, la Cour suprême américaine n'a pas écarté la possibilité que ces personnes soient tenues responsables à titre de violateurs primaires de la Règle 10b-5, à condition que le plaignant apporte les éléments de preuve nécessaires à une condamnation en responsabilité primaire.

Dans la foulée des scandales financiers, les banques d'investissement, ayant des ressources financières nettement plus appréciables⁴⁶ que les Enron, Worldcom, Parmalat en déconfiture, ont fait l'objet de nombreuses poursuites civiles privées fondées, non pas sur des déclarations ou omissions fautives, mais sur le fait de leur participation à des transactions ou arrangements (en apparence légitimes) ayant pour effet de tromper les investisseurs quant à l'état réel des finances de l'émetteur⁴⁷. Toutefois, les décisions judiciaires sur cette question sont loin d'être limpides⁴⁸.

⁴⁶ On les appelle les « *deep-pocket defendants* ».

⁴⁷ Responsabilité recherchée en vertu de la Règle 10b-5(a) de la SEC, que l'on désigne en anglais « *scheme liability* ».

⁴⁸ Dans l'affaire *Anixter v. Home-Stake Prod. Co.*, 77 F.3d. 1215 (10th Cir. 1996), la cour d'appel du dixième circuit a tenté de mettre en lumière la distinction entre responsabilité primaire et secondaire et soulignait, à la page 1231: « *To establish primary liability claim, plaintiff must prove the following facts under 10b: (1) that the defendant made an untrue statement of material fact, or failed to state a material fact, (2) that the conduct occurred in connection with the purchase or sale of a security, (3) that the defendant made the statement or omission with scienter and (4) that the plaintiff relied on the misrepresentation and sustained damage as a proximate result of the misrepresentation.* » Suite à l'affaire *Central Bank*, les tribunaux ont développé deux tests pour déterminer si, et à quelles conditions, un acteur périphérique pouvait se voir attribuer une responsabilité primaire. Tout d'abord, selon le « *bright line test* », l'acteur périphérique doit non seulement être l'auteur d'une déclaration inexacte ou d'une omission mais cette déclaration inexacte doit au surplus être attribuée à cet acteur périphérique au moment de sa dissémination dans le public. Voir *Wright v. Ernst & Young LLP*, 152 F. 3d. 169, 175 (2d Cir. 1998); *Shapiro v. Canter*, 123 F.3d. 717, 720 (2d Cir. 1997). Selon le test moins exigeant de la participation substantielle (« *substantial participation test* »), certaines décisions postérieures à l'affaire *Central Bank* ont conclu que les défendeurs secondaires peuvent être tenus responsables des déclarations faites par d'autres personnes si elles ont « substantiellement participé » à la préparation des déclarations. Voir *Howard v. Everex System, Inc.*, 228 F. 3d. 1057, 1061 (9th Cir. 2000); *McNamara v. Bre-X Minerals Ltd.*, 57 F. Supp. 2d. 396, 426 (E.D. Texas 1999); *In re Software Toolworks*, 50 F. 3d 615, 628 n.3, 629 (9th Cir. 1994). Notons cependant, que l'affaire *Central Bank* n'a pas eu pour effet de restreindre la faculté de la SEC d'intenter des procédures contre une banque d'investissement fondée sur cette théorie de « facilitation et assistance ». En effet, dans l'année suivant cette décision, le Congrès a adopté la *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737, codifiée à 15 U.S.C., en paragraphes dispersés) qui prévoit, expressément, à son article 104, que la SEC a l'autorité d'instituer des procédures

Certaines décisions ont rejeté une condamnation en responsabilité fondée sur une telle notion⁴⁹, alors que d'autres ont conclu autrement. Ce fut notamment le cas dans l'affaire *In re Enron Corp Derivative Securities & ERISA Litigation*⁵⁰, où la juge Harmon adoptant un test proposé par la SEC, reconnaissait la possibilité que la participation d'un acteur secondaire à un arrangement (*scheme*) puisse constituer une violation primaire de la Règle 10b-5.

Elle s'exprimait ainsi :

*« If a third party enters into a legitimate transaction with a corporation where it knows that the corporation will overstate revenue generated by that transaction, the third party is merely aiding and abetting; in contrast, if the third party and the corporation engage in a transaction whose principal purpose and effect is to create a false appearance of revenues, intended to deceive investors in that corporation's stock, the third party may be a primary violator. »*⁵¹

Un test encore plus rigide fut toutefois élaboré dans l'affaire *Simpson v. AOL Time Warner Inc.*⁵², test requérant que la conduite même de l'acteur secondaire ait eu

contre toute personne qui porte sciemment une assistance substantielle à une autre personne en violation de la Loi de 1934, préc., note 34. D'ailleurs, la SEC a notamment porté des accusations pour facilitation et assistance contre la firme Merrill Lynch et quatre de ses haut-dirigeants relativement à certaines transactions effectuées pour le compte de Enron, plus particulièrement, les transactions de barges au Niger. Voir U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « SEC Charges Merrill Lynch, Four Merrill Lynch Executives with Aiding and Abetting Enron Accounting Fraud », *Litigation Release No. 18038*, 17 mars 2003, [en ligne: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18038.htm>] (5 avril 2010). Cette poursuite s'est soldée par un règlement de 80 millions de dollars américains. Des accusations ont également été portées contre la CIBC et trois de ses haut-dirigeants pour leur rôle dans la série de transactions de financements structurés complexes qui avaient permis à Enron de tromper ses actionnaires. Voir U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « SEC Charges Canadian Imperial Bank of Commerce and Three Executives With Aiding and Abetting Enron's Accounting Fraud », *Litigation Release No. 18517*, 22 décembre 2003, [en ligne: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18517.htm>] (5 avril 2010). Cette poursuite s'est également soldée par un règlement d'une valeur de 80 millions de dollars américains.

⁴⁹ Voir par exemple *In Re Dynergy Inc. Securities Litigation*, 339 F. Supp. 2d 804, 913-16 (S.D. Texas 2004).

⁵⁰ 529 F. Supp. 2d 644 (2006).

⁵¹ *Id.*, 705.

⁵² 452 F.3d 1040 (9th Cir. 2006). Voir également *Regents of Univ. of Cal. v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc.*, 482 F.3d 372 (5th Cir. 2007).

un objectif et une intention de tromper. En effet, il ne serait pas suffisant que la transaction ait eu un but et l'effet de tromper. C'est la conduite même du défendeur contribuant à l'opération qui doit être considérée. Celle-ci doit en elle-même avoir eu un but et une intention de tromper⁵³.

Plusieurs commentateurs espéraient que la décision de la Cour suprême des États-Unis dans l'affaire *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc. and Motorola, Inc.*⁵⁴ (ci-après, l'« **affaire Stoneridge** ») viendrait élucider ce débat. Ce ne fut pas le cas puisque la Cour suprême n'aborda pas directement la question à savoir si la participation à un arrangement (*scheme*) par un acteur secondaire pouvait constituer une violation primaire de la Règle 10b-5. Dans le cas en question, les acteurs secondaires, Scientific-Atlanta et Motorola, qui étaient à la fois fournisseurs et clients de la société de câblodistribution Charter Communication, Inc. (le violeur principal), avaient été poursuivis en responsabilité par des investisseurs, pour avoir participé à une série de transactions sans valeur économique, essentiellement destinées à gonfler artificiellement les revenus de Charter. Les demandeurs ont allégué que Charter avait payé un prix disproportionné à Scientific-Atlanta et à Motorola pour des boîtes de câbles digitaux, dans le dessein d'obtenir ensuite la restitution de l'excédent de prix sur la base de contrats d'achat de publicité conclus avec Scientific-Atlanta et Motorola. Dans son arrêt, rendu à la majorité de 5-3, la Cour suprême des États-Unis a rejeté la demande des investisseurs, au motif que la responsabilité privée fondée sur la section 10 (b) de la Loi de 1934 ne visait pas les simples « partenaires d'affaires silencieux » (*mere silent business partners*) de sociétés. Deux arguments ont été invoqués par la Cour pour justifier sa décision. D'une part, la condition de la « confiance » (*reliance*) des investisseurs - élément fondamental de toute action basée sur l'article 10 (b) de la Loi de 1934 - n'était pas réalisée dans le cas en question. En effet, comme le comportement incriminé des acteurs secondaires n'avait pas été rendu public, les investisseurs ne pouvaient pas s'être fiés aux transactions litigieuses lors de l'acquisition des titres de Charter.

⁵³ *Id.*, 1048.

⁵⁴ 128 S.Ct. 761 (2008).

D'autre part, la condition du lien de causalité faisait également défaut. Selon la Cour, la participation des deux acteurs secondaires aux transactions litigieuses n'avait ni rendu nécessaire ni inévitable l'établissement d'un bilan falsifié par Charter. Elle a, de ce fait, conclu que seul le manquement de Charter était en lien de causalité avec le dommage allégué des investisseurs. Plusieurs s'attendaient à ce que, en appel à la Cour suprême des États-Unis, l'affaire *Regents of University of California v. Credit Suisse First Boston (USA) Inc.*⁵⁵ soit distinguée de l'affaire Stoneridge et ce, en raison du fait que cette cause impliquait, non pas de simples partenaires silencieux, mais plutôt : « *financial professionals engaged in fraudulent dealings in our securities markets* »⁵⁶. Or, la Cour suprême des États-Unis a refusé d'entendre l'appel⁵⁷.

Il nous faut toutefois souligner le commentaire émis par le juge dans la décision *In re Refco, Inc. Securities Litigation*⁵⁸, où, à la note 15 de son jugement, il écrit:

« It is perhaps dismaying that participants in a fraudulent scheme who may even have committed criminal acts are not answerable in damages to the victims of the fraud. However, as the Court noted in Stoneridge, the fact that the plaintiff-investors have no claim is the result of a policy choice by Congress. 128 S. Ct. at 769. In 1995, in reaction to the Supreme Court's decision in Central Bank, Congress authorized the SEC - but not private parties - to bring enforcement actions against those who "knowingly provide [...] substantial assistance to another person" in violation of the federal securities laws. See PSLRA, Pub. L. No. 104-67, § 104, 109 Stat. 737, 757, codified in 15 U.S.C. §78t(f). This choice may be ripe for legislative re-examination. While the impulse to protect professionals and other marginal actors who may too easily be drawn into securities litigation may well be sound, a bright

⁵⁵ Préc., note 52.

⁵⁶ *Regents of University of California v. Credit Suisse First Boston (USA) Inc.*, Supplement Brief On Petition for Writ of Certiorari to the United States Court of Appeal for the Fifth Circuit, Docket 06-1341, 17 janvier 2008, [en ligne: http://www.csgr.com/pdf/enron/suppl_brief_080117.pdf] (16 avril 2010).

⁵⁷ *Regents of the University of California v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., et al.*, 2008 U.S. LEXIS 1120.

⁵⁸ 609 F. Supp. 2d 304 (2009).

line between principals and accomplices may not be appropriate. There are accomplices and there are accomplices: after all, in the criminal context when the Godfather orders a hit, he is only an accomplice to murder - one who “counsels, commands, induces or procures” but he is nonetheless liable as a principal for the commission of the crime. 18 U.S.C. §2(a). Likewise, some civil accomplices are deeply and indispensably implicated in wrongful conduct. Perhaps a provision authorizing the SEC not only to bring actions in its own right but also to permit private plaintiffs to proceed against accomplices after some form of agency review would provide the necessary flexibility without involving the courts in standardless and difficult-to-administer line-drawing exercises. »⁵⁹

Au Canada, le pendant du droit privé de poursuite de l'article 10b) de la Loi de 1934 est plus limitatif. Ainsi, la perspective d'une condamnation d'un acteur périphérique silencieux en responsabilité, est selon nous peu probable (sauf peut-être en ce qui concerne les activités d'analyse financière). En effet, le régime canadien de responsabilité civile sur le marché secondaire⁶⁰, en vigueur dans certaines provinces canadiennes, confère aux investisseurs le droit d'intenter des poursuites en cas de manquement de l'émetteur et de certaines autres personnes aux obligations d'information continue. Ce régime s'applique dans les cas suivants : (i) une présentation inexacte des faits dans un document produit par l'émetteur ou pour le compte de celui-ci⁶¹; (ii) une présentation inexacte des faits dans une déclaration orale publique faite par l'émetteur ou pour le compte de celui-ci⁶²; (iii) une présentation inexacte des faits dans un document produit ou dans une déclaration orale publique faite par une «personne influente»⁶³, comme un actionnaire qui a le contrôle ou le promoteur de l'émetteur; et (iv) le non-respect d'obligations d'information occasionnelle par l'émetteur⁶⁴.

⁵⁹ *Id.*, 317.

⁶⁰ Voir, entre autres, art. 225.2 et suiv. de la LVMQ, préc., note 36; art. 138.1 et suiv. de la LVMO, préc., note 36.

⁶¹ Art. 225.8 de la LVMQ; art. 138.3 (1) de la LVMO.

⁶² Art. 225.9 de la LVMQ; art. 138.3 (2) de la LVMO.

⁶³ Art. 225.10 de la LVMQ; art. 138.3 (3) de la LVMO.

⁶⁴ Art. 225.11 de la LVMQ; art. 138.3 (4) de la LVMO.

Par ce recours visant à obtenir des dommages-intérêts, l'investisseur peut poursuivre l'émetteur et les personnes influentes à l'égard de ce dernier, de même que leurs administrateurs et dirigeants respectifs. Une personne influente à l'égard de l'émetteur est définie comme une personne participant au contrôle, un promoteur, ou un initié autre que son administrateur ou dirigeant, de même qu'un gestionnaire de fonds d'investissement lorsque l'émetteur est un fonds d'investissement⁶⁵. L'investisseur peut également poursuivre un expert, en rapport avec toute présentation inexacte des faits, orale ou écrite, quelque soit la manière dont celle-ci a été faite, pourvu que les trois conditions suivantes soient réunies : (i) la présentation inexacte des faits figure également dans un rapport, une déclaration ou une opinion de l'expert (ci-après, le «**rapport de l'expert** »); (ii) le document ou la déclaration reproduit, résume ou cite des passages du rapport de l'expert; et (iii) l'expert a consenti par écrit à l'utilisation du rapport de l'expert dans un document publié ou une déclaration faite par une personne autre que l'expert⁶⁶. Le terme expert s'entend comme: « une personne dont la profession donne foi à une déclaration qu'elle fait à titre professionnel, notamment un comptable, un actuaire, un évaluateur, un vérificateur, un ingénieur, un analyste financier, un géologue, un avocat ou un notaire, à l'exclusion toutefois d'une entité qui est une agence de notation agréée définie par règlement »⁶⁷. Bien qu'à l'heure actuelle, nous n'ayons retracé aucun recours intenté au Canada en vertu de ce régime de responsabilité dans le marché secondaire contre une banque d'affaires, il reste à voir si et comment les tribunaux interpréteront la contribution de celles-ci à une déclaration inexacte en vertu de ce régime de responsabilité. Le libellé de la réglementation en cette matière, conjuguée aux décisions rendues aux États-Unis dans ce contexte, nous permettent de douter d'un éventuel gain de cause par les investisseurs.

En plus des procédures judiciaires ou administratives intentées en vertu de la réglementation en valeurs mobilières, les banques d'investissement sont, de surcroît,

⁶⁵ Art. 225.3 de la LVMQ; art. 138.1 de la LVMO.

⁶⁶ Art. 225.8 (3), 225.9(3), 225.10 (3) et 225.11 (3) de la LVMQ; art. 138.3(1) (e) de la LVMO.

⁶⁷ Art. 225.3 de la LVMQ; art. 138.1 de la LVMO.

susceptibles de faire l'objet de recours civils intentés par leurs clients sur la base de l'obligation de loyauté dont elles peuvent être tributaires dans certaines circonstances.

1.3 Le devoir de loyauté du banquier d'investissement

En marge de la panoplie de dispositions contenues dans la réglementation en valeurs mobilières qui, par divers mécanismes, tentent de contrôler ou d'interdire certains conflits d'intérêts, l'obligation d'éviter les conflits d'intérêt tire sa source de l'obligation de loyauté imposée à certains acteurs, soit de façon explicite par la loi ou reconnue en jurisprudence. Nous aborderons en premier lieu, l'obligation de loyauté telle qu'elle s'interprète dans le régime juridique de *common law*, où celle-ci est directement liée aux obligations qui naissent d'une relation fiduciaire⁶⁸. Par la suite, nous nous pencherons sur l'application de cette obligation de loyauté en droit civil québécois, où elle provient plutôt des dispositions du *Code civil du Québec*⁶⁹ (ci-après, le « **C.c.Q.** ») et s'impose dans certains types de rapports contractuels.

1.3.1 L'obligation fiduciaire de *common law*

L'obligation fiduciaire a été développée par les cours d'*equity* à partir des principes de la fiducie (le *trust*) où une personne, le fiduciaire (« *trustee* »), détient un bien pour le compte d'une autre, le bénéficiaire. Afin de protéger les intérêts du bénéficiaire, le fiduciaire est tenu d'agir de façon complètement désintéressée pour le seul bénéfice de la fiducie et de ses bénéficiaires envers qui il a « le plus grand devoir de loyauté »⁷⁰. Une personne ou une organisation tenue à devoir fiduciaire doit agir avec une extrême bonne foi envers le bénéficiaire de cette obligation et ne doit pas abuser

⁶⁸ L'obligation d'agir avec prudence et diligence constitue le second volet de l'obligation fiduciaire.

⁶⁹ L.Q. 1991, c. 64.

⁷⁰ Voir J. BOATRIGT, préc., note 3, 219, qui définit l'obligation fiduciaire comme suit: « *A fiduciary duty may be defined as the duty of a person in a position of trust to act solely in the interests of the beneficiary, without gaining any material benefit except with the knowledge and consent of such person.* »

de cette confiance ou exercer ses pouvoirs au détriment de ce dernier⁷¹. Ce passage célèbre du juge Benjamin Cardozo illustre bien l'intensité de ce devoir:

*« Many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arms' length, are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than morals of the marketplace. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior ».*⁷²

Il est donc bien établi qu'une personne dont la relation avec une autre est fiduciaire (ou autrement dit, qui a une obligation fiduciaire envers une autre) doit agir uniquement dans l'intérêt du bénéficiaire et donc éviter toute situation où son intérêt ou l'intérêt d'un tiers viendrait interférer avec l'intérêt du bénéficiaire, sauf si ce dernier y consent⁷³.

Au fil de l'évolution jurisprudentielle, la relation fiduciaire n'est désormais plus limitée au *trust* de *common law*⁷⁴. D'autres rapports sont d'emblée assortis d'une obligation fiduciaire, notamment les rapports entre un avocat et son client, les administrateurs et la société⁷⁵, etc. Aux États-Unis, la Cour suprême a de plus reconnu

⁷¹ Paul MARTEL, « Les devoirs de loyauté des administrateurs de sociétés par actions fédérales – impact du Code civil du Québec », (2001) 61 *R. d. B.* 323, 329.

⁷² *Meinhard v. Salomon*, 249 N.Y. 458, 464 (1928).

⁷³ Le Black's Law Dictionary définit l'expression « *fiduciary duty* » en ces mots: « *A duty of utmost good faith, trust, confidence, and candor owed by a fiduciary (such as a lawyer or corporate officer) to the beneficiary (such as a lawyer's client or a shareholder); a duty to act with the highest degree of honesty and loyalty toward another person and in the best interests of the other person (such as the duty that one partner owes to another).* » Voir Bryan A. GARNER (dir.), *Black's Law Dictionary*, 9^e éd., St. Paul, Minn., Thomson Reuters, 2009, p. 581.

⁷⁴ Commentant la transposition des principes d'équité dans le domaine des transactions commerciales, le juge Millet exprime l'opinion qui suit : « *It has broken through traditional barriers which would confine its operation to the home and family and entered the business world. It brings with it obligations of loyalty, confidence and good faith, obligations higher than those imposed by the common law which is satisfied with honesty, careful conduct and keeping one's promises. The exposure of the commercial world to equitable concepts is bringing a host of problems with which we are only now beginning to grapple.* » Voir John MCGUEE, *Snell's Equity*, London, Sweet & Maxwell, 2000 (30^e éd.), dans l'avant-propos.

⁷⁵ *Canadian Aero Service Ltd. c. O'Malley*, [1974] R.C.S. 592, 609-610.

dans l'affaire *SEC v. Capital Gains*⁷⁶ que, quoique le libellé de l'article 206 de l'*Investment Advisers Act of 1940*⁷⁷ ne contienne pas le terme « fiduciaire » ou une expression équivalente, il était néanmoins de l'intention du Congrès américain que les conseillers en investissement (*investment advisers*)⁷⁸ soient assujettis à des obligations fiduciaires envers leurs clients⁷⁹.

Au surplus, la jurisprudence, émanant des tribunaux tant canadiens qu'américains, a également reconnu qu'il puisse exister d'autres rapports de confiance qui revêtent un caractère fiduciaire (*fiduciary in character*). Un nombre considérable de décisions judiciaires ont formulé et/ou analysé les critères préalables à la formation d'une telle relation. Cependant, force est de constater que l'état du droit quant à cette question demeure relativement confus⁸⁰, différant quelque peu de juridictions en juridictions⁸¹.

⁷⁶ 375 U.S. 180 (1963). Voir également *Lowe v. SEC*, 472 U.S. 181, 210 (1985); *Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11, 17 (1979).

⁷⁷ Préc., note 34.

⁷⁸ Toutefois, en juin 2009, l'administration Obama a proposé que l'obligation fiduciaire d'agir au mieux des intérêts du client soit appliquée aux *brokers/dealers* (qui fournissent des conseils d'investissement à leurs clients) qui, à l'heure actuelle, ne sont pas d'emblée assujettis à une telle obligation. Voir U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, 17 juin 2009, [en ligne: http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf] (5 avril 2010), p. 71.

⁷⁹ Lori A. RICHARDS, « Speech by SEC Staff. Fiduciary Duty: Return to First Principles », *Eighth Annual Investment Adviser Compliance Summit*, 27 février 2006, [en ligne: <http://www.sec.gov/news/speech/spch022706lar.htm>] (21 avril 2010); Tamar FRANKEL et Clifford E. KIRSCH, *Investment Management Regulation*, 3^e édition, Fathom Publishing, 2005, p. 49; Ivan TCHOTOURIAN, « Devoirs et responsabilités des administrateurs d'entreprises d'investissement : les récentes précisions de la Securities and Exchange Commission », (2008) 6 *Revue de Droit Bancaire et Financier* 14-20.

⁸⁰ En fait, le mot « fiduciaire » a été décrit comme étant : « [TRADUCTION] *l'un des termes les plus mal définis, sinon totalement trompeurs de notre droit* ». Voir P.D. FINN, *Fiduciary Obligations*, Sydney, Lawbook Co., 1977, p. 1. On a déjà dit que le rapport fiduciaire était : « [TRADUCTION] *un concept à la recherche d'un principe* ». Voir Anthony MASON, « Themes and Prospects », dans P. D. FINN (dir.), *Essays in Equity*, Sydney, Lawbook Co., 1985, 242, 246. D'aucuns ont laissé entendre qu'il se peut que les principes régissant les obligations fiduciaires soient bel et bien indéfinissables. Voir Dennis R. KLINCK, « The Rise of the 'Remedial' Fiduciary Relationship: A Comment on *International Corona Resources Ltd. v. Lac Minerals Ltd.* », (1988) 33 *McGill L.J.* 600, 603. D'autres doutent qu'il puisse y avoir une définition universellement applicable au rapport fiduciaire. Voir *Hospital Products Ltd. v. United States Surgical Corp.*, (1984) 55 A.L.R. 417, 432.

⁸¹ Andrew TUCH, « Securities Underwriters in Public Capital Markets: The Existence, Parameters and Consequences of the Fiduciary Obligation to Avoid Conflicts », (2007)

Comme le soulignait la Cour suprême du Canada dans son arrêt *Lac Minerals Ltd. c. International Corona Resources Ltd*⁸² (ci-après, l'affaire « **Lac Minerals** »):

*« Il existe peu de notions juridiques plus fréquemment invoquées et plus imprécises que celle des rapports fiduciaires. Dans des circonstances particulières et à l'égard de rapports particuliers, les tribunaux n'ont aucune difficulté à conclure à l'existence d'obligations fiduciaires, mais à un niveau plus fondamental, le principe sur lequel repose l'obligation n'est pas clair ».*⁸³

Bien qu'une analyse exhaustive de ces décisions dépasse le cadre du présent mémoire, mentionnons les décisions de la Cour suprême du Canada en la matière. La plus haute instance judiciaire canadienne a établi que la caractérisation d'une relation fiduciaire relève d'une analyse soignée des faits propres à chaque relation. Dans l'arrêt *Frame c. Smith*⁸⁴, le juge Wilson définit ainsi les caractéristiques d'une relation à caractère fiduciaire:

« Les rapports dans lesquels une obligation fiduciaire a été imposée semblent posséder trois caractéristiques générales:

(1) le fiduciaire peut exercer un certain pouvoir discrétionnaire.

(2) le fiduciaire peut unilatéralement exercer ce pouvoir discrétionnaire de manière à avoir un effet sur les intérêts juridiques ou pratiques du bénéficiaire.

Journal of Corporate Law Studies 51, 69. Dans cet article, le professeur Tuch mentionne brièvement qu'il existe une différence de conception de l'obligation fiduciaire entre le droit anglo-australien et le droit nord-américain. Robert FLANNIGAN, « The Boundaries of Fiduciary Accountability », (2004) 83 *Revue du Barreau Canadien* 35, 54-61.

⁸² [1989] 2 RCS 574.

⁸³ *Id.*, 643-644.

⁸⁴ [1987] 2 R.C.S. 99.

(3) le bénéficiaire est particulièrement vulnérable ou à la merci du fiduciaire qui détient le pouvoir discrétionnaire. »⁸⁵

Dans l'arrêt *Lac Minerals*⁸⁶, le juge Sopinka réitérait ces critères et ajoutait qu'il est possible de conclure à un rapport fiduciaire même si toutes ces caractéristiques ne sont pas présentes, précisant toutefois que la vulnérabilité constitue la seule caractéristique jugée indispensable à l'existence de rapports fiduciaires⁸⁷. Par la suite, dans l'arrêt *Hodgkinson c. Simms*⁸⁸, le juge Laforest, au nom de la majorité, soulignait que la vulnérabilité n'est toutefois pas la «marque distinctive» d'une relation fiduciaire, quoiqu'elle constitue une «indication importante de son existence»⁸⁹. Le juge Sopinka, dissident, rétorquait que:

« Lorsqu'une partie conserve le pouvoir et la capacité de prendre ses propres décisions, l'autre partie peut avoir une obligation de diligence de ne pas présenter sous un faux jour la situation existante, sous peine de responsabilité en matière délictuelle ou pour négligence. Cependant, cette partie n'a aucun devoir de loyauté. Ce devoir supérieur n'existe que si la personne exerce un pouvoir unilatéral sur les affaires de l'autre personne, de sorte que cette dernière se trouve à la merci de son pouvoir discrétionnaire. »⁹⁰

De plus, dans l'arrêt *Lac Minerals*, la juge Wilson précisait que le fait qu'un rapport ne revêt pas un caractère essentiellement fiduciaire, n'empêche toutefois pas qu'une obligation fiduciaire puisse résulter d'actes précis accomplis dans le cadre de ce rapport⁹¹.

⁸⁵ *Id.*, 136. Certains commentateurs suggèrent que le critère de détermination factuelle d'une relation à caractère fiduciaire est l'« expectative raisonnable qu'une personne agira dans les intérêts d'une autre ». Voir P.D. FINN, « The Fiduciary Principle », in T. G. YODAN (dir.), *Equity, Fiduciaries and Trusts*, Toronto, Carswell, 1989, p. 46.

⁸⁶ Préc., note 82.

⁸⁷ *Id.*, 651.

⁸⁸ [1994] 3 R.C.S. 377.

⁸⁹ *Id.*, 405.

⁹⁰ Préc., note 88, 468.

⁹¹ *Lac Minerals Ltd. c. International Corona Resources Ltd.*, préc., note 82, 631.

En regard des décisions ci-haut mentionnées, le rapport qu'entretient la banque d'investissement avec son client peut-il revêtir un caractère fiduciaire? La réponse à cette question n'est pas arrêtée. La notion de banque d'investissement est vaste, et, tel que nous en avons discuté précédemment, la qualification de la nature de la relation de cette dernière avec son client dépendra de plusieurs facteurs, à commencer par l'activité spécifique qu'elle exerce en relation avec un client donné. Agit-elle à titre de courtier auprès d'une clientèle d'investisseurs non sophistiqués ou encore d'investisseurs institutionnels? Est-elle gestionnaire de fonds commun de placement⁹² ou agit-elle comme courtier souscripteur dans le cadre d'un placement auprès du public?

Les tribunaux se sont prononcés à maintes reprises sur le caractère de la relation du courtier avec son client. Il se dégage de ces décisions que cette relation n'est pas fiduciaire de nature⁹³. Toutefois, compte tenu des faits spécifiques à chaque cas, les tribunaux ont, à certaines occasions, jugé qu'un courtier pouvait être tenu d'une obligation fiduciaire envers son client. En outre, lorsque le courtier a un pouvoir discrétionnaire relativement aux transactions effectuées pour le compte de son client, on conclura généralement que leur relation revêt un caractère fiduciaire,

⁹² Lorsqu'il agit à titre de gestionnaire ou conseiller d'un fonds commun de placement, l'intermédiaire financier a l'obligation d'agir au meilleur des intérêts du fonds et de ses porteurs de parts. Voir David P. STEVENS, *Trust Law Implications of Proposed Regulatory Reform of Mutual Fund Governance Structures. A Background Research Report to Concept Proposal 81-402 of the Canadian Securities Administrators*, 1^{er} mars 2002, [en ligne: http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/2-Trust_Law_implications_81-402.pdf] (5 avril 2010), p. 35. L'article 116 de la LVMO, préc., note 36, prévoit que le gestionnaire de fonds d'investissement doit exercer les pouvoirs et s'acquitter des fonctions de son poste avec honnêteté, bonne foi et au mieux des intérêts du fonds. Voir également l'article 159.3 de la LVMQ, préc., note 36, qui prévoit que le gestionnaire de fonds d'investissement doit, au mieux des intérêts du fonds et de ses bénéficiaires ou de la fin poursuivie, agir avec prudence, diligence et compétence et s'acquitter de ses fonctions avec honnêteté, bonne foi et loyauté. Aux États-Unis, voir les articles 206 du *Investment Advisers Act of 1940*, préc., note 34 et 36(2) du *Investment Company Act of 1940*, codifiée à 15 U.S.C. § 80a-1 à 15 U.S.C. § 80a-64.

⁹³ Voir *Hodgkinson c. Simms*, préc., note 88; *Hunt v. TD Securities*, (2003) 66 O.R. (3d) 481 (Ont. C.A.); *Abrams v. Sprott Securities Ltd.*, 67 O.R. (3d) 368 (Ont. C.A.).

par opposition au courtier qui n'est qu'un simple exécutant des instructions de son client⁹⁴.

Dans la décision *Kent v. May*⁹⁵, la Cour s'est exprimée sur cette distinction:

*« Essentially, therefore, one should consider the broker-client relationship to be a spectrum. At one end is a relationship of full trust and advice. The broker effectively makes all the decisions because of the great reliance and trust reposed in him or her by the client. [...] This is exacerbated where the account is discretionary, such that the broker has authority to make trades without the client's consent or even knowledge. Obviously, there is a fiduciary relationship at this end of the spectrum [...]. At the other end is a relationship where the broker is merely an "order-taker" for the client, the client does not rely on any advice from the broker, and the broker has no discretion. [...] Relationships at this end of the spectrum lack the elements of a fiduciary relationship. »*⁹⁶ [citations omises]

⁹⁴ *Independent Order of Foresters v. Donald, Lufkin and Jenrette*, 157 F.3d 933, 940-941, 2nd Cir.(1998). L'OCRCVM énonce ce qui suit: « Les tribunaux ont généralement jugé que la personne inscrite est tenue d'une obligation fiduciaire à l'égard du client, lorsque que celui se fie aux conseils et aux recommandations de la personne inscrite. Cette relation fiduciaire oblige la personne inscrite à agir avec diligence, honnêteté et bonne foi dans ses rapports avec les clients ». Voir ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, *Lignes directrices sur les sanctions disciplinaires des courtiers membres*, mars 2009, [en ligne: http://www.iiroc.ca/French/Enforcement/Politiques/Documents/DisciplinarySanctionGuidelines_fr.pdf] (16 avril 2010), p. 26. Voir également Julie BIRON, *La responsabilité de l'intermédiaire de marché et la protection du petit investisseur : à la recherche d'un certain équilibre*, mémoire de maîtrise, Montréal, Faculté des études supérieures, Université de Montréal, 2005, p. 18. Dans son modèle de courtage équitable (mieux connue sous le nom de « *Fair Dealing Model* »), la CVMO identifie trois types de relations courtier-clients : (i) une relation de compte autogéré, selon laquelle le client dépend du fournisseur de services financiers uniquement pour l'exécution des opérations; (ii) une relation de services de conseils, selon laquelle le client prend des décisions en ayant recours aux conseils d'expert objectifs du représentant; et (iii) une relation de compte géré, selon laquelle le client dépend entièrement du représentant, qui agit à son entière discrétion et assume une responsabilité de fiduciaire pour toutes les décisions en matière de placement . Voir ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *Fair Dealing Model. Concept Paper*, 2004, [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/cp_33-901_20040129_fdm.pdf] (15 mars 2010).

⁹⁵ [2001] A.J. No. 552 (Q.B.) (QL/LN).

⁹⁶ *Id.*, par. 51-52.

Qu'en est-il lorsqu'elle agit comme conseiller financier auprès d'une société émettrice ou comme courtier souscripteur dans le cadre d'un placement? De prime abord, l'élément de « vulnérabilité » n'étant pas aussi marqué dans le cas d'une société que dans le cas d'un individu, on sera disposé à croire que, le niveau de protection nécessaire n'étant pas le même, le rapport banque-client ne répond pas aux critères de la relation à caractère fiduciaire, tels qu'élaborés par les tribunaux⁹⁷. Est-ce réellement le cas ? Comme nous le verrons, les avis sont partagés.

1.3.1.1 Lorsqu'elle agit comme conseillère dans le cadre d'une opération de fusions-acquisitions

Aux États-Unis, dans l'affaire *Cafe La France, Inc. v. Schneider Secs., Inc.*, une cour de district a soutenu que le rapport commercial entre une banque d'affaires et son client ne s'élève pas au niveau de confiance nécessaire à l'établissement d'un devoir fiduciaire⁹⁸. Toutefois, d'autres instances ont tiré des conclusions divergentes. Dans *Bear Stearns & Co. v. Daisy Sys. Corp.*⁹⁹, la banque d'investissement conseillait une société dans le cadre de l'acquisition d'une autre société et avait promis d'assister cette dernière dans la mise en place du financement nécessaire à l'opération. La cour d'appel du neuvième circuit jugea qu'un jury pourrait conclure que la banque d'affaires a un devoir fiduciaire envers son client au-delà des limites de leur contrat, si

⁹⁷ Voir Robert FLANNIGAN, « Commercial Fiduciary Obligation », (1998) 36 *Alberta Law Review* 905, 910: « *There is another interpretation of vulnerability that can be found in the fiduciary cases. Persons are vulnerable because, by employing others to pursue their interests, they have exposed themselves to the possibility of opportunistic action. Vulnerability in this sense is exposure, not weakness. This interpretation permits recognition of the fact that even sophisticated and powerful commercial actors are regularly exposed to the possibility of opportunism by their co-venturers, advisors, and workers.* »

⁹⁸ *Cafe La France, Inc. v. Schneider Secs., Inc.*, 281 F. Supp. 2d 261, 272-74 (D.R.I. 2003). Voir également *Joyce v. Morgan Stanley & Co.*, 2008 U.S. App. LEXIS 17588, au par. 11 qui conclut qu'une banque d'investissement n'a pas d'obligation fiduciaire envers les actionnaires de la compagnie-cible lorsque la banque fournit un avis quant au caractère équitable de la transaction. Voir également *The HA 2003 Liquidating Trust v. Credit Suisse Sec. (USA) LLC*, 517 F.3d 454 (7th Cir. 2008) et *Young v. Goldman Sachs & Co.*, No. 08 CH 28542 (Ill. Cir. Ct., Jan. 13, 2009).

⁹⁹ 97 F.3d 1171 (9th Cir. 1996). Voir également *Aequitas Ltd v. Sparad No 100 Ltd (formerly Australian European Finance Corporation Ltd)*, (2001) 19 ACLC 1006; Andrew TUCH, « Obligations of Financial Advisers in Change-of-Control Transactions: Fiduciary and Other Questions », (2006) 24 no 88 *Company and Securities Law Journal* 488-521.

ce jury déterminait que le client a placé une confiance extraordinaire (*inordinate*) dans les conseils de la banque, en raison de la connaissance supérieure de cette dernière dans le domaine des opérations de fusions. Elle prévient toutefois que toute relation entre un conseiller financier et son client n'est pas automatiquement fiduciaire et que cette caractérisation dépend essentiellement des faits impliqués. Cette décision démontre qu'il est possible d'établir un rapport fiduciaire entre deux personnes sophistiquées¹⁰⁰ en affaires quand l'une d'elles repose une grande confiance en l'autre en raison des connaissances et de l'expertise supérieures de cette autre personne.

Plus récemment, dans *Australian Securities and Investments Commission v. Citigroup Global Capital Markets Australia Pty Limited (No 4)*¹⁰¹ (ci-après, la « **décision Citigroup** »), une décision des plus attendues tant en Australie qu'outre-mer, la Cour fédérale australienne s'est également penchée sur cette épineuse question. Ce jugement présente un intérêt certain puisqu'il analyse la nature de la relation d'une banque d'investissement lorsqu'elle conseille un client dans le cadre d'une offre publique d'achat et ce, dans le contexte d'une allégation de conflit d'intérêts. Dans les lignes qui suivent, nous nous proposons d'examiner brièvement les faits et motifs de cette décision. Elle implique Citigroup Global Capital Markets Australia Pty Limited (« **Citigroup** »), une filiale opérante de Citigroup Inc., un géant mondial des services financiers. Citigroup exerce une large gamme d'activités en Australie, incluant des activités connues sous la dénomination de « *Corporate and*

¹⁰⁰ Le tribunal de première instance avait conclu que la relation ne pouvait pas être fiduciaire en raison de l'absence de « supériorité » d'une des parties sur l'autre: « *The essence of a fiduciary or confidential relationship is that the parties do not deal on equal terms, because the person in whom trust and confidence is reposed and who accepts that trust and confidence is in a superior position to exert unique influence over the dependent party* ». Voir *Kennedy v. Bear Stearns & Co.*, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P97729 (N.D. Cal. Feb. 3, 1993). D'autre part, le professeur TUCH soutient que le fait que le client soit sophistiqué en affaires ne constitue pas un obstacle à l'établissement d'une relation fiduciaire entre le banquier d'investissement et celui-ci. Référant à la décision *Aequitas*, préc., note 99, il écrit: « *Even companies whose management have experience of change-of-control transactions would be unsophisticated in comparison to an investment bank whose business is to regularly advise on such transactions.* » Voir Andrew TUCH, préc., note 99, 503. Voir également *Australian Securities and Investments Commission v. Citigroup Global Capital Markets Australia Pty Limited (No 4)*, [2007] 62 ACSR 427.

¹⁰¹ Préc., note 100.

Investment Bank » qui comprend elle-même plusieurs unités opérationnelles dont: (i) une appelée « *Investment Banking* » fournissant entre autres des services consultatifs relativement à des fusions et acquisitions et; (ii) une autre connue sous le nom de « *Equities* » qui exerce des activités de négociation pour le compte de clients institutionnels et pour compte propre (*proprietary trading*). Les employés qui travaillent pour l'unité « *Investment Banking* » ont accès à de l'information confidentielle dans le cadre de leurs relations étroites avec les émetteurs qu'ils conseillent, alors que ceux qui travaillent dans l'unité « *Equities* » ne sont pas exposés à des informations de telle nature. On appelle la première unité, « secteur privé », et la seconde, « secteur public », et des murailles de Chine sont établies entre les secteurs privé et public afin d'empêcher la transmission d'information d'un secteur à l'autre. Le 8 août 2005, Citigroup fut retenue par une filiale de la société Toll Holdings Ltd. (ci-après, « **Toll** ») en tant que conseiller financier relativement à une offre publique d'achat des actions de Patrick Corporation (ci-après, « **Patrick** »), une société cotée à la bourse d'Australie. Il est à noter que le document par lequel Toll a officiellement retenu les services de Citigroup n'a été signé que le 8 août 2005, bien que Citigroup assistait Toll depuis janvier 2005 et que, depuis juin 2005, avait obtenu l'assurance qu'elle agirait comme conseiller de cette dernière. Le 19 août 2005, un *trader* de l'unité « *Equities* », sans être au courant de la transaction projetée, acheta, pour le compte de Citigroup, un peu plus d'un million d'actions de Patrick, entraînant alors la hausse du cours du titre de cette dernière. L'Australian Securities and Investments Commission (ci-après, l'« **ASIC** ») a alors intenté des procédures contre Citigroup aux motifs¹⁰² que cette dernière avait failli à son obligation fiduciaire envers Toll et qu'elle n'avait pas mis en place des mesures adéquates afin de gérer les conflits d'intérêts, conformément à l'article 912A(1) du *Corporations Act (2001)*. En effet, de l'avis de l'ASIC, en acquérant des actions de Patrick, Citigroup s'était placée dans une situation où son devoir de loyauté envers Toll était en conflit avec son propre intérêt. À titre d'initiateur potentiel d'une OPA pour les actions de Patrick, il était dans l'intérêt de Toll que le cours de celles-ci demeure le plus bas possible. À l'opposé, Citigroup, à titre d'actionnaire de Patrick, avait un intérêt évident à ce que le

¹⁰² D'autres motifs ont été invoqués par l'ASIC, incluant le délit d'initié.

cours de ses actions augmente et donc à ce que le prix offert par Toll dans le cadre de l'OPA soit le plus élevé possible. Selon l'ASIC, l'obligation fiduciaire entre Citigroup et Toll était née de la lettre de mandat. Or, ce document contenait une clause qui avait pour effet d'exclure expressément toute relation fiduciaire entre Citigroup et sa cliente. Le juge, précisant que la relation entre une banque d'investissement, à titre de conseiller financier, et son client ne fait pas partie des catégories établies de relations fiduciaires, souligna néanmoins que dans certaines circonstances, particulièrement lorsque le conseiller se présente comme un expert en matière financière et s'engage à exercer un rôle de conseiller envers son client¹⁰³, cette relation pouvait revêtir un caractère fiduciaire¹⁰⁴. Toutefois, puisque l'ASIC avait admis, à tort selon certains¹⁰⁵, qu'aucune relation fiduciaire ne précédait la lettre d'engagement, le juge Jacobson conclut qu'en raison de la clause d'exclusion de l'obligation fiduciaire contenue dans cette lettre, Citigroup n'avait aucune d'obligation fiduciaire envers Toll. Au surplus, le juge décida que puisque Citigroup n'était pas en relation fiduciaire avec Toll, l'article 912A(1) du *Corporations Act (2001)* ne lui était pas applicable¹⁰⁶.

Quelle aurait été la conclusion de la cour fédérale d'Australie, n'eut été de cette clause d'exclusion dans la lettre d'engagement? Certains passages de la décision sont éloquents.

Aux pages 471 et 472 du jugement, le juge Jacobson écrit:

*« It is true, as is shown by Daly, Hadid and Aequitas, that an adviser may have fiduciary obligations to the client. **But for the express terms of the mandate letter,***

¹⁰³ Le juge Jacobson renvoie aux décisions suivantes : *Daly v. Sydney Stock Exchange Ltd.* (1986) 160 CLR 371, 377 et *Aequitas v. Sparad No 100 Ltd. (formerly Australian European Finance Corporation Ltd.)*, préc., note 99.

¹⁰⁴ *ASIC v. Citigroup*, préc., note 100, 466.

¹⁰⁵ Thomas RITCHIE, « ASIC v Citigroup: An Amber Light For Proprietary Trading », (2008) *Corporate Governance eJournal* 5.

¹⁰⁶ *ASIC v. Citigroup*, préc., note 100, 482. Ce qui à notre avis constitue une mauvaise interprétation du champ d'application de cette disposition. L'obligation créée par l'article 912A du *Corporations Act (2001)* (Cth), [en ligne: http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol_act/ca2001172] (23 avril 2010) et l'obligation fiduciaire sont indépendantes l'une de l'autre. Voir A. TUCH, préc., note 8, p. 31.

the pre-contracting dealings between Citigroup and Toll would have pointed strongly toward the existence of a fiduciary relationship in Citigroup's role as an adviser.

[...]

In summary, Citigroup gave Toll advice such as to the wisdom and merits of making a bid for Patrick. Citigroup gave strategic advice which involved the use of its financial acumen, judgment and expertise to further Toll's interests. Citigroup worked closely with Toll as is evidenced by the presentation made before the execution of the mandate, as well as the large number of communications between them, both oral and by e-mail.

[...]

*In addition, Citigroup gave advice to Toll about many aspects of the transaction, including, in particular, extensive advice, prior to the execution of the mandate letter, as to the pricing of the offer and the calculation of the premium. Citigroup's advice was that the premium should be calculated so as « to convey the most optically appealing bid. »¹⁰⁷ **[nous soulignons]***

En somme, il s'agit d'une question aux dimensions complexes. Bien que chaque transaction soit unique¹⁰⁸ et qu'il soit peut-être plus sage de ne pas imposer d'emblée et de façon généralisée, une obligation fiduciaire à la banque d'investissement, nous croyons tout de même qu'il soit légitime pour un client d'espérer un comportement loyal de la part de sa banque d'investissement, surtout dans le contexte d'une opération de changement de contrôle dont les enjeux sont considérables pour celui-ci. En effet, ce type de transaction, d'une importance stratégique et financière, entraîne des répercussions significatives sur la compagnie et ses gestionnaires. Elle influence la valeur de la compagnie (calculée en fonction du

¹⁰⁷ *ASIC v. Citigroup*, préc., note 100, 471-472.

¹⁰⁸ Nous croyons que l'étendue de la relation entre une banque d'investissement et son client, sans être standard, est néanmoins constante et peut être décrite de façon assez uniforme. Voir à ce sujet, *A. TUCH*, préc., note 81, 52.

cours de ses titres), sa capacité d'emprunt (bancaire ou dans les marchés des capitaux), et, dans une certaine mesure, l'avenir des dirigeants au sein de celle-ci. De plus, le conseil offert par la banque d'investissement (qui généralement est relié à la structure de la transaction, aux termes et conditions de celle-ci, au moment approprié pour sa réalisation, au prix, ainsi qu'à la prime offerte) se situe au cœur même de la réussite de l'opération. La banque d'investissement met au bénéfice de son client ses connaissances supérieures, son expérience étoffée en matière de transactions et sa perspicacité financière. Qui plus est, ce dernier lui révèle une quantité considérable d'information concernant les affaires de l'entreprise, information qui peut d'ailleurs s'avérer confidentielle. La banque et le client travaillent donc de concert pour mener à terme l'opération.

D'autre part, il est pratiquement impossible pour le client de prévoir contractuellement *ex ante* tous les aspects de la conduite de la banque d'investissement. De plus, comme la tâche de cette dernière implique l'exercice d'un jugement et d'une expertise financière élevés, il est d'autant plus difficile pour le client d'évaluer *ex post* la performance de celle-ci. Ainsi, dans de telles situations, il appert que le droit répond à ces incertitudes par l'imposition d'une obligation de loyauté¹⁰⁹. Finalement, des considérations de principe supportent une telle expectative. Comme nous en traiterons dans la seconde partie de cette étude, au-delà de l'objectif de protection du cocontractant, le comportement déloyal de l'intermédiaire de marché dérange parce qu'il ébranle la perception que les marchés des capitaux fonctionnent avec intégrité. À ce sujet, le professeur Tuch est instructif:

« The intermediary function performed by banks is, after all, integral to the efficient operation of the financial system. Permitting investment banks to have interests conflicting with that of their clients would likely erode community confidence in the integrity and utility of the relationship and in the financial markets generally. The client assured of fiduciary protection

¹⁰⁹ Richard C. NOLAN, « The Legal Control of Directors' Conflicts of Interest in the United Kingdom: Non-Executive Directors Following the Higgs Reports », (2005) 6 *Theoretical Inquiries in Law* 413, 423.

*would be encouraged to disclose financial information openly and candidly to its adviser, an essential requirement for effective representation on these transactions. »*¹¹⁰

Examinons maintenant quelle est la portée de l'obligation de loyauté du courtier souscripteur lorsqu'il participe à un placement de valeurs mobilières.

1.3.1.2 *Lorsqu'elle agit comme courtier souscripteur dans le cadre d'un placement*

En ce qui concerne la relation du banquier d'investissement agissant à titre de courtier souscripteur, bon nombre de décisions judiciaires considèrent que la nature de celle-ci ne revêt pas de caractère fiduciaire¹¹¹. Notamment, dans *HF Mgmt. Servs. LLC v. Pistone*¹¹², le tribunal tient les propos suivants:

*« In fact, not only is a fiduciary aspect absent from the majority of underwriting relationships, such relationships are better characterized as adversarial since the statutorily-imposed duty of underwriters is to investors not to the issuer of the stock. »*¹¹³

Or, malgré ce qui précède, la cour d'appel de l'État de New York a, dans l'affaire *EBC I, Inc. v. Goldman Sachs & Co.*¹¹⁴, accordé aux créanciers de la société eToys, Inc. (« **eToys** ») le droit de poursuivre une réclamation contre Goldman Sachs (le chef de file du syndicat des preneurs fermes lors du premier appel public à l'épargne de cette société) pour non-respect de son obligation fiduciaire envers eToys.

¹¹⁰ Andrew TUCH, « Investment Banks as Fiduciaries: Implications for Conflicts of Interest », (2005) 29 (2) *Melbourne University Law Review* 478, 509.

¹¹¹ Voir, entre autres, *HF Mgmt. Servs. LLC v. Pistone*, 818 N.Y.S.2d 40, 43 (N.Y. App. Div. 2006).

¹¹² *Id.*

¹¹³ *Id.*, 43. Voir également *Quintus Corporations et al. v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc. (f/k/a Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporations)*, 397 B.R. 710; 2008 Bankr. LEXIS 3001. (Bankr. D. Del., Nov. 7, 2008). Pour d'autres décisions dans lesquelles on a refusé de qualifier de fiduciaire la nature de la relation entre un courtier souscripteur et son client, voir, entre autres, *Hadid v. Lenfest Communications Inc.*, (1999) FCA 1798.

¹¹⁴ *EBC I, Inc. v. Goldman Sachs & Co.*, 799 N.Y.S.2d 170 (2005). Voir également *Baker v. Goldman Sachs & Co.*, 2009 U.S. Dist. LEXIS 84416 (QL/LN).

En effet, les créanciers d'eToys alléguaient que Goldman Sachs avait l'obligation fiduciaire de divulguer ses conflits d'intérêts à son client. Cette allégation provenait du fait que Goldman Sachs avait, de façon délibérée, fixé à un montant très bas le prix d'émission des titres de eToys afin de générer des profits plus importants pour ses clients dans le marché secondaire (alors que la banque avait, en parallèle, des arrangements de partage de profits avec ceux-ci). Reconnaissant que la convention de prise ferme en elle-même ne crée pas d'obligation fiduciaire, la majorité a néanmoins conclu que cette dernière pouvait, indépendamment de la convention de prise ferme, avoir une obligation fiduciaire envers eToys relativement à la dimension de conseil de leur relation¹¹⁵.

Dans sa dissidence, la minorité a exprimé l'opinion que la relation du courtier souscripteur avec son client-émetteur ne constitue qu'une simple relation commerciale où les intérêts d'un acheteur et d'un vendeur sont inévitablement différents¹¹⁶ et que les principes du droit des contrats ont depuis longtemps reconnu qu'un acheteur « *may make a binding contract to buy something that it knows its seller undervalues* »¹¹⁷.

Évidemment, il est incontestable que la convention de prise ferme conclue entre les courtiers et la société crée une obligation (assortie de certaines modalités plus ou moins complexes) pour le courtier d'acheter les titres de l'émetteur et de supporter le risque de ne pas pouvoir les revendre à d'autres investisseurs. Toutefois, décrire la relation du courtier avec la société comme une simple relation d'acheteur-vendeur nous apparaît simpliste. En effet, il existe, dans une telle opération de financement, une dimension centrale de conseil par la banque d'investissement qui est

¹¹⁵ *Id.*, 175.

¹¹⁶ *Id.*, 176. Le contre-argument de la majorité concernant cet aspect est particulièrement intéressant. En effet, la majorité considère que puisque eToys et Goldman Sachs avaient d'un commun accord fixé les honoraires de Goldman Sachs à 7% du produit brut du placement, il était alors légitime pour eToys de considérer que leurs intérêts étaient alignés: « *the higher the price, the higher the Goldman Sachs' 7% profit. Consequently, eToys allegedly had a further reason to trust that Goldman Sachs would act in eToys interest when advising eToys on the IPO price* ».

¹¹⁷ *Id.*, 179.

omniprésente tout au long du processus. L'étape de la vérification diligente permet que soient révélés aux courtiers souscripteurs tous les aspects de la société, y compris l'information qui s'avère, par ailleurs, confidentielle. Fort de cette connaissance, le courtier souscripteur conseille et influence la société émettrice relativement à une multitude d'aspects importants du processus comme, par exemple, la sagesse de procéder à une telle opération, les formes alternatives de financement, la structure de la compagnie, la nature et le prix d'émission des valeurs mobilières offertes, la conduite et le moment choisi pour effectuer le placement de même que l'anticipation de la demande par les investisseurs. Ce conseil affectera le montant de capital levé et son coût pour la société émettrice. Bien que le courtier souscripteur et la société émettrice se trouvent dans un rapport purement commercial, le professeur Tuch estime que ces parties ne traitent pas totalement à distance sur un pied d'égalité¹¹⁸ et ce, parce que l'émetteur est en quelque sorte dépendant du haut niveau d'expertise de son conseiller. Décrivant en détail toutes les étapes de cette opération qui s'étale généralement sur des mois de travail, Tuch tire la conclusion que le courtier souscripteur, tout au long de ce processus d'appel public à l'épargne, joue un rôle central de conseiller de confiance (*trusted advisor*) : « *it allows, - indeed, requires, the underwriter to bring to bear its extensive experience of capital markets for the benefit of the infant company* »¹¹⁹.

D'ailleurs, dans l'affaire Citigroup, le juge Jacobson estime que la vulnérabilité du client n'est qu'un indice parmi d'autres de l'existence d'une relation fiduciaire. Au surplus, le niveau de vulnérabilité s'évalue, non pas par rapport au niveau de sophistication du client, mais plutôt par « *the special opportunity of the adviser to abuse the expectation of loyalty* »¹²⁰.

¹¹⁸ A. TUCH, préc., note 81, 61.

¹¹⁹ *Id.*

¹²⁰ *ASIC v. Citigroup*, préc., note 100, 467. Voir également *Hodgkison c. Simms*, préc., note 88, 413 où le juge Laforest estime que le degré de vulnérabilité dépend non pas d'une capacité hypothétique de se protéger contre les préjudices mais plutôt de la nature raisonnable des attentes des parties. Une partie qui s'attend à ce que l'autre agisse dans son intérêt est donc plus susceptible d'être victime d'abus de pouvoir. Voir aussi Pamela F. HANRAHAN, « *ASIC v. Citigroup: Investment Banks, Conflicts of Interest, and Chinese Walls* », dans

Un argument additionnel vient nuancer la position selon laquelle la relation de la banque d'investissement avec son client n'est qu'une relation commerciale où chacun poursuit son propre intérêt. L'industrie des services bancaires d'investissement a toujours reconnu la grande valeur d'un comportement honorable, des liens forts et du service loyal envers ses clients¹²¹. La confiance des clients est considérée comme un facteur central des activités des banques d'investissement et ce, même dans sa version moderne¹²². D'ailleurs, si l'on consulte les principes d'affaires de la firme Goldman Sachs, on peut y lire: « *Our clients' interests always come first.*»¹²³ Peut-on être plus clair?

Somme toute, la nature fiduciaire de la relation banque d'investissement avec son client demeure incertaine. En somme, il ressort de la doctrine et de la jurisprudence une certaine prudence, voire même une hésitation à l'imposition d'une obligation de loyauté dans un contexte d'affaires. Selon certains, dans ce contexte, le client doit compter sur des services honnêtes plutôt que sur des services loyaux en l'absence de tout autre intérêt personnel ou autre du cocontractant¹²⁴. Il est évident que, pour des considérations d'ordre pratiques, l'imposition d'une obligation d'une telle intensité s'avère difficilement conciliable avec la réalité contemporaine de l'industrie des services financiers. Voici comment le professeur Hanrahan s'exprime à ce sujet:

« Given the commercial nature of the relationship between the intermediary and the client, is a model that is built around 'loyalty, confidence and good faith' rather than one emphasizing 'honesty, careful conduct and keeping one's promises' the right one? It is in the nature of a securities intermediary's business that it will act for other clients; it will be remunerated for its services (sometimes by its clients and sometimes by

Justin O'BRIEN, *Private Equity, Corporate Governance and the Dynamics of Market Capital Regulation*, London, Imperial College Press, 2007, 117, 126.

¹²¹ K. Thomas LIAW, *The Business of Investment Banking*, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1999, p. 316.

¹²² A.D. MORRISON et W.J. WILHELM JR., préc., note 20, p.108.

¹²³ GOLDMAN SACHS, *Our Business Principles*, [en ligne: <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/our-people/business-principles.html>] (15 avril 2009).

¹²⁴ *Hodginkson c. Simms*, préc., note 88, 415.

entities with whom its clients transact); and it may well transact (or be part of a conglomerate business that transacts) as a principal in the market. This is how securities markets are organized; therefore a workable scheme of integrity regulation needs to reflect this. Is a model that is primarily concerned with disclosure to, and consent by, an individual client able to deal with the implications of these structural features for broader considerations of market confidence? »¹²⁵ [citations omises]

Examinons maintenant comment le régime de droit civil québécois interprète l'obligation de loyauté de la banque d'affaires.

1.3.2 En droit civil

Contrairement au régime de la *common law* où l'obligation de loyauté est une composante intrinsèque de l'obligation fiduciaire développée par les tribunaux, en droit civil, l'obligation de loyauté¹²⁶ provient du C.c.Q.¹²⁷ Elle s'impose dans le cadre de certaines relations contractuelles. On la retrouve notamment sous les régimes applicables aux administrateurs de sociétés (art. 322 C.c.Q.), aux administrateurs du bien d'autrui (articles 1278 C.c.Q, 1309 et 1310 C.c.Q.), aux salariés (art. 2088 C.c.Q.) et aux mandataires (art. 2138 C.c.Q.).

Ainsi, afin de déterminer la nature et la portée des obligations qui en découlent, il importe de préciser la nature du contrat qui lie la banque

¹²⁵ Voir Pamela F. HANRAHAN, « Fiduciary Duty and the Market: Private Law and the Public Good », *University of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 347*, 2008 [en ligne: <http://ssrn.com/abstract-1184443>] (5 avril 2010), p. 2.

¹²⁶ Selon le professeur Fabien, la loyauté constitue un standard de comportement exigeant que le mandataire fasse passer l'intérêt du mandant avant son propre intérêt ou celui d'une tierce partie. Voir Claude FABIEN, « Le nouveau droit du mandat » dans *La réforme du Code civil*, Volume II, Textes réunis par le Barreau et la Chambre des notaires, Québec, Les Presses de l'Université Laval, 1993, 881, 895-896.

¹²⁷ Toutefois, les principes de droit civil et ceux de la *common law* relativement à l'obligation de loyauté comportent de grandes similitudes. Voir à ce sujet, Louis LEBEL et Pierre-Louis LESAULNIER, « L'interaction du droit civil et de la *common law* à la Cour suprême du Canada », (2006) 47(2) *Cahiers de Droit* 179, 201.

d'investissement avec son client. La nature de ce contrat dépendra notamment de la fonction ou activité spécifique qu'exerce la banque vis-à-vis de son client.

Entre autres, lorsque celle-ci agit comme courtier, un débat existe actuellement quant à la nature du contrat qui la lie à son client¹²⁸. Traditionnellement qualifié de mandat¹²⁹, certains estiment que le contrat liant le courtier à son client se rapprocherait, dans certaines circonstances, davantage du contrat de service¹³⁰. En outre, les auteurs Rousseau et Biron avancent que, lorsque le courtier n'est qu'un exécutant, c'est-à-dire dans le cas où le client prend toutes les « décisions finales sur les opérations qui seront effectuées ponctuellement dans son compte et cela malgré le fait que ces décisions aient été guidées par les conseils du courtier de plein exercice », la relation serait régie par les règles du mandat¹³¹. D'autre part, lorsque le courtier fournit, en plus des services d'exécution de transactions, des conseils à son client qui ne sont pas fournis « de manière ponctuelle et successive, mais bien dans l'idée d'orienter et de déterminer une structure financière fructueuse et respectueuse des objectifs de placements de l'investisseur », on qualifie la relation de contrat de service

¹²⁸ Stéphane ROUSSEAU et Julie BIRON, « La relation entre les courtiers et les gestionnaires en valeurs mobilières et leurs clients : quelques observations sur l'influence du Code civil du Québec », Texte présenté lors de la conférence Insight, *La réglementation des courtiers et gestionnaires en valeurs mobilières*, 17 octobre 2005, [en ligne: http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/qui-sommes-nous/fonds-reserve-education-promotion/projets-acceptes/SC-74Rousseau_Biron.pdf] (19 avril 2010), p. 3.

¹²⁹ Dans le cas d'un compte géré de façon discrétionnaire par un courtier, la Cour suprême du Canada a qualifié le contrat qui liait ce dernier à son client de mandat. Voir *Laflamme c. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd*, [2000] 1 R.C.S. 638. D'ailleurs, dans *Markarian c. Marchés mondiaux CIBC inc*, [2006] J.Q. no 5467 (QL/LN), la Cour supérieure énonce au par. 479 : « La relation entre un courtier et son client est une relation professionnelle. Le courtier agit comme conseiller et comme professionnel envers son client. Il n'est pas dans une simple relation commerciale ou dans une relation d'acheteur et de vendeur. La relation en est par ailleurs un entre mandant et mandataire. » Dans l'affaire *Groupe Albatros International inc. c. Financière McLario inc.*, REJB 2003-42340 (C.A.), la Cour d'appel du Québec, sous la plume de la juge Rousseau-Houle, avait cependant nuancé cette position, rappelant que le nouveau Code civil avait modifié l'état du droit en cette matière. Voir également Lise I. BEAUDOIN, *Le contrat de gestion de portefeuille de valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1994, pp. 25, 49 et 50.

¹³⁰ S. ROUSSEAU et J. BIRON, préc., note 128, pp. 5-9.

¹³¹ *Id.*, p. 8.

plutôt que de mandat¹³². Quel est alors l'impact d'une telle qualification en regard des obligations des courtiers relativement aux conflits d'intérêts?

En ce qui concerne le mandat, l'article 2138 du C.c.Q. est clair:

« 2138. Le mandataire est tenu d'accomplir le mandat qu'il a accepté et il doit, dans l'exécution de son mandat, agir avec prudence et diligence.

Il doit également agir avec honnêteté et loyauté dans le meilleur intérêt du mandant et éviter de se placer dans une situation de conflit entre son intérêt personnel et celui de son mandant. »¹³³

Quant aux règles du contrat de service, l'article 2110 du C.c.Q prévoit que le prestataire de service est tenu d'agir au mieux des intérêts de son client, avec prudence et diligence. Est-ce que l'expression « agir au mieux des intérêts de son client » signifie que le prestataire doit faire primer l'intérêt de son client sur tout autre intérêt et ce, en toutes circonstances? On peut donc se demander pourquoi le législateur n'a pas utilisé la même terminologie qu'à l'article 2138 C.c.Q. Faut-il déduire de ce libellé que l'intention du législateur est d'imposer au prestataire de service une obligation d'intensité moindre en matière de conflit d'intérêts que celle qui est imposée au mandataire? Dans l'affirmative, cela signifierait, selon l'analyse de Rousseau et Biron, que le courtier qui n'est qu'un simple exécutant des décisions de son client, se verrait imposer une obligation plus contraignante en matière de conflits d'intérêts, que le courtier qui fournit des conseils auxquels se fie l'investisseur¹³⁴.

¹³² *Id.*, p. 8.

¹³³ Notons la différence dans la terminologie utilisée en comparaison avec la disposition corrélatrice dans les règles de l'administration du bien d'autrui. En effet, l'article 1310 du C.c.Q prévoit que l'administrateur ne peut exercer ses pouvoirs dans son propre intérêt ni dans celui d'un tiers; il ne peut non plus se placer dans une situation de conflit entre son intérêt personnel et ses obligations d'administrateur. Les auteurs Rousseau et Biron voient dans cette terminologie une intention du législateur de « créer une obligation de moyen dans le cadre du mandat et une obligation de résultat dans le cadre de l'administration du bien d'autrui ». Voir S. ROUSSEAU et J. BIRON, préc., note 128, p. 12.

¹³⁴ À ce sujet, Rousseau et Biron estiment que dans le cas du contrat de service, les obligations relatives aux conflits d'intérêts « doivent être abordées au regard de l'obligation générale de loyauté du prestataire de service ». Voir S. ROUSSEAU et J. BIRON, préc., note

Nous sommes d'avis que cette conclusion serait peu compatible avec l'objectif général de protection de l'épargnant propre au droit qui régit les relations des courtiers avec leurs clients. Rappelons qu'en *common law*, le fait que le courtier gère un compte de façon discrétionnaire contribue significativement à la détermination d'un rapport fiduciaire entre ce dernier et son client.

1.3.2.1 *Lorsqu'elle agit comme conseiller financier d'un émetteur*

Nous sommes d'avis que le contrat qui lie la banque d'investissement à son client lorsque celle-ci agit à titre de conseiller financier en est un régi par les règles propres aux contrats de service et, en fonction des actes que celle-ci accomplit, on pourra constater des contrats de mandats ponctuels s'appliquant à ces actes précis. Ce faisant, la banque d'investissement se devra d'agir au mieux des intérêts de son client¹³⁵. Nos commentaires émis précédemment concernant les attentes légitimes de loyauté d'un client face à son conseiller financier lors d'une opération de changement de contrôle sont tout à fait pertinents tant en droit civil qu'en *common law*¹³⁶.

1.3.2.2 *Lorsqu'elle agit comme courtier souscripteur*

La convention qui lie la banque à l'émetteur est généralement nommée « convention de prise ferme ». En vertu de cette convention, la banque, sous réserve de plusieurs conditions, s'engage à acheter, à la clôture du placement, la totalité des titres de l'émetteur visés par le placement, à un prix qui, en théorie, sera déterminé conjointement par la banque et l'émetteur (ce que l'on appelle en anglais, le « *pricing* »). Ce document représenterait donc une offre d'achat de la part de la

128, p. 12. En effet, l'obligation générale de bonne foi dans les contrats supposerait non seulement un comportement honnête de la part de son débiteur, mais également un comportement loyal. Voir Brigitte LEFEBVRE, *La bonne foi dans la formation du contrat*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1998, p. 75. D'ailleurs, mentionnons que l'article 160 de la LVMQ, préc, note 36, s'appliquant à tout courtier inscrit auprès de l'Autorité des marchés financiers, ne distingue pas entre les différentes catégories d'inscription et prévoit que toute personne inscrite (soit un courtier ou un conseiller) est tenue d'agir de bonne foi, avec honnêteté et loyauté dans ses relations avec ses clients.

¹³⁵ Art. 2110 C.c.Q.

¹³⁶ *Supra*, pp. 33-39.

banque, qui lorsqu'acceptée par l'émetteur constituerait un contrat de vente¹³⁷. Toutefois, on ne saurait décrire ce contrat comme un simple contrat de vente.

Comme l'indique Bréard:

*« Le contexte dans lequel le contrat de souscription à forfait est signé et plusieurs clauses même du contrat indiquent qu'il ne s'agit pas seulement d'un achat. »*¹³⁸

En effet, lors d'une souscription à forfait, la banque d'investissement n'a aucune intention de conserver la totalité des titres auxquels elle souscrit et s'assure, avant même la clôture du placement, qu'il y a une demande pour ceux-ci et qu'elle sera en mesure de les revendre dans les meilleurs délais. Elle agit donc davantage comme un intermédiaire entre l'émetteur et les investisseurs¹³⁹. Pour cette raison, certains estiment que la banque serait également mandataire envers la société émettrice¹⁴⁰. Or, si cette position se justifiait en vertu de la définition de mandat du *Code civil du Bas-Canada*¹⁴¹ (ci-après, le « **C.c.B.C.** »), la définition de ce contrat sous le C.c.Q. nous porte à émettre certaines réserves quant à l'applicabilité du mandat au rôle de la banque d'investissement. En effet, sous le C.c.B.C., le mandat se définissait comme : *« un contrat, par lequel une personne, qu'on appelle le mandant, confie la gestion d'une affaire licite à une autre personne, le mandataire, et qui, par le fait de son acceptation, s'oblige de l'exécuter »*¹⁴². Sous le C.c.Q., le mandat est *« le contrat par lequel une personne, le mandant, donne le pouvoir de la représenter dans l'accomplissement d'un acte juridique avec un tiers, à une autre personne, le mandataire qui, par le fait de son acceptation, s'oblige à l'exercer »*¹⁴³. Quoique

¹³⁷ Jean-Pierre BRÉARD, *Les contrats de souscription à forfait de valeurs mobilières*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1984, p. 33.

¹³⁸ *Id.*, p. 36.

¹³⁹ *Id.*, p. 36: *« Elles jouent le rôle d'intermédiaires financiers; elles ne sont qu'un maillon dans la chaîne permettant l'acheminement des capitaux des investisseurs vers la société émettrice. »*

¹⁴⁰ *Id.*, p. 37.

¹⁴¹ *Code civil du Bas-Canada*, (1865, c. 41).

¹⁴² Art. 1701 du C.c.B.C.

¹⁴³ Art. 2130 du C.c.Q.

plusieurs clauses de la convention de prise ferme lui permettent d'annuler ou de modifier son engagement, la banque d'affaires, lors d'une prise ferme, s'engage personnellement à acheter les titres offerts et supportent le risque de ne pas trouver preneur pour ceux-ci. Bien qu'elle accompagne la société émettrice tout au long du processus de placement, la banque n'accomplit pas techniquement d'actes juridiques avec des tiers pour le compte de celle-ci.

Si on ne peut, à notre avis, parler de mandat, on peut toutefois parler d'un contrat de service qui se greffe au contrat de vente, en raison du fait que la banque agit comme conseillère spéciale de la société émettrice. À ce sujet, nos commentaires antérieurs sur la dimension centrale de conseil de la relation banque-émetteur sont également pertinents à cette section.

Somme toute, bien que la notion juridique de l'obligation de loyauté soit pertinente à la compréhension de l'origine des préoccupations relatives aux conflits d'intérêts, nous estimons que le débat est relativement théorique (du moins au Canada¹⁴⁴), puisque le législateur, sans doute pour pallier à l'incertitude entourant l'obligation de loyauté, impose à la banque d'investissement une obligation de traiter ou de gérer ses conflits d'intérêts, tel que nous en discuterons en deuxième partie de ce mémoire¹⁴⁵.

Tournons-nous maintenant vers une question d'un tout autre ordre. On ne pourrait saisir l'implication de l'exploitation des conflits d'intérêts par la banque

¹⁴⁴ De même qu'en Australie et au Royaume-Uni.

¹⁴⁵ Au Canada, cette obligation est prévue au Règlement 31-103, préc., note 32, dont nous discuterons plus en détail dans la deuxième partie du présent mémoire. La notion de traitement d'un conflit se veut plus large que la simple élimination de celui-ci et peut également signifier une gestion du conflit par certaines mesures organisationnelles ou par la divulgation. D'ailleurs, notre réflexion sur la question de l'obligation de loyauté nous mène à soulever une autre question: la coexistence de l'obligation de loyauté avec l'obligation réglementaire de traitement des conflits d'intérêts peut-elle causer des difficultés d'application? En d'autres termes, des situations où un intermédiaire qui s'acquitte de son obligation de traitement conformément à la loi mais ne respecte pas pour autant son obligation de loyauté pourraient-elles survenir? Le cas échéant, quel régime d'obligations primera?

d'investissement sans comprendre le rôle que cette dernière joue au sein de l'économie. Nous nous proposons donc d'en tracer un bref aperçu.

1.4 Rôle des banques d'investissement dans l'économie

1.4.1 Allocation optimale des ressources

Les banques d'investissement contribuent au bon fonctionnement des marchés des capitaux et, à ce titre, en constituent des acteurs de premier plan. Pour comprendre l'importance de celles-ci, il faut d'abord s'interroger sur la fonction des marchés des capitaux dans l'économie. Selon certains économistes:

«Well functioning financial markets perform the essential economic function of channeling funds from individuals and firms who lack productive investment opportunities to those who have such opportunities. By so doing, financial markets contribute to higher production and efficiency. Reliable information is the key to financial markets performing this function.»¹⁴⁶

Le rôle des marchés de capitaux consiste donc à transférer des fonds de manière efficiente des épargnants aux emprunteurs¹⁴⁷. L'efficience, élément essentiel de cette définition, désigne la capacité d'un marché à assurer au moindre coût et de la

¹⁴⁶ Andrew CROCKETT, Trevor HARRIS, Frederic S. MISHKIN et Eugene N. WHITE, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry, What should we do about them?*, Geneva Reports on the World Economy, International Center for Monetary and Banking Studies, 2003, p. 2. Les banques d'investissement performant cinq des six fonctions nécessaires au bon fonctionnement des marchés financiers. En effet, elles fournissent : 1. des moyens de transfert des ressources économiques dans le temps, à travers les frontières et parmi les diverses entreprises; 2. des moyens de gérer le risque; 3. un mécanisme pour mettre en commun les ressources et pour subdiviser la propriété dans les entreprises; 4. une information sur les prix pour aider à la prise de décision décentralisée dans les différents secteurs de l'économie; et 5. des moyens de gérer le problème des incitations qui survient quand une partie prenante d'une transaction a des informations que l'autre partie n'a pas, ou quand une personne agit comme agent économique d'une autre personne. Voir Robert C. MERTON et Zvie BODIE, « A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment », dans Dwight B. CRANE ET AL., *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Global Financial System Project, Harvard Business School, 1995, 3, 5. Voir également Erik SIRRI, « Investment Banks, Scope and Unavoidable Conflicts of Interest », (2004) *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, Fourth Quarter, 23, 24.

¹⁴⁷ Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd., Paris/Montréal, Éditions Dalloz/Thémis, 2008, pp. 551-552.

meilleure façon possible la coordination des décisions décentralisées des agents et l'allocation des ressources¹⁴⁸. L'efficacité des marchés peut être perçue comme la somme de trois dimensions interdépendantes: l'efficacité informationnelle, l'efficacité opérationnelle et l'efficacité allocative¹⁴⁹. L'efficacité informationnelle¹⁵⁰ a trait à la transparence et à la divulgation des renseignements nécessaires à la prise d'une décision d'investissement. Les marchés des capitaux font preuve d'efficacité informationnelle lorsque leurs participants ont accès à toute l'information relative aux avantages et aux risques que présentent les occasions d'investissement. L'efficacité opérationnelle est liée au coût d'obtention du capital. Les marchés de capitaux sont efficaces du point de vue opérationnel si les coûts de transaction générés par le transfert du capital sont maintenus à un niveau raisonnable. L'efficacité allocative concerne la répartition du capital. Théoriquement, les marchés de capitaux font preuve d'efficacité allocative lorsque les entreprises ayant des projets d'investissement rentables peuvent trouver le financement requis.

Tout comme le cœur humain qui distribue le sang riche en oxygène vers les organes qui en ont besoin, les banques d'investissement contribuent donc à l'efficacité de marchés en jouant un rôle économique clé dans l'allocation des capitaux¹⁵¹. À titre d'intermédiaires de marché, elles servent de lien entre les épargnants et les particuliers, les entreprises ou les organismes ayant besoin de capitaux pour leur développement, et, par de multiples opérations financières,

¹⁴⁸ Un système est dit efficace lorsqu'il contribue à ce que des ressources économiques limitées soient employées aux fins les plus productives possible, et ce, au moindre coût.

¹⁴⁹ BANQUE DU CANADA, *L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada*, été 2004, [en ligne : <http://www.banqueducanada.ca/fr/revue/ete04/hendryf.htm>] (20 avril 2010).

¹⁵⁰ La théorie financière des marchés efficaces (*Efficient Market Theory*), dont on attribue la paternité à Eugène Fama, soutient que les marchés fonctionnent de manière parfaite, c'est-à-dire qu'à tout moment, ils prennent en compte l'ensemble des informations disponibles pour former des cours qui, à ce moment, en forment donc une synthèse parfaite. Il s'agit donc d'une situation où, à tout moment, les prix réels des titres reflètent leur valeur intrinsèque. Ainsi sur un marché efficace, dès qu'une information concernant un actif existe, le prix de cet actif est instantanément modifié pour incorporer cette information.

¹⁵¹ Le juge Harold R. Medina déclarait en 1954: « *it would be difficult to exaggerate the importance of investment banking to the national economy* », cité dans A.D. MORRISON et W.J. WILHELM JR., préc., note 20, prologue, p. vii.

contribuent à la canalisation de l'épargne dans diverses activités productives, tout en réduisant les coûts de transaction et l'asymétrie informationnelle.

Dans un contexte de marché totalement efficient ou parfait, c'est-à-dire un marché où l'on ne retrouve aucun coût de transaction et autres distorsions à un échange pur et où l'information est disponible et transite parfaitement et gratuitement vers tous les participants, l'intermédiation financière n'a pas sa raison d'être. Elle n'a aucune valeur en soi puisque les agents économiques peuvent eux-mêmes intervenir sur le marché, sans coûts additionnels et réaliser librement toutes les opérations attribuables à un intermédiaire financier. Cependant, les marchés de capitaux ne sont pas aussi parfaits que ce que postule la théorie financière. Ils souffrent de diverses imperfections. En d'autres termes, ce sont à la fois les coûts de transaction¹⁵² et les coûts d'information¹⁵³ induits par les asymétries informationnelles qui conduisent à la défaillance du marché. Selon Leland et Pyle¹⁵⁴, seuls les intermédiaires financiers seraient aptes à résoudre les problèmes inhérents aux asymétries informationnelles des marchés financiers¹⁵⁵. L'intermédiation peut ainsi s'entendre comme une réponse aux imperfections du marché¹⁵⁶. Dans le cadre de placements de valeurs mobilières, les preneurs fermes ont pour rôle de combler les disparités d'information entre les

¹⁵² Voir Anita ANAND and Lewis JOHNSON, « Are Underwriters Essentials? Empirical Evidence on Non Book-Built Offerings », (2006-2007) 3 *N.Y.U.J.L. & Bus.* 1, 1.

¹⁵³ Ronald J. GILSON and Reinier H. KRAAKMAN, « The Mechanisms of Market Efficiency », (1984) 70 *Va. L. Rev.* 549, 616. Les auteurs de cet article estiment que des coûts d'information élevés mènent à une distribution réduite d'une information entièrement comprise et vérifiée et contribuent nécessairement à l'inefficience des marchés. Conséquemment, le rôle de la banque d'investissement (en plus de son rôle de distribution (force de vente) et de partage des risques) consiste à réduire ces coûts d'information.

¹⁵⁴ H.E. LELAND et D.H. PYLE, « Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation », (1977) 32 n°2 *The Journal of Finance* 371-387.

¹⁵⁵ L'information asymétrique représente un empêchement crucial au fonctionnement efficient du système financier. Voir Frederic S. MISHKIN, « Policy Remedies fo Conflicts of Interest in the Financial System », dans *Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability: A Festschrift for Charles Freedman*, Ottawa, Conférence de la Banque du Canada, Juillet 2003, [en ligne : www.bankofcanada.ca/en/conference/2003/remedies.pdf] (16 avril 2010), 217, 218.

¹⁵⁶ Douglas W. DIAMOND, « Financial intermediation and delegated monitoring », (1984) 51 *Review of Economic Studies* 393-414. Voir également Christophe J. GODLEWSKI, « Rôle de la Nature de l'Information dans l'Intermédiation Bancaire », *LaRGE Research Center, University of Strasbourg; EM Strasbourg Business School*, avril 2004, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=588165>] (19 avril 2010), p. 2.

vendeurs et les acheteurs sur les marchés primaires¹⁵⁷. En effet, les émetteurs connaissent la valeur intrinsèque des titres qu'ils offrent alors que les investisseurs possèdent relativement moins d'information à ce sujet. Les banques d'investissement contribuent donc à réduire cette asymétrie en compilant et distribuant de l'information des émetteurs aux investisseurs¹⁵⁸.

Bien qu'il existe un volume impressionnant de littérature concernant les banques d'investissement, peu ont tenté d'expliquer avec précision ce qu'elles ajoutent à la vie économique. Morrison et Wilhelm offrent une perspective additionnelle à l'existence et au rôle des banques d'investissement dans notre économie¹⁵⁹. Selon ces derniers, les banques d'affaires ont évolué pour faciliter la création et l'échange de l'information dans les marchés¹⁶⁰. Ils expliquent tout d'abord que les marchés des valeurs mobilières se distinguent des autres sources de financement par l'importance qu'ils placent sur les prix (les cours des titres)¹⁶¹. L'information concernant les affaires d'une société est dispersée parmi plusieurs acteurs économiques. Quand les titres d'une société se transigent publiquement, cette information est incorporée dans les cours de ceux-ci par l'effet concurrentiel de ces acteurs intéressés. La banque d'affaires remplace le mécanisme des prix : elle agit en tant qu'intermédiaire entre les producteurs et les utilisateurs d'information relative au prix. Cela s'explique par le fait que, bien que les décisions d'investissement reposent sur cette information, il est impossible d'établir des droits de propriété sur celle-ci et, par conséquent, il est très difficile de coordonner son échange¹⁶². Les auteurs arguent

¹⁵⁷ R. J. GILSON et R. H. KRAAKMAN, préc., note 153, 619.

¹⁵⁸ Stéphane ROUSSEAU, « La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fautive ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières », (2000) 34 *R.J.T.* 193, 197.

¹⁵⁹ A.D. MORRISON et W.J. WILHELM JR., préc., note 20.

¹⁶⁰ La matière première d'un marché financier s'appelle information. Cette dernière est immensément abondante.

¹⁶¹ A.D. MORRISON et W.J. WILHELM JR., préc., note 20, p. 4. Ils indiquent que le rôle premier des marchés financiers consiste à l'agglomération d'informations largement dispersées dans un seul prix simple.

¹⁶² *Id.*, p. 5: « *We argue that the core function of the investment bank is to overcome this problem. Of course, it can never create court-enforceable contracts over the relevant-price information. Instead, it creates a network of investors who trust the investment bank to stand as an intermediary between them and new security issuers, rewarding them for providing*

que les banques d'affaires contribuent à résoudre ce problème en créant et contrôlant les marchés de l'information (« *information marketplace* »), dans lesquels les innovateurs à la recherche de capital, les générateurs d'information pertinente aux prix, les investisseurs importants qui fournissent la liquidité au marché, et également les plus petits investisseurs, se rassemblent pour échanger des droits de propriété informels relatifs à cette information requise pour le placement de nouvelles valeurs mobilières. La banque d'affaires agit en tant qu'intermédiaire dans ce marché: elle collecte des informations des générateurs de l'information et les dissémine aux innovateurs et aux investisseurs. Puisque l'information ne peut faire l'objet d'un contrat formel, la réputation de la banque d'affaires est centrale à son rôle. Elle gère donc son réseau afin de maximiser la valeur qui dérive de sa réputation¹⁶³.

En plus de son rôle relatif à l'efficacité des marchés, la banque d'investissement est investie d'une seconde fonction qui contribue à la protection des épargnants : une fonction dite de surveillance des marchés.

1.4.2 Surveillance des marchés financiers

Il est depuis longtemps établi dans la littérature¹⁶⁴ que certaines institutions exercent une fonction de surveillance des marchés financiers¹⁶⁵. Dans le cadre de

their otherwise private information and using this information to establish market demand conditions and thus more accurately to price the issuer's securities. This network functions as a sort of informal market in price-relevant information. »

¹⁶³ *Id.*, p. 95.

¹⁶⁴ Frank PARTNOY, « Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal For A Modified Strict Liability Regime, (2001) 79 *Wash. U. L. Q.* 491; Arthur B. LABY, « Differentiating Gatekeepers », (2006) *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* 119; R. J. GILSON et R. H. KRAAKMAN, préc., note 153; Reinier H. KRAAKMAN, « Gatekeepers : The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy », (1986) 2 *J.L. Econ. & Org* 53; Stephen J. CHOI, « Market Lessons for Gatekeepers », (1998) 92 *N.W. U. L.* 916, 934-949; Joel WIESENFELD, « Dealing with Dealers – Conflicts of Interest Issues », dans Anita ANAND et William F. FLANAGAN (dir.), *Conflicts of Interest in Capital Market Structures*, Queen's Law School 2003 Annual Business Law Symposium, Faculty of law, Queen's University, Kingston, Ont., 2004, 177, 179. Thomas J. CHEMMANUR et Karthik KRISHNAN, « Heterogeneous Beliefs, Short Sale Constraints, and the Economic Role of the Underwriter in IPOs », *EFA 2008 Athens Meetings Paper*, 2007, [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=890859>] (5 avril 2010). Voir également A. ANAND et L. JOHNSON, préc., note 152, 1; James FANTO, « The Continuing

l'exercice de cette fonction, elles sont appelées « gardiens » ou « sentinelles » des marchés financiers » (en anglais, « *financial gatekeepers* ») et elles occupent de façon informelle¹⁶⁶ une fonction de protection du marché contre les abus. Que signifie l'expression « sentinelles des marchés financiers » et qui sont-elles? Une première définition formulée dans les années 80 par Reinier H. Kraakman établit que les sentinelles sont des entités privées: « *who are able to disrupt misconduct by withholding their support from wrongdoers. This support - which might include a specialized good, service or form of certification that is essential for the wrongdoer to succeed - is the gate that the gatekeeper keeps* »¹⁶⁷. Le professeur Coffee définit ce concept comme un intermédiaire de réputation chargé d'une mission de vérification, d'analyse et/ou de certification au bénéfice des investisseurs¹⁶⁸. En outre, il s'agit de professionnels qui placent en garantie leur plus précieux actif, soit leur réputation taillée au fil des années, pour attester ou témoigner de la véracité de certains faits

Need for Broker-Dealer Professionalism in IPOs », (2007-2008) 2 *Entrepreneurial Bus. L.J.* 679, 686.

¹⁶⁵ Du moins, lorsqu'elles agissent comme preneur ferme ou lorsqu'elles fournissent des avis quant au caractère équitable d'une transaction. Voir John C. COFFEE, « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », (2004) 84 *Boston U.L.Rev.* 301, 309.

¹⁶⁶ Par opposition à une fonction de surveillance formelle qu'occupent les gardiens « publics », tels que les bourses et autres organismes de réglementation des marchés des capitaux.

¹⁶⁷ R. H. KRAAKMAN, préc., note 164, 54.

¹⁶⁸ Raymonde CRÊTE avec la collaboration de P. MCSWEENEY, « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », (2005) 35 *Revue Générale de Droit* 207, 211-212. Le professeur Coffee définit la notion de « gatekeeper » comme suit: « [...] *the gatekeeper is a person who has significant reputational capital, acquired over many years and many clients, which it pledges to assure the accuracy or representations that it either makes or verifies* ». Voir à ce sujet: J.C. COFFEE, préc., note 165, 308-309. Aux États-Unis, la notion de « gatekeeper » a fait l'objet de plusieurs études théoriques. Voir R. H. KRAAKMAN, préc., note 164; R. H. KRAAKMAN, « Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls », (1983-1984) 93 *Yale L. J.* 857; F. PARTNOY, préc., note 164; S. J. CHOI, préc., note 164; John C. COFFEE, « The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting », *Columbia Law and Economics Working Paper No. 191*, 2001, [en ligne: <http://papers.ssrn.com/abstract=270944>] (6 avril 2010); John C. COFFEE, « Understanding Enron : It's About the Gatekeepers, Stupid », (2002) 57 *Bus. Law.* 1403; John C. COFFEE, « The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC », (2003) 103 *Colum. L. Rev.* 1293; John C. COFFEE, « What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's », (2004) 89 *Cornell L. Rev.* 269.

relativement à l'émetteur¹⁶⁹. Le marché suppose alors que la sentinelle a moins d'incitation à tromper (ou à cacher la vérité) que l'émetteur (son client). Bien que la sentinelle soit généralement rémunérée directement par la partie qu'elle doit surveiller, sa crédibilité provient de la présomption qu'elle ne mettra pas en jeu son capital réputationnel pour un seul client ou pour des honoraires (relativement modeste en comparaison avec la valeur de sa réputation)¹⁷⁰.

Au sujet des ces intermédiaires, le professeur Crête déclare:

« Par le contrôle qu'ils exercent sur la fiabilité de l'information divulguée, ces professionnels sont présumés pouvoir rendre compte de la qualité de l'information avec indépendance, objectivité et intégrité en vue de permettre aux investisseurs de superviser la gestion des entreprises, d'évaluer les titres des émetteurs et de prendre des décisions éclairées. »¹⁷¹

Les exemples évidents de sentinelles incluent les vérificateurs, les agences de notation, les analystes financiers et, de l'avis de plusieurs, les avocats qui pratiquent en valeurs mobilières¹⁷². Le professeur Coffee classe également dans cette catégorie la banque d'investissement lorsqu'elle fournit un « avis quant au caractère équitable » de la contrepartie offerte aux actionnaires lors d'une offre publique d'achat, d'une fusion ou opération similaire¹⁷³. On s'entend également pour affirmer que la banque d'investissement, lorsqu'elle agit comme courtier souscripteur (preneur ferme), est implicitement investie d'une mission de surveillance et, de façon majoritaire, on lui

¹⁶⁹ John C. COFFEE, préc., note 165, 309-310.

¹⁷⁰ Aujourd'hui, plusieurs s'interrogent sérieusement sur la validité de cette présomption. Voir, entre autres, Guido Alessandro FERRARINI et Paolo GIUDICI, « Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case », *ECGI - Law Working Paper No. 40/2005*, 2005, [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=730403>] (5 avril 2010), p. 37: « *Incentives concerning career advancement within banks create an agency problem which can be exacerbated by euphoric bull market. In the absence of effective internal controls and efficient deterrence, reputation is no longer an asset to be preserved at any cost.* »

¹⁷¹ R. CRÊTE avec la collaboration de P. MCSWEENEY, préc., note 168, 211-212.

¹⁷² J.C. COFFEE, préc., note 168, 1405.

¹⁷³ J.C. COFFEE, préc., note 165, 308-309.

confère le rôle de *gatekeeper*¹⁷⁴. Le preneur ferme agit alors comme un mécanisme disciplinaire des gestionnaires¹⁷⁵ et, par son association avec un placement de titres: « *a high prestige underwriter places its seal of approval on the offering. The underwriter pledges its reputational capital and becomes a reputational intermediary* »¹⁷⁶. En effet, lors d'un appel public à l'épargne, les preneurs fermes exécutent une vérification diligente des affaires de l'émetteur et ainsi fournissent l'assurance aux épargnants que l'émetteur est de bonne foi et que le prix des titres offerts est évalué de façon équitable¹⁷⁷. Le preneur ferme prête à l'émetteur sa réputation afin de rassurer les épargnants sur la qualité et la valeur des titres offerts¹⁷⁸. D'ailleurs, tel que nous en avons précédemment discuté, dans le cadre d'un appel public à l'épargne, les lois sur les valeurs mobilières prévoient un régime de responsabilité civile applicable aux banques d'investissement lorsqu'elles agissent à titre de courtier souscripteur et leur imposent donc une responsabilité de gardienne de l'intégrité de la divulgation des informations contenues dans le prospectus¹⁷⁹.

Suite à l'échec des sentinelles relativement aux rôles qu'elles ont joués dans les derniers scandales financiers, plusieurs s'interrogent quant aux causes de ces échecs de même qu'à la pertinence de faciliter les recours et condamnations en responsabilité civile contre ces entités¹⁸⁰. Parallèlement, le professeur Fox émet une proposition innovatrice en suggérant un rôle accru des banques d'investissement dans la certification de l'information circulant dans le marché. Sa proposition consiste à

¹⁷⁴ R. J. GILSON et R. H. KRAAKMAN, préc., note 153, 620. Voir également Royce de R. BARONDES, « NASD Regulation of IPO Conflicts of Interest – Does Gatekeeping Work? », (2005) 79 *Tul. L. Rev* 859, 860; *In re Worldcom, Inc. Securities Litigation*, préc., note 40, 686.

¹⁷⁵ F. PARTNOY, préc., note 164, 517.

¹⁷⁶ John C. COFFEE, « Re-Engineering Corporate Disclosure: The Company Debate Over Company Registration », (1995) 52 *Wash. & Lee L. Rev.* 1143, 1169.

¹⁷⁷ Toutefois, comme nous en traiterons ultérieurement, la pratique démontre que l'évaluation des titres n'est pas effectuée dans le cadre d'un processus à l'abri des conflits d'intérêts. Voir *infra*, pp. 85-90.

¹⁷⁸ A. ANAND et L. JOHNSON, préc., note 152, 13 qui explique que les preneurs fermes existent en raison de leur rôle informationnel, mais qu'ironiquement, les marchés supportent ce rôle à un degré excessif.

¹⁷⁹ S. ROUSSEAU, préc., note 158, 209-213.

¹⁸⁰ F. PARTNOY, préc., note 164, 540 et suiv.

requérir de celles-ci de certifier les documents d'information (en plus des prospectus) déposés périodiquement auprès des autorités de réglementation et ce, sous peine d'une responsabilité accrue dans l'éventualité où elles feraient défaut d'exercer une vérification diligente adéquate¹⁸¹.

Nous ne pourrions dresser un portrait complet de l'industrie des services bancaires d'investissement sans traiter de ses origines. Nous estimons qu'il soit nécessaire, pour bien la cerner, de comprendre d'où elle vient de même que les facteurs ayant contribué à la façonner. C'est donc dans cette optique que nous effectuerons, dans la prochaine section, un survol historique de l'évolution de cette institution.

2. Un survol historique

2.1 L'origine des banques d'investissement

On affirme souvent, à tort, que la banque d'investissement est née de la séparation imposée suite à la crise de 1929. Toutefois, la banque d'investissement n'est pas une invention des Américains. Les ancêtres de la banque d'investissement proviennent d'Europe¹⁸². Qui sont-ils? Il s'agit en premier lieu de ceux que l'on désigne comme les « financiers du prince ». Parmi ceux-ci, on compte de grandes familles de banquiers, majoritairement italiennes, qui utilisaient leur expertise en finance internationale pour financer les opérations des souverains européens et de la

¹⁸¹ Meritt FOX, « Gatekeeper Failures: Why Important, What to do », (2008) 106 *Michigan Law Review* 1089, 1108. Autrement dit, il propose d'étendre en quelque sorte la responsabilité pour le marché primaire actuellement prévue dans les lois sur les valeurs mobilières au marché secondaire.

¹⁸² Anish NANDA, Thomas DELONG et Lynn VILLADOLID ROY, « History of Investment Banking », *Harvard Business School Cases*, 16 janvier 2002. L'utilisation des techniques de crédit remonterait à 3000 avant Jésus-Christ par les Sumériens de Mésopotamie alors que l'orge et l'argent étaient le milieu de l'échange monétaire. La première réglementation bancaire documentée fut contenue à Babylone dans le Code de Hammurabi, environ 1800 ans avant Jésus-Christ. Voir A.D. MORRISON et W.J. WILHELM JR., préc., note 20, p. 97: « *Investment banks did not appear overnight. Investment banks are an evolved response to prevailing technological and economic forces; these forces are themselves shaped in turn by the institutions to which they give rise.* »

papauté et ce, depuis le début du XIII^e siècle. On pense par exemple, aux Frescobaldi, Bardi, Perruzi et Médicis, mais également aux Fugger en Allemagne. À ce sujet, l'auteur Michel Fleuriet écrit:

*« Les banques d'affaires dirigent des émissions gigantesques d'emprunts. Elles se refinancent sur le marché des rémérés. Elles développent des financements structurés. Elles organisent des syndicats d'émission sur plusieurs continents. Elles traitent des options sophistiquées. Ces instruments à la pointe de la complexité financière existent depuis plus de cinq cents ans, certains même depuis plus de mille ans. Ils ont été développés par les ancêtres des banques d'affaires pour fournir les moyens de financement à des économies européennes sans liquidité financière à l'époque de l'interdiction des prêts à intérêt. »*¹⁸³ [nous soulignons]

Selon Morrison et Wilhelm, ce n'est que dans la seconde moitié du 19^e siècle que l'on a assisté aux balbutiements de la banque d'affaire moderne¹⁸⁴. En second lieu, on retrouve les marchands banquiers (*merchant bankers*) d'Amsterdam puis d'Angleterre du XIX^e siècle qui se spécialisaient dans le financement du commerce international par des techniques telles l'escompte de billets commerciaux et la négociation de lettres de change. Un peu plus tard, ce furent les grandes dynasties bancaires formées autour de familles puissantes, telles que les Barings¹⁸⁵, les Rothschild et JP Morgan¹⁸⁶ qui s'imposèrent dans le monde de la haute finance. Notamment, les Barings avaient d'abord financé les armées anglaises combattant l'insurrection américaine, puis l'effort de guerre britannique contre Napoléon. Ce sont également eux qui en 1803 avaient financé l'acquisition de la Louisiane par la jeune

¹⁸³ Michel FLEURIET, *Banques d'investissement et de marché : Les métiers des banques d'affaires*, Paris, Economica, 2007, p. 11.

¹⁸⁴ A.D. MORRISON et W.J. WILHELM JR., préc., note 20, p. 98.

¹⁸⁵ « *There are six great powers in Europe: England, France, Prussia, Austria, Russia, and Baring Brothers.* » Cette déclaration est attribuée au Duc de Richelieu, Premier ministre sous Louis XVIII, en 1818; propos cités dans Stewart HAMILTON et Alicia MICKLETHWAIT, *Greed and Corporate Failure*, New York, Palgrave Macmillan, 2006, p. 16

¹⁸⁶ Nombres d'auteurs considèrent que c'est JP Morgan qui a inventé la banque d'investissement aux États-Unis. Voir M. FLEURIET, préc., note 183, p.18.

république des États-Unis d'Amérique. Entre 1803 et le début des années 1870, la banque d'affaires Barings devint la principale banque londonienne des États-Unis. Elle assumait les règlements des transactions du gouvernement américain et représentait ses intérêts financiers. De même, au 19^e siècle, le développement exponentiel des chemins de fer aux États-Unis annonça une ère prolifique pour ces financiers : le capital nécessaire à la construction de ces structures fut en grande partie réuni par les emprunts obligataires dirigés entre autres par JP Morgan¹⁸⁷.

2.2 De la prohibition au décloisonnement

2.2.1 Aux États-Unis : du *Glass-Steagall Act* au *Gramm-Leach-Bliley Act of 1999*

« *The Securities Act (of 1933) will be justified if it drives the government into the investment banking business.* »¹⁸⁸

Les préoccupations relatives à l'exploitation des conflits d'intérêts dans l'industrie bancaire ne constituent pas une réalité propre à la dernière décennie. Vers la fin du 19^e siècle et au début du 20^e siècle, le concept de la banque « universelle » était né et déjà, celle-ci portait plusieurs chapeaux en combinant ses activités de banque de dépôt à celles de banque d'affaires¹⁸⁹. Par exemple, avec l'avis de leurs déposants, les banques prenaient des participations, parfois importantes, dans des

¹⁸⁷ Vincent P. CAROSSO, *Investment Banking in America: A history*, Cambridge Massachussetts, Havard University Press, 1970, p. 21.

¹⁸⁸ Propos de William O. Douglas (dans une lettre à Felix Frankfurter le 19 février 1934), cités dans A.D. MORRISON et W.J. WILHELM JR., préc., note 20, prologue, p. vii.

¹⁸⁹ À la fin du 19^e siècle, le *National Banking Act de 1863*, ch. 58, 12 Stat. 665 (25 février 1863) avait été adopté par le Congrès américain afin d'interdire aux banques agréées de mélanger les métiers de banque de détail et de banque d'affaires. Pour contourner l'application de cette loi, ces institutions avaient établi des filiales, qui n'ayant pas le statut de banques agréées, pouvaient ainsi exercer des activités réservées aux banques d'affaires. Voir Samuel L. HAYES III, « The Impact of Recombining Commercial and Investment Banking », (2004-2005) 70 *Brook. L. Rev.* 39, 40: « *The Pre-Glass Steagall world was a largely unregulated one where rampant conflicts of interest were accepted as the norm. Individual executives could wear multiple hats with impunity and could personally enrich themselves with deals and participations that would be barred to modern day professionals.* »

sociétés commerciales¹⁹⁰, négociaient les titres de celles-ci, octroyaient des prêts (selon des politiques libérales de crédit) à ces sociétés (qu'elles contrôlaient fréquemment) et à ses clients qui investissaient dans les titres de ces dernières¹⁹¹.

Au lendemain de la première guerre mondiale, les États-Unis ont connu une formidable croissance économique. Les années 1920 avaient été une décennie de prospérité et de hausse rapide des cours des titres (ce que l'on qualifie de « *bull market* »). Or, en 1929, le paysage bancaire américain allait être transformé par une crise financière sans précédent qui conduisit le Congrès américain à forcer les banques à choisir entre leurs activités sur les marchés financiers et celles des prêts et dépôts. Cette crise débuta le 24 octobre 1929 par une chute brutale des cours des actions à Wall Street. En un mois, tous les gains de la phase spéculative depuis le début de l'année furent perdus. Malgré quelques brèves reprises, cette baisse se prolongea jusqu'à 1932 où elle dépassa les 80%¹⁹². Cette crise boursière provoqua une panique chez les déposants qui, craignant que la banque ait essuyé de lourdes pertes sur le marché des actions, retirèrent en masse leurs dépôts, menant les banques à une crise de liquidités causant des milliers de faillites bancaires en chaîne¹⁹³. En 1933, la crise bancaire avait alors atteint un point extrême : 11 000 banques avaient fait faillite ou avaient été forcées de se fusionner : le nombre des banques s'étant réduit de 40%, passant de 25 000 à 14 000¹⁹⁴.

¹⁹⁰ L'exemple des sociétés de chemins de fer illustre ce phénomène. De même, entre 1910 et 1915, General Motors était contrôlée par un syndicat bancaire. Voir Joseph G. HAUBRICH et Joao A. C. SANTOS, « Alternative Forms of Mixing Banking with Commerce: Evidence from American History », février 2003, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=305281>] (6 avril 2010), p. 12.

¹⁹¹ M. FLEURIET, préc., note 183, p. 21. Voir aussi S. L. HAYES III, préc., note 189, 41: « *The Glass-Steagall Act was clearly aimed at the inherent potential for abuse when a single financial firm could accept deposits, speculate in the securities markets using depositors' funds, hold substantial (including control) positions in their corporate customers, underwrite these companies' new securities offerings, and, if convenient, stuff slow-moving offerings into mutual funds or individual investment account they managed.* »

¹⁹² Pierre-Cyrille HAUTCOEUR, « La crise de 1929 et ses enseignements », dans Jacques GRAVEREAU et Jacques TRAUMAN (dir.), *Crises financières*, Paris, Economica, 2001, p.1.

¹⁹³ La gravité de ces vagues s'explique largement par le phénomène de « dominos » qui conduisit des banques à faire faillite du seul fait de la chute d'autres banques qui étaient leurs débitrices.

¹⁹⁴ George J. BENSTON, *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass Steagall Act Revisited and Reconsidered*, Oxford, Oxford University Press, 1990, p. 1. Voir

En 1932, le Sénat américain mis sur pied la Commission des Affaires Monétaires et Finances, une commission chargée d'enquêter sur les causes de la crise de 1929 et dont les auditions menées par le procureur Ferdinand Pecora¹⁹⁵ mirent à jour une série de pratiques collusives et de comportements abusifs de la profession bancaire. Suite aux conclusions de cette enquête¹⁹⁶, le président Franklin D. Roosevelt, fit approuver par le Congrès américain en 1933 une série de mesures législatives visant à restaurer la confiance du public dans l'économie américaine, mesures auxquelles on réfère collectivement comme le « *New Deal* ». Ces mesures incluaient, notamment, la Loi de 1933, la Loi de 1934 (instaurant la SEC) et le *Banking Act de 1933*¹⁹⁷, dont quatre de ses dispositions (16, 20, 21 et 32) se firent connaître davantage comme le *Glass-Steagall Act*¹⁹⁸ (ci-après, la loi « **Glass-Steagall** »). L'effet combiné de ces quatre dispositions fut de limiter, avec certaines exceptions, les opérations des banques de dépôt dans le secteur des valeurs mobilières¹⁹⁹. Examinons de plus près ces quatre dispositions.

Les articles 16 et 21 de la loi Glass-Steagall se rapportent aux opérations directes des banques de dépôt. L'article 16²⁰⁰ interdit généralement aux banques

également Edwin J. PERKINS, « The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History », (1971) 88 *Banking L.J.* 483.

¹⁹⁵ On réfère généralement à cette commission comme la Commission Pecora.

¹⁹⁶ Les conclusions de cette enquête sont publiées en une série de rapports intitulés *Stock Exchange Practices*. Voir UNITED STATES, COMMITTEE ON BANKING AND CURRENCY, *Stock exchange practices*, Hearings before the Committee on Banking and Currency, United States Senate, Seventy-third Congress, first-[second] session, on S. Res. 84 (72d Congress) a resolution to investigate practices of stock exchanges with respect to the buying and selling and the borrowing and lending of listed securities, et S. Res. 56 (73d Congress) a resolution to investigate the matter of banking operations and practices, the issuance and sale of securities, and the trading therein, Washington : U.S. Govt. Print. Off, 1933.

¹⁹⁷ Ch. 89, 48 Stat. 162 (codifiée, telle que modifiée en sections dispersées à 12 U.S.C.).

¹⁹⁸ Des noms des deux élus qui l'ont présentée, c'est-à-dire, le sénateur démocrate Carter Glass, membre de la Commission bancaire du Sénat, et le démocrate Henry Steagall.

¹⁹⁹ Notons que la loi Glass-Steagall n'avait pas de portée extra-territoriale. Elle n'interdisait pas aux banques commerciales d'opérer dans le champ des valeurs mobilières en dehors des États-Unis.

²⁰⁰ L'article 16 permet toutefois aux banques commerciales de transiger des valeurs mobilières pour le compte de leurs clients seulement.

(membres de la Réserve fédérale) d'acheter des titres pour leur propre compte²⁰¹. Les articles 16 et 21 de cette loi interdisent également, à quelques exceptions importantes, aux établissements de dépôt de s'engager dans l'émission, la souscription, la vente, la distribution, en gros ou en détail, à titre individuel ou à travers une action commune, d'actions, d'obligations, de certificats, de bons ou d'autres titres²⁰². Ces exceptions incluent notamment des obligations du gouvernement des États-Unis, de même que de certains organismes gouvernementaux. Les articles 20 et 32 se rapportent aux affiliations des banques de dépôt. L'article 20 interdit aux banques l'affiliation avec une entité, engagée principalement²⁰³ (*principally engaged*): « *in the issue, flotation, underwriting, public sale, or distribution at wholesale or retail or through syndicate participation of stocks, bonds, debentures, notes, or other securities* ». L'article 32 interdit à une banque de dépôt et à une banque d'investissement d'avoir des administrateurs en commun (*interlocking directors*) ou des relations étroites entre ses dirigeants (*close officer relationships*). Cet article s'applique même s'il n'y a aucune copropriété ou affiliation entre la banque de commerce et la banque d'investissement. Enfin, en 1956, le Congrès adoptait le *Bank Holding Company Act of 1956*²⁰⁴, une loi dont l'un des effets était de proscrire la combinaison des activités de banque de dépôt et d'assurances.

Pourquoi le législateur américain a-t-il imposé une séparation stricte entre les activités de banques de dépôt et de banques d'investissement²⁰⁵. En d'autres termes,

²⁰¹ Toutefois, une banque nationale (*chartered by the Comptroller of the Currency*) peut acheter et tenir des titres d'investissement (définis comme des obligations, des notes, ou débetures considérées par le contrôleur comme des titres d'investissement) et ce, jusqu'à 10 % de ses capitaux propres et excédents non distribués.

²⁰² Seule exception : les banques de dépôts sont autorisées à souscrire des bons du Trésor américain. Le texte de loi comportait également la création d'un système fédéral d'assurance des petits déposants, c'est-à-dire la *Federal Deposit Insurance Corporation*, garantissant les dépôts jusqu'à 100 000 dollars américains.

²⁰³ L'expression « engagée principalement » a été définie par la Réserve Fédérale comme des activités représentant plus de 10 % des revenus totaux de la société affiliée.

²⁰⁴ 12 U.S.C. § 1841 et suiv.

²⁰⁵ Il fallait choisir, démanteler en désinvestissant de l'une ou l'autre des activités. Les géants de Wall Street de 1929 adopteront des stratégies contrastées. JP Morgan choisit la banque commerciale : les mécontents de ce choix firent scission et créèrent Morgan Stanley. Chase Manhattan et City abandonnèrent les marchés financiers. Lehman Brothers ferma sa banque et ne conserva que sa maison de titres.

quelles sont les raisons qui sous-tendent une telle restriction au libre commerce? Plusieurs attribuent, du moins en partie, le krach de 1929 et la Grande dépression qui s'en suivit à l'empiètement des banques dans le secteur de l'investissement²⁰⁶. D'ailleurs, dans *Investment Co. Institute v. Camp*²⁰⁷, la Cour suprême des États-Unis s'est longuement exprimée relativement aux justifications motivant l'adoption de cette loi et, plus particulièrement, sur les « dangers subtiles »²⁰⁸ des activités de marché des banques. En voici quelques extraits:

« The Glass-Steagall Act reflected a determination that policies of competition, convenience, or expertise which might otherwise support the entry of commercial banks into the investment banking business were outweighed by the « hazards » and « financial dangers » that arise when commercial banks engage in the activities proscribed by the Act. The hazards that Congress had in mind were not limited to the obvious danger that a bank might invest its own assets in frozen or otherwise imprudent stock or security investments. [...] The legislative history of the Glass-Steagall Act shows that congress also had in mind and repeatedly focused on the more subtle hazards that arise when a commercial bank goes beyond the business of acting as fiduciary or managing agent and enters the investment banking business either directly or by establishing an affiliate to hold and sell particular investments. This course places new promotional and other pressures on the bank which in turn create new temptations. For example, pressures

²⁰⁶ Christian A. JOHNSON, « Holding Credit Hostage for Underwriting Ransom , Rethinking Bank Antitying Rules », (2002) 64 *U. Pitt. L. Rev.* 157, 164; Jonathan R. MACEY, « Special Interest Group Legislation and the Judicial Function: The Dilemma of Glass-Steagall », (1984) 33 *Emory L.J.* 1; Arthur E. WILMARTH Jr., « Did Universal Banks Play a Significant Role in the U.S. Economy's Boom-and Bust Cycle of 1921-1933? A Preliminary Assessment », dans FOND MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *Current Developments in Financial and Monetary Law*, volume 4, Washington D.C., International Monetary Fund Publication Services, 2005, 559, 566; Samuel L. HAYES III, préc., note 189, 40-41; James E. SMITH, « Glass-Steagall Act, A History of Its Legislative Origins and Regulatory Construction », (1975) 92 *Banking L. J.* 38 ; E. J. PERKINS, préc., note 194, 88. Joseph Jude NORTON, « Up Against the « Wall »: Glass-Steagall and the Dilemma of a Deregulated ('Reregulated') Banking Environment », (1986-87) 42 *Bus. Law.* 327, 329: « *The Glass-Steagall Act clearly reflected the long standing and overarching public policy concern in bank regulation : the 'safety and soundness' of the American banking system.*»

²⁰⁷ 401 U.S. 617 (1971).

²⁰⁸ Ce que le tribunal appelle « *subtle hazards* ».

are created because the bank and the affiliate are closely associated in the public mind, and should the affiliate fare badly, public confidence in the bank might be impaired. And since public confidence is essential to the solvency of a bank, there might exist a natural temptation to shore up the affiliate with unsound loans or other aid. Moreover, the pressure to sell a particular investment and to make the affiliate successful might create a risk that the bank would make its credit facilities more freely available to those companies in whose stock or securities the affiliate has invested or become otherwise involved. Congress feared that banks might even go so far as to make unsound loans to such companies. In any event, it was thought that the bank's salesman's interest might impair its ability to function as an impartial source of credit.

Congress was also concerned that bank depositors might suffer losses on investments that they purchased in reliance of the relationship between the bank and its affiliate. This loss of customer goodwill might 'become an important handicap to a bank during a major period of security market deflation'. More broadly, Congress feared that the promotional needs of investment banking might lead commercial banks to lend their reputation for prudence and restraint to the enterprise of selling particular stocks and securities, and that this could not be done without that reputation being undercut by the risks necessarily incident to the investment banking business. There was also perceived the danger that when commercial banks were subject to the promotional demands of investment banking, they might be tempted to make loans to customers with the expectation that the loan would facilitate the purchase of stocks and securities. [...]

Another potential hazard that very much concerned Congress arose from the plain conflict between the promotional interest of the investment banker and the obligation of the commercial banker to render disinterested investment advice. [...]

In sum, Congress acted to keep commercial banks out of the investment banking business largely because it believed that the promotional incentives of investment banking and the investment banker's pecuniary stake in the success of particular investment opportunities was

(sic) destructive of prudent and disinterested commercial banking and of public confidence in the commercial banking system. »²⁰⁹ [citations omises]

Cette analyse ne fait toutefois pas l'unanimité parmi les auteurs²¹⁰ puisqu'il semble exister un désaccord substantiel sur ce à quoi la loi Glass-Steagall devait remédier. En outre, plusieurs commentateurs sont d'avis que les activités de marchés des banques commerciales n'auraient pas eu d'incidences significatives sur le krach boursier de 1929²¹¹. Certains n'y voient qu'un mouvement protectionniste mis de l'avant par des banques d'affaires voulant empêcher la concurrence des banques de commerce²¹², alors que d'autres la considèrent comme une mesure punitive plutôt qu'un dispositif pour assurer la sécurité et la solidité financière des banques²¹³. Quoiqu'il en soit, et malgré un puissant lobby en faveur de son abrogation, ce régime réglementaire demeura en vigueur pendant soixante-six ans. Cependant, à partir des années 60, et surtout dans les années 70 et 80²¹⁴, les restrictions à l'activité financière imposées par la loi Glass-Steagall furent progressivement remises en question et le gouvernement, de même que les tribunaux américains, ont, de manière incrémentale, modifié la réglementation dans un sens plus libéral. Une des brèches significatives à la loi Glass-Steagall fut une décision d'avril 1987 du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale (*Federal Reserve Board*) qui permit aux banques de dépôt de se livrer à certaines activités des banques d'affaires, si celles-ci étaient effectuées par le biais d'une filiale (que l'on appelait les « filiales de l'article 20 ») et si les revenus de

²⁰⁹ *Id.*, 630-634 (notes en bas de page omises).

²¹⁰ Daniel R. FISCHER ET AL., « The Regulation of Banks and Bank Holdings Companies », (1987) 73 *Va. L. Rev.* 301, 316.

²¹¹ John D. HAWKE, « The Glass-Steagall Act: A Historical Perspective », (1986) 31 *N.Y.L. Sch. L. Rev.* 255, 258.

²¹² Raghuram G. RAJAN et Luigi ZINGALES, *Saving Capitalism From the Capitalists*, New York, Crown Business, 2003, pp. 219-224.

²¹³ Robert E. LITAN et Jonathan RAUCH, *American Finance for the 21st Century*, Washington D.C.; Brookings Institution Press, 1998, p. 27.

²¹⁴ Parmi les motivations de cette dérégulation, on considérait que l'environnement financier de plus en plus global et concurrentiel représentait un défi à l'application des dispositions de la loi. Puisque les banques européennes et japonaises, qui, non soumises à de telles restrictions, se transformaient en géants mondiaux, on assistait à un déplacement progressif du pôle financier de New York vers Londres.

ces activités demeuraient marginaux, ne dépassant pas un plafond 5%²¹⁵. Cette décision, suivie en 1989 d'une extension de la nature des titres autorisés et d'une augmentation du plafond à 10% du revenu, puis à 25% en 1996, allait véritablement faire entrer les banques dans le négoce de titres sur les marchés²¹⁶. En 1998, la Réserve fédérale prenait une mesure forte de conséquences en permettant à Citicorp, une des plus grandes banques commerciales américaines, de fusionner avec Travelers Group, un conglomérat financier possédant notamment, Salomon Smith Barneys, une importante firme de courtage en valeurs mobilières²¹⁷. Finalement, en novembre 1999, le congrès américain adoptait le *Gramm-Leach-Bliley Act*²¹⁸ (ci-après, le « **GLBA** »), autorisant ainsi la constitution de *financial holding companies* conduisant simultanément des activités de banque commerciale, de banque d'investissement, de courtier en titres et d'assurances²¹⁹. Les banques de dépôt ont dès lors pu être à nouveau présentes à Wall Street, comme elles l'étaient avant 1933.

²¹⁵ Voir *Securities Industry Association v. Board of Governors of the Federal Reserve System*, 839 F.2d. 47 (2d Cir.), cert. denied, 108 S. Ct. 2830 (1988). Voir également *Federal Reserve Board, Bankers Trust New York Corporation*, 73 Fed. Res. Bull. 138 (1987); *The Chase Manhattan Corporation*, 73 Fed. Res. Bull. 145 (1987); *First Chicago Corporation*, 74 Fed. Res. Bull. 706 (1988).

²¹⁶ La décision initiale de la Réserve Fédérale en 1987 limitait les activités de souscription pour compte des filiales de l'article 20 aux titres de créances adossés à des hypothèques (*mortgage-backed securities*) et aux titres de créances adossés à des actifs (*asset-backed securities*). Ces pouvoirs ont été étendus en 1989 aux obligations corporatives et aux actions en 1990.

²¹⁷ Micheal K. O'NEAL, « Summary and Analysis of the Gramm-Leach-Bliley Act », (2000) 28 *Sec. Reg. L.J.* 95. La décision de la Réserve fédérale prévoyait que Citigroup pouvait littéralement opérer comme une banque universelle, sans avoir à se départir de ses activités non-conformes pendant une période de cinq ans suivant la fusion. Fait intéressant, le secrétaire au Trésor de l'Administration Clinton, responsable de l'adoption du *Gramm-Leach-Bliley Act of 1999*, Robert Rubin, se joignit à Citigroup en 1999 pour en devenir le co-président.

²¹⁸ *Gramm-Leach-Bliley Act of 1999*, Act of Nov. 12, 1999, Pub. L. No. 106-102, 113 Stat. 1338. Cette loi porte le nom du président de la Commission bancaire du Sénat, Phil Gramm, républicain du Texas, et du président de la Commission bancaire de la Chambre des représentants, Jim Leach. Fait cocasse, on la surnomme parfois la loi « Citi-Travelers ».

²¹⁹ Il est à noter que le GLBA n'a pas abrogé les articles 16 et 21 de la loi Glass Steagall. Elle a supprimé les restrictions à l'affiliation des banques de dépôt avec des firmes en valeurs mobilières mais ni les banques de dépôt, ni les banques d'investissement ne peuvent être engagées directement dans les activités centrales de l'autre industrie. Voir A. WILMARTH JR., préc., note 18. Notons également que le GLBA permet spécifiquement au « *financial holding companies* » de s'engager dans des activités de capital-investissement et, de ce fait de détenir des positions (incluant des positions de contrôle) dans des entreprises (qui ne sont pas des entreprises de services financiers).

L'éclatement successif des bulles technologique et immobilière ont mené bon nombre de commentateurs à établir un étroit parallèle entre le retour de la banque universelle dans le paysage financier américain et les récentes crises financières. Autrement dit, le GBLA a-t-il ressuscité les « dangers subtiles » que la Cour suprême des États-Unis avait longuement identifiés dans *Investment Co. Institute v. Camp*²²⁰ ? Étonnamment, l'opinion de la Cour suprême américaine rédigée en 1971 nous semble toujours d'actualité. À ce sujet, le professeur Arthur Wilmarth écrit :

*« Is it merely a coincidence that the two most dramatic stock market booms and crashes in U.S. history occurred during periods when large commercial banks were major participants in the securities markets ? »*²²¹

Puis, il ajoute :

*« In light of the growing evidence of conflicts of interest and other abuses involving universal banks during the economic boom from 1994 to 2000, several commentators have argued that federal regulators and Congress made a mistake in allowing commercial banks to establish new affiliations with securities firms. These commentators maintain that Congress underestimated the risks that (1) conflicts of interest would undermine the ability of universal banks to allocate credit and provide investment advice in an objective and impartial way, and (2) competitive pressures in the securities underwriting business would cause both universal banks and securities firms to promote unsound and speculative ventures. »*²²²

Penchons-nous maintenant sur le mouvement de décloisonnement ayant eu lieu au Canada.

²²⁰ Préc., note 207. Voir également James FANTO, « Subtle Hazards Revisited – The Corruption of a Financial Holding Company By a Corporate Client's Inner Circle », (2004) 70 (1) *Brooklyn Law Review* 7.

²²¹ A.E. WILMARTH JR., préc., note 206, 559.

²²² *Id.*

2.2.2 Le « Big Bang » canadien

Le Canada a également connu son « Big Bang » du secteur financier²²³. Avant les réformes²²⁴ de 1987 et 1992, la *Loi sur les banques*²²⁵ et la législation provinciale répartissaient les institutions financières au Canada en quatre grands groupes, désignés comme les « quatre piliers » du secteur financier canadien, soit : les banques, les sociétés de prêt ou de fiducie, les compagnies d'assurances et les courtiers en valeurs mobilières. La première loi canadienne sur les banques fut adoptée en 1871²²⁶. Contrairement à ce qui s'est produit dans le cas de leurs voisins du Sud durant la période pré-dépressionnaire, il appert que l'implication des banques dans les activités de valeurs mobilières eut été peu ou non existante avant les années 80 et ce, malgré une disposition qui leur octroyait expressément un pouvoir de transiger des valeurs mobilières²²⁷. Des amendements à cette loi en 1980 vinrent, pour la première fois, restreindre le pouvoir des banques en cette matière²²⁸. De par ce passage du Livre

²²³ L'expression « Big Bang » réfère à ce qui s'est produit à Londres le 27 octobre 1986, c'est-à-dire la réforme réglementaire mise de l'avant par Margaret Thatcher et qui a marqué l'abandon du système traditionnel de répartition strict des rôles d'agents de change et de contrepartistes, les fameux *jobbers*, la fin des commissions de courtage fixes, la mise en place d'un système de cotation informatisé et la levée de l'interdit empêchant les firmes étrangères de prendre pied dans les charges londoniennes.

²²⁴ Toutes les lois fédérales concernant les institutions financières, y compris la *Loi sur les banques*, L.C. 1991, ch. 46 sont caractérisées par une disposition de réexamen qui oblige à réviser périodiquement le cadre stratégique et la législation qui régleme les services financiers. Ce processus de révision formel a abouti à d'importantes modifications législatives en 1980, 1987, 1992, 1997, 2002 et 2006.

²²⁵ Préc., note 224.

²²⁶ *An Act relating to Banks and Banking*, 34 Vic., c. 5. En vertu de la constitution canadienne, les banques sont de juridiction fédérale; voir article 91(15) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, 30 & 31 Victoria, ch. 3 (R.-U.).

²²⁷ Oliver J. BORGERS, *Conflicts of Interest and the Integration of the Banking and Securities Industries in Canada*, Mémoire de Maîtrise, Toronto, Faculté de droit, Université de Toronto, 1988, p. 6. Voir également, L. MEIR, *The Involvement of Commercial Banks in Securities Activities*, Toronto: S.J.D. Thesis, Faculté de Droit, Université de Toronto, 1984, p. 68; Richard BALFOUR, « Ownership of the Securities Industry in Canada: The Collapse of One Pillar », dans Peter E.S. JEWETT (dir.), *Securities law for the specialist: securities regulation*, 1987 Annual Institute on Continuing Legal Education, Toronto, Canadian Bar Association-Ontario, Continuing Legal Education, 1987, à la page 2.

²²⁸ Art. 174(2)(c), 190(5), 190 (3), 191 (1) et 193(2) de la *Loi sur les banques de 1980*, L.C. 1980-81-82-83, c. 40. Voir aussi O.J. BORGERS, préc., note 227, p. 11.

blanc sur la révision de la législation bancaire canadienne²²⁹, il semble que les préoccupations relatives à l'abus potentiel des conflits d'intérêts par les banques aient contribué à cette modification:

«The securities industry, by underwriting new issues and by maintaining secondary markets and consequently liquidity for outstanding securities, plays a significant role in our capital markets. It is important it should continue to be a strong segment of these markets and that the corporate sector should continue to have a choice of sources for funds, that is, facilities of an independent dealer. To help ensure this choice, and taking into account conflicts of interest concerns and possible undue concentration of power, it is proposed to define more precisely the role of banks in the sale of corporate securities.»²³⁰

Or, tout comme ce qui s'est produit aux États-Unis, les cloisons qui isolaient chacun de ces quatre grands secteurs de l'industrie des services financiers au Canada se sont effritées les unes après les autres. Le Québec fut la première instance gouvernementale à proposer une réforme en ce sens avec la publication du Rapport du comité sur les institutions financières en 1969 (aussi connu sous le nom de rapport Parizeau²³¹). Seize ans plus tard, en 1985, le gouvernement fédéral emboîta le pas et publia un document intitulé *La réglementation des institutions financières au Canada : propositions à considérer*²³². Plus communément appelé le Livre vert, ce

²²⁹ CANADA, ministère des Finances, *White Paper on the Revision of Canadian Banking Legislation*, Ottawa, 1976. Dix ans plus tard, le ministre canadien des finances établissait dans son rapport intitulé *Le secteur financier: nouvelles directions*, des principes de base relatifs à la réglementation du secteur financier canadien. L'un de ces principes est le contrôle des conflits d'intérêts.

²³⁰ *Id.*, p. 34.

²³¹ QUÉBEC, *Rapport du comité sur les institutions financières*, 1969, Québec. Le président de ce comité étant M. Jacques Parizeau. À cette époque, les recommandations de ce rapport furent jugées trop « novatrices ».

²³² CANADA, ministère des Finances, *La réglementation des institutions financières du Canada: Propositions à considérer*, Ottawa, 1985. Voir également SENAT DU CANADA, *Vers une plus grande compétitivité dans le secteur financier*, Seizième rapport du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, Ottawa, 1986; CANADA, *Le secteur financier: nouvelles directions*, Ottawa, 1986, pp. 1-5. Voir également Raymonde CRÊTE, «Les investisseurs institutionnels et leurs conflits d'intérêts dans le contexte des mesures défensives », dans R. CRÊTE (dir.), *Les mesures défensives en matière d'offres publiques*

document suggérait d'accroître la souplesse des marchés financiers en autorisant la diversification des services financiers à condition qu'elle s'opère sous l'égide d'une société de portefeuille²³³. En raison des critiques relatives à la complexité inutile des sociétés de portefeuille soulevées par les intervenants du milieu financier, le ministre des finances canadien publiait, en décembre 1986, son Livre blanc : *Le secteur financier : nouvelles directions*²³⁴ qui proposait de permettre aux institutions financières d'élargir leurs activités par l'intermédiaire de filiales (sans par ailleurs avoir l'obligation de se convertir en société de portefeuille). En 1987, le législateur fédéral modifiait la *Loi sur les banques* en adoptant la *Loi modifiant certaines lois sur les institutions financières*²³⁵, et, ainsi, autorisait les institutions financières fédérales à établir de filiales qui opèrent dans le domaine des valeurs mobilières²³⁶. Par la suite, des révisions législatives de 1992, les banques canadiennes ont désormais le droit de participer au marché des activités fiduciaires par la création ou l'achat de sociétés de fiducie²³⁷.

Ceci complète notre tour d'horizon des caractéristiques de la banque d'investissement et nous amène, dans un second temps, à nous attarder à la notion de conflit d'intérêts ainsi qu'à ses implications. Nous tenterons tout d'abord de cerner cette notion pour ensuite illustrer certaines de ses manifestations.

d'achat au Canada : aspects juridiques et financiers, Cowansville, Les Éditions Yvon Blais, 1991, 193, 196-197.

²³³ Voir également CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *Concurrence et stabilité: L'encadrement du système financier*, Ottawa, 1986 qui abonde dans le même sens.

²³⁴ Préc., note 232.

²³⁵ L.C. 1987, ch. C-26.

²³⁶ Les banques canadiennes se sont rapidement prévaluées de ce nouveau pouvoir. En outre, la Banque Royale a fait l'acquisition de la firme de courtage Dominion Securities, la Banque de Montréal de Nesbitt Thomson et Burns Fry, la Banque canadienne impériale de commerce de Wood Gundy, la Banque Scotia de McLeod, Young and Weirs, la Banque National de Lévesque Beaubien Goeffrion Leclerc. et, le Mouvement Desjardins de Disnat et Derangon Langlois. La Banque Toronto-Dominion a quant à elle créé sa propre maison de courtage.

²³⁷ Jason Allen et Walter Engert, *Efficiency and competition in the Canadian banking sector*, 2007 *Revue de la Banque du Canada* 33, 38.

B. LES CONFLITS D'INTÉRÊTS

« Legal conflicts of interest are situations in which we perceive that cheating is likely to occur, but in which we are forced to trust individuals not to cheat because the costs of preventing or detecting cheating are so high. »²³⁸

1. Définition de conflit d'intérêts adaptée au contexte des services financiers

L'usage de l'expression « conflit d'intérêts » est fréquent. On l'associe règle générale aux devoirs des représentants de la sphère publique.

Le *Black's Law Dictionary* la définit comme suit:

« conflict of interest:

A real or seeming incompatibility between one's private interests and one's public or fiduciary duty. »²³⁹

Dans la sphère de l'activité financière, peu de textes législatifs élaborent une base théorique de ce que constitue le conflit d'intérêts²⁴⁰. On remarque que, dans la plupart des cas, le législateur emploie cette terminologie tout en présumant de sa signification ou en faisant référence à certaines situations précises desquelles

²³⁸ Alison GREY ANDERSON, « Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure », (1978) 25 *UCLA L. Rev.* 738, 747-748.

²³⁹ Préc., note 73, p. 341.

²⁴⁰ Certains textes définissent le conflit d'intérêts, mais le font d'une façon très large, comme le fait par exemple l'Instruction générale 31-103, préc., note 32, qui, à son paragraphe 13.4 mentionne : « *qu'il y a conflit d'intérêts lorsque les intérêts de différentes personnes, notamment les intérêts d'un client et ceux de la personne inscrite, sont incompatibles ou divergents* ». Cette définition est d'ailleurs calquée sur celle que fournit l'AISC. Voir AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, *Regulatory Guide 181 - Licensing: Managing Conflicts of Interest*, par. 181.15, [en ligne: <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byheadline/Regulatory+guides?openDocument#181>] (6 avril 2010).

surgissent des conflits d'intérêts tout en concevant alors son texte en fonction de ces situations²⁴¹. À cet égard, les propos de Kumpan et Leyens sont éloquentes:

« Capital market regulators, legislative institutions and legal scholars have usually avoided an abstract and general definition of the term 'conflict of interest'. As a result, a theoretical foundation of what constitutes a conflict of interest has been largely neglected. The shortcomings of these definitions, meanwhile, illustrate the difficulties of advancing a definition which is both sufficiently precise and congruent with the purposes for which it is to be applied. What all this reveals is a legal principle very much in a state of flux. There exists considerable substantive uncertainty respecting both what constitutes a conflict of interest and how they should be treated – especially in the context of complex modern commercial relationships. »²⁴²

Nous estimons qu'il importe donc, préalablement à l'identification de situations potentiellement problématiques, de circonscrire adéquatement la notion de conflits d'intérêts. Dans les lignes qui suivent, nous passerons en revue quelques-unes des nombreuses formulations de définitions trouvées dans la littérature et, par la suite,

²⁴¹ À titre d'exemple, notons, au Canada, les articles 324, 1310 et 2138 du C.c.Q., le *Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs* [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/33-105fr.pdf>] (25 avril 2010). Aux États-Unis, voir notamment la NASD Rule 2720 - *Public Offerings of Securities With Conflicts of Interest*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3676] (25 avril 2010) et la SEC Rule 17g-5 - *Conflicts of interest*, codifiée à 17 C.F.R. §240.17g-5, [en ligne: <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55857fr.pdf>] (25 avril 2010). À l'échelle internationale, la Directive du Parlement européen concernant les marchés d'instruments financiers, Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004, J.O. L145/1 du 30 avril 2004, telle que modifiée par la Directive 2006/31/EC du 5 avril 2006, J.O. L114/60 du 27 avril 2006 et la Directive 2007/44/CE du 5 septembre 2007, J.O. L247/1 du 21 septembre 2007 et la Directive 2008/10/CE du 11 mars 2008, J.O. L76/33 du 19 mars 2008 (ci-après, la « **Directive concernant les marchés d'instruments financiers** »). La Directive 2006/73/EC du 10 août 2006, J.O. L241/26 du 2 septembre 2006 (ci-après la « **Directive d'application de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers** »), qui met en application la Directive concernant les marchés d'instruments financiers, identifie pour sa part cinq situations donnant lieu à un conflit.

²⁴² Christoph KUMPMAN et Patrick C. LEYENS, « Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Toward a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation », (2008) 4 no. 1 *European Company and Financial Law Review* 72, 75.

tenterons d'élaborer une définition de la notion de conflit d'intérêts plus spécifique au contexte des banques d'investissement et des services financiers en général.

1.1 Élément commun : un devoir d'agir dans les intérêts d'une autre personne

Certains auteurs proposent une définition très large de la notion de conflit d'intérêts. Par exemple, Mehran et Stulz décrivent le conflit d'intérêts comme: « [TRADUCTION] *une situation dans laquelle une partie à une transaction peut potentiellement obtenir un gain en posant des actes qui affectent négativement la partie opposée* »²⁴³. Cette définition est à notre avis beaucoup trop inclusive. En effet, la plupart des rapports commerciaux sont fondés sur la poursuite mutuelle d'un intérêt personnel. Qui plus est, cette opposition naturelle d'intérêts divergents est encadrée par les principes du droit applicable aux contrats qui fournissent diverses stratégies pour balancer ces intérêts. Kumpman et Leyens soutiennent que seules les situations menant à une défaillance du marché devraient être encadrées, c'est-à-dire, lorsque les parties contractantes sont incapables de solutionner les conflits d'intérêts contractuellement²⁴⁴. D'ailleurs, sur cette question, la Cour suprême du Canada, dans l'affaire *Hodgkinson c. Simms*²⁴⁵, s'exprimait ainsi:

« Les rapports commerciaux entre des parties sans lien de dépendance tirent normalement leur utilité sociale de la poursuite d'un intérêt personnel, et les tribunaux ont raison d'être circonspects lorsqu'on leur demande de faire respecter une obligation (c.-à-d. l'obligation fiduciaire) qui vient justifier l'antithèse même de cet intérêt personnel. Il sera rare que des parties, indépendantes à

²⁴³ Hamid MEHRAN et René M. STULZ, « The Economics of Conflicts of Interests in Financial Institutions, (2007) 85 *Journal of Financial Economics* 267, 268. Voir également la définition de conflit d'intérêts que l'on retrouve dans le rapport suivant de l'OICV : ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offering*, Rapport du comité technique, novembre 2007, [en ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>] (8 avril 2009), p. 4. Elle se lit comme suit: « *a situation where the interest of a market intermediary may be inconsistent with, or diverge from, those of its clients, investors, or others, or where the interests of one group of clients conflict with those of another group* ».

²⁴⁴ C. KUMPMAN et P. LEYENS, préc., note 242, 79.

²⁴⁵ Préc., note 88.

tout autre égard, soient justifiées de renoncer à leur intérêt personnel de manière à invoquer le principe fiduciaire. Le droit ne s'oppose pas en soi à ce qu'une partie profite d'une autre dans la mesure où cette forme d'exploitation n'est pas par ailleurs inacceptable. »²⁴⁶

Au sens littéral, les termes « conflit d'intérêts » dénotent une situation dans laquelle deux ou plusieurs intérêts s'affrontent. En présence d'un conflit d'intérêts, des intérêts légitimes sont nécessairement opposés (partiellement ou totalement). Toutefois, l'inverse n'est pas forcément vrai : des intérêts opposés ne donnent pas toujours lieu à un conflit d'intérêts. En effet, toute relation d'affaires suppose au moins deux intérêts légitimes. Le meilleur exemple de ce qui précède est le cas de la transaction d'achat-vente. Dans une telle situation, le vendeur a intérêt à obtenir le meilleur prix pour son bien alors que l'acheteur désire déboursier le moins d'argent possible. On se voit alors en présence d'une situation où deux intérêts légitimes s'affrontent mais qui, en l'absence de fraude ou de dol, ne requiert pas un mécanisme de protection additionnelle des cocontractants.

Ainsi, une situation de conflit d'intérêts ne pose problème que s'il existe un devoir d'agir dans les intérêts d'une autre personne, un devoir qui se veut, à notre avis, plus exigeant que le devoir général d'agir de bonne foi dans la poursuite d'une transaction commerciale. Pour reprendre notre exemple de la transaction d'achat-vente, le vendeur, outre son obligation de bonne foi, n'a pas un devoir de protéger les intérêts de l'acheteur au détriment des siens.

C'est d'ailleurs pourquoi la plupart des auteurs circonscrivent la notion de conflits d'intérêts en regard des situations où un devoir de protéger les intérêts d'une ou de plusieurs autres personnes est présent²⁴⁷. Cependant, une question se pose

²⁴⁶ *Id.*, 414.

²⁴⁷ Seuls les économistes Crockett, Harris, Mishkin et White élaborent une définition en fonction du rôle crucial de l'information dans les marchés. Ils soutiennent qu'un conflit d'intérêts survient lorsqu'un fournisseur de services financiers, où un représentant de celui-ci, a des intérêts multiples qui peuvent l'inciter à cacher ou abuser de l'information qui est nécessaire au bon fonctionnement des marchés. Voir A. CROCKETT, T. HARRIS, F. MISHKIN et E. N. WHITE, préc., note 146, p. 5.

relativement à l'intensité de ce devoir. La notion de conflits d'intérêts implique-t-elle nécessairement l'existence d'une obligation d'intensité fiduciaire ou d'une obligation de loyauté, tel que nous avons discuté antérieurement? La réponse n'en est pas clairement arrêtée.

Certains auteurs sont silencieux quant à cette question et utilisent le terme « devoir » sans qualification additionnelle. Dans une interview reproduite dans la revue *Finance et Bien Commun*, le professeur Thévenoz soutient qu'un conflit d'intérêts se produit lorsqu'une entreprise (ou une personne) se voit confier les intérêts d'un client et que les intérêts de ce client entrent en conflit avec les intérêts d'un autre client ou avec ceux de l'entreprise elle-même²⁴⁸. Le professeur Tuch, quant à lui, définit le conflit d'intérêts comme suit:

*« To put it another way, a conflict arises where, in a matter, an adviser has a personal interest or an inconsistent engagement with a third party or uses his or her position to self advantage or to advantage a third party. »*²⁴⁹

²⁴⁸ Luc THÉVENOZ (interview de), « Le conflit d'intérêts: une composante inéluctable des marchés financiers », (2006) 24 *Finance & The Common Good/Bien Commun* 65, 65 (propos recueillis par Sibilla Guidotti).

²⁴⁹ A. TUCH, préc., note 8, 8. Voir également Mark KRUTHOF, « Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate ? », dans Luc THÉVENOZ et Rashid BAHAR (dir.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Kluwer Law International, 2006, 277, 279: « *In the legal sense, a conflict of interest arises when a person in a certain situation has a duty to decide how to act solely based on the interests of another person while the choice he makes also has repercussions for his own interests or for the interests of another third person, that he is also legally bound to protect.* » De même, Jeremy Cooper estime qu'un conflit d'intérêt survient lorsqu'un conseiller ne peut pas aller au front pour son client en raison d'autres devoirs ou intérêts qui le tirent dans une autre direction ». Voir Jeremy COOPER, « *Managing Conflicts of Interest in the Australian Financial Service Industry* », *Paper presented at the Securities & Derivatives Industry Association 2006 Conference*, Melbourne, 26 juin 2002, [en ligne: [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/managing_conflicts_of_interest.pdf/\\$file/managing_conflicts_of_interest.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/managing_conflicts_of_interest.pdf/$file/managing_conflicts_of_interest.pdf)] (14 avril 2010), p. 2. Pour d'autres formulations de la notion de conflit d'intérêts, voir, entre autres, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN, et Don A. MOORE, « The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest », (2005) 34(1) *Journal of Legal Studies* 1, 1: « *Conflicts of interest occur when individuals' professional responsibilities diverge from their personal interests (or when different professional responsibilities clash).* »; Angela Maria CAROZZI, « Financial Institutions Playing Different Roles: The Parmalat Case », (2006) *European Business Law*

D'autres, comme Kumpman et Leyens, précisent qu'il doit s'agir d'une obligation ou d'un devoir « légal »²⁵⁰. Boatright, quant à lui, y ajoute le devoir « moral ». Il soutient qu'un conflit d'intérêts survient lorsque les intérêts d'une personne ou d'une institution interfèrent avec l'obligation de cette personne ou institution d'agir dans l'intérêt d'une autre partie, lorsque cette personne ou institution a une obligation légale ou morale d'agir dans l'intérêt de cette autre partie²⁵¹.

Inversement, certains sont plus catégoriques quant à la nature du devoir et soutiennent que l'obligation doit être d'intensité fiduciaire.

Dans l'introduction de son ouvrage intitulé *Conflicts of interest in the professions*, Davis s'exprime ainsi:

*« The relationship required for a conflict of interest must be fiduciary; that is must involve one person trusting (or at least being entitled to trust) another to do something for her exercise judgement in her service. »*²⁵²

*Review 1535, 1536: «As commonly defined, a person (the agent) who acts on behalf of another (the principal) is in conflict of interest situation, if, at either time of his appointment or subsequently while carrying out his function, he has a material interest of his own or of a third person (relating to his duty) and this creates a substantial risk that he may not pursue the best interest of the person he represent. »; Usha RODRIGUES, « From Loyalty to Conflict: Addressing Fiduciary Duty at the Officer Level », (2009) 61 no 1 *Florida Law Review* 1, 6: « Conflicts of interest arise when individuals, although obligated by virtue of their positions to pursue one interest, suffer bias that naturally leads them to pursue a contradictory interest. »*

²⁵⁰ C. KUMPMAN et P. LEYENS, préc., note 242, 84: «[TRADUCTION] un conflit d'intérêts survient lorsqu'une personne qui a une obligation légale d'agir dans les intérêts d'une autre personne doit décider comment elle agira dans l'intérêt de cette autre personne alors qu'un autre intérêt vient interférer avec son habilité de prendre une décision conformément à son obligation. Dans cette perspective, intérêt signifie toute influence, préoccupation, émotion, loyauté ou autre facteur qui a un impact direct sur la décision de cette personne ». De plus, le modèle de courtage équitable proposé par la CVMO, préc., note 94, indique en page 35: « A conflict of interest only exists when some kind of legal duty is owed to another person. »

²⁵¹ J. BOATRIGHT, préc., note 3, 219.

²⁵² M. DAVIS et A. STARK (dir.), préc., note 3, p. 8. Voir également *Pirie v. Armstrong*, [2004] B.C.J. No. 2184 (BCSC) (QL/LN), par. 13, où le juge Bouck déclare: « An allegation of conflict of interest appears to be more in the nature of a political term than it is a legal one. A better legal term seems to be a breach of a fiduciary duty. »

En outre, Kumpman et Leyens insistent sur le fait que les situations qui devraient être réglementées sont celles qui sont caractérisées par une relation de principal-agent, relation de laquelle émane des obligations de loyauté (obligations fiduciaires)²⁵³. Dans une telle relation, une personne, l'agent, détient généralement un pouvoir décisionnel discrétionnaire d'affecter l'actif d'une autre personne, le principal²⁵⁴.

1.2 L'existence d'une obligation de loyauté: une condition *sine qua none* ?

En se fondant sur ce qui précède, est-il exact de prétendre que l'existence même d'un conflit d'intérêts est tributaire d'une relation fiduciaire? Force est de constater que les termes « obligation fiduciaire », « devoir fiduciaire » et « relation fiduciaire » sont fréquemment invoqués de façon laxiste, référant à des situations dans lesquelles un rapport de confiance existe, sans plus de précision²⁵⁵. À titre d'exemple,

²⁵³ C. KUMPMAN et P. LEYENS, préc., note 242, 79. En droit, l'agence est définie comme: « *a fiduciary relationship that arises when one person (the principal) manifests assent to another person (an agent) that the agent shall act on the principal's behalf and subject to the principal's control, and the agent manifests assent or otherwise consents so to act* ». Voir *Restatement (third) of Agency*, s. 1.01. (2006). Le terme agent est utilisé plus largement en économie comme signifiant une relation par laquelle une personne engage une autre personne pour rendre des services qui impliquent une certaine délégation de discrétion dans la prise de décision en faveur de la personne qui rend les services. Voir Micheal C. JENSEN et William H. MECKLING, « Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305, 308. Voir également Lena RETHEL et Guido PALAZZO, « Conflicts of Interest in Financial Intermediation », *Working paper 0514, Institut Universitaire de Management International*, [en ligne: http://www.hec.unil.ch/cms_irm/WP0514.pdf] (6 avril 2010), p. 5; Antonio, ARGANDOÑA, « Conflicts of interest : the ethical viewpoint », *Working Paper No 552, Chair of Economics and Ethics, IESE Business School, University of Navarra*, mars 2004, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=683784>] (24 mars 2010); John BOATRIGHT, *Ethics in Finance*, 2^e éd., Wiley-Blackwell, 2007, p. 51.

²⁵⁴ C. KUMPMAN et P. LEYENS, préc., note 242, 80.

²⁵⁵ Christa BAND, « Conflicts of interests in Financial Services and Markets », (2006) *J.I.B.L.R.* 677, 677: « *The concept of the fiduciary obligation is often misused, mis-described and consequently misunderstood. This creates confusion when it comes to considering where conflicts arise and how they might be managed.* ». Voir également G. CURTIS, préc., note 11, p. 1: « *The disappearance of any sense of fiduciary responsibility* », tout en précisant, à la note 1: « *[w]e don't mean fiduciary responsibility in the legal sense but in simple straightforward sense of placing the client's welfare first, of earning the customer's trust* ».

peut-on sans équivoque affirmer que les analystes financiers sont tenus d'une obligation fiduciaire envers le public investisseur?

C'est d'ailleurs la question que se pose le professeur Fisch. Elle s'exprime comme suit:

« One question is why independence? Even if separating banking from research would improve quality of research or the accuracy of analyst recommendations, why should regulators impose this requirement as opposed to allowing the market to evaluate the quality of the information provided by analysts and respond accordingly? After all conflicting business relationships are commonplace, and regulators do not typically interfere with the divided loyalties inspired by those relationships. [...] I believe that regulators have imposed independence because they view analysts as fiduciaries to the marketplace or investors. »²⁵⁶

Comme nous l'avons abordé précédemment, les analystes entrent dans une catégorie d'acteurs que l'on désigne comme les « sentinelles » des marchés financiers (« *gatekeepers of the financial markets* »). À ce titre, ils jouent sans contredit un rôle important. Cependant, affirmer qu'ils sont tributaires d'un devoir fiduciaire envers les investisseurs nous apparaît quelque peu radical. Pourtant, les législateurs nord-américains ont adopté des normes restrictives sur les conflits d'intérêts à l'égard de leurs pratiques. Est-ce à dire qu'en l'absence de devoir fiduciaire, ces règles sont injustifiées? Dans un article où elle traite, entre autres choses, des lois et règlements qui imposent aux intermédiaires des devoirs « à saveur fiduciaire » (*fiduciary-sounding duties*), le professeur Pamela F. Hanrahan soulève d'ailleurs les difficultés associées à l'utilisation du cadre conceptuel de l'obligation fiduciaire relativement à la réglementation des conflits d'intérêts des intermédiaires financiers²⁵⁷. Ainsi, nous estimons que, dans le contexte réglementaire des institutions financières, le conflit d'intérêts ne saurait être compris qu'en relation exclusive avec la notion de devoir

²⁵⁶ Jill E. FISCH, « Fiduciary Duties and the Analyst Scandals », (2007) 58(5) *Alabama Law Review* 1083, 1093.

²⁵⁷ P. HANRAHAN, préc., note 125, pp. 12 et suiv.

fiduciaire²⁵⁸. L'imposition d'obligations qui sont normalement tributaires d'un rapport fiduciaire peut se justifier afin d'assurer le «*maintien de l'acceptation par le public d'importantes institutions qui, dans notre société, fournissent des 'services fiduciaires', ainsi que la crédibilité de ces institutions*»²⁵⁹.

1.3 Une proposition de définition

À la lumière de ce qui précède et compte tenu des objectifs de la réglementation sur les valeurs mobilières qui, comme nous le verrons en deuxième partie de cette étude, incluent le maintien de la confiance dans l'intégrité des marchés des capitaux, il nous semble que la définition de conflits d'intérêts ne saurait être limitée aux situations où l'intermédiaire financier est tenu, à strictement parler, d'une obligation fiduciaire envers son client²⁶⁰. Certes, elle inclut ce type de relations mais également d'autres situations où une personne a un devoir de représentation envers une autre personne qui s'attend raisonnablement à ce que cette première personne agisse dans ses intérêts²⁶¹. Voici donc la définition de «*conflit d'intérêts*» que nous proposons.

²⁵⁸ Voir C. BAND, préc., note 255, 677.

²⁵⁹ P.D. FINN, «*Conflicts of Interest and Professionals*», dans *Professional Responsibility*, New Zealand Legal Research Foundation Inc., Document présenté à un séminaire sur la responsabilité professionnelle, University of Auckland, 29 mai 1987, p. 15. Voir également J. WIESENFELD, préc., note 164, 178: «*Does a conflict of interest per se by a dealer breaches any duty owed to the investing public or to the markets as a whole (including market participants and regulators) resulting in regulatory liability, where the conduct of the dealer has not been to the actual detriment of the investing public or caused actual harm to the capital markets? Current North American society appears to have answer this question affirmatively.*»

²⁶⁰ Voir «*Conflicts of interest and the Regulations of Securities, A Panel Discussion*», (1972-1973) 28 *Bus. Law* 545, 545. Le premier panelliste, Kenneth J. Balkin, définit le conflit d'intérêts comme suit : «*It is not essential, in my view, that a fiduciary relationship exists before a conflict of interest is presented. Conflicts can stem from the existence of duties which shall short of fiduciary responsibilities, but exist nevertheless as a matter of law, custom or business practice.*» Voir également Thomas L. CARSON, «*Conflicts of interest and self-dealing in the professions: A Review Essay*», (2004) 14 no. 1 *Business Ethics Quarterly* 161, 166.

²⁶¹ J. WIESENFELD, préc., note 164, 179.

Un conflit d'intérêts survient lorsque :

- ⇒ une personne (une organisation ou institution) (ci-après « A ») a un devoir ou une obligation de représenter, d'agir ou de protéger les intérêts d'une autre personne (un individu, une organisation ou institution) (ci-après « B ») de sorte que B est raisonnablement en droit de s'attendre à ce que A agisse dans l'intérêt de B; et
- ⇒ A a un autre intérêt (financier ou autre) qui peut lui être personnel ou relié à une autre personne, institution ou organisation envers qui A a un devoir ou une obligation de représentation; et
- ⇒ qui est incompatible en totalité ou en partie (ou perçu comme incompatible) avec les intérêts de B de sorte qu'il empêche, obstrue ou a un potentiel d'empêcher ou d'obstruer, la performance du devoir de A envers B.

Cela dit, lorsqu'il réunit les éléments de cette définition, le conflit d'intérêts pourra être précisé davantage selon les circonstances dans lesquelles il survient, se classant dans trois grandes catégories dont nous discuterons au cours des paragraphes suivants. En effet, le conflit d'intérêts est multidimensionnel et pourra être à la fois, personnel ou impersonnel, individuel ou organisationnel et actuel ou potentiel.

2. Classification des conflits d'intérêts

2.1. Conflit personnel versus conflit impersonnel

Un conflit d'intérêts est personnel lorsque l'intérêt d'un individu ou d'une organisation qui interfère avec l'obligation d'agir dans l'intérêt d'une autre personne est l'anticipation ou la réalisation d'un gain (ou l'évitement d'une perte) par cet individu ou cette institution. À titre d'exemple, un conflit personnel existe notamment

lorsqu'une banque d'investissement négocie des titres pour son propre compte en concurrence avec ses propres clients²⁶². À l'opposé, un conflit se veut impersonnel lorsque l'intermédiaire financier doit composer avec les intérêts divergents de plusieurs clients. On réfère d'ailleurs à ce type de conflits comme le conflit de devoirs (*conflict of duties*) ou le problème des « deux maîtres »²⁶³.

2.2 Conflit individuel versus conflit organisationnel

Un conflit d'intérêts individuel est causé par le comportement de l'intermédiaire financier lui-même alors que le conflit organisationnel est inhérent à la structure organisationnelle de l'intermédiaire, sans qu'il n'y ait nécessairement présence d'une faute ou d'une mauvaise intention de la part d'un individu²⁶⁴.

2.3 Conflit actuel versus conflit apparent ou potentiel

La plupart des conflits d'intérêts sont potentiels. Un conflit d'intérêts actuel se produit lorsqu'un individu ou une organisation agit de façon contraire aux intérêts de la personne envers qui elle a un devoir alors qu'un conflit d'intérêts potentiel réfère à une situation dans laquelle un conflit d'intérêts actuel pourrait vraisemblablement se produire²⁶⁵. En d'autres termes, un conflit d'intérêts actuel constitue l'abus par un intermédiaire financier d'une situation de conflit d'intérêts potentielle. L'abus en lui-même est indépendant de la situation de conflit et c'est cet abus d'une telle situation qui s'avère répréhensible, qui constitue un danger²⁶⁶. Puisque les services financiers sont généralement rendus par des organisations qui offrent des services multiples à une variété de clients, il s'ensuit que plusieurs, mais non la totalité, des conflits d'intérêts de la banque d'affaires sont potentiels, impersonnels et organisationnels.

²⁶² Ingo Walter réfère à cette catégorie comme les conflits de type 1. Voir Ingo WALTER, « Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms », (2004) 22 (4) *European Management Journal* 361, 362.

²⁶³ Ingo Walter réfère à cette catégorie comme les conflits de type 2 Voir *id.*

²⁶⁴ L. RETHEL et G. PALAZZO, préc., note 253, pp. 10-11.

²⁶⁵ J. BOATRIGT, préc., note 3, 220.

²⁶⁶ O. J. BORGERS, préc., note 227, p. 37.

Ayant circonscrit la notion de conflit d'intérêts dans un cadre pertinent et applicable à l'analyse des relations multiples de la banque d'investissement avec ses clients et le public épargnant, nous tenterons, dans les lignes qui suivent, d'apporter un éclairage sur les causes intrinsèques aux conflits d'intérêts et, pour ce faire, nous ferons appel au cadre conceptuel de la théorie économique de l'agence.

3. Les conflits d'intérêts dans le cadre conceptuel de l'agence de la théorie économique de l'agence

Étudiés sous l'angle de la théorie économique, les conflits d'intérêts constituent essentiellement des coûts d'agence²⁶⁷ selon cette théorie bien connue. Jensen et Meckling définissent une relation d'agence comme « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent* »²⁶⁸. Le paradigme du principal-agent se situe donc au cœur de cette théorie²⁶⁹. Il conduit au problème d'aléa moral²⁷⁰.

L'aléa moral se traduit par une forme d'opportunisme *post* contractuel qui survient lorsque les actions mises en œuvre par l'agent ne peuvent être entièrement observées par le principal. Conséquemment, en dépit des forces disciplinaires du marché²⁷¹, l'agent est beaucoup plus enclin à poursuivre son intérêt personnel ou un

²⁶⁷ U. RODRIGUES, préc., note 249, 1: « *Conflicts of interest are the quintessential agency cost – the constant lurking danger that agents may seek their own personal gain, rather than the good of the corporation.* » Voir également A. ARGANDOÑA, préc., note 253, 15.

²⁶⁸ M.C. JENSEN et W.H. MECKLING, préc., note 253, 305, 360.

²⁶⁹ Dans ce contexte, l'utilisation des termes « agent » et « principal » ne réfèrent pas à la relation juridique d'agence de la *common law*, mais sont plutôt utilisés dans leur sens économique.

²⁷⁰ Cette notion a été développée relativement aux questions entourant l'assurance. Dans ce domaine, l'aléa moral est la possibilité qu'un assuré augmente sa prise de risque, comparé à la situation où il supporterait entièrement les conséquences négatives d'un sinistre : l'assuré détermine son niveau d'effort pour éviter le risque, en tenant compte du fait qu'il est assuré, et ce niveau d'effort dépend aussi du niveau d'indemnisation.

²⁷¹ Nous discuterons dans la partie II de ce mémoire des forces du marché comme mécanismes de prévention des conflits d'intérêts. Voir *infra*, pp. 123 et suiv.

intérêt autre aux dépens du principal²⁷². Ceci s'explique ainsi. L'agent, dans le cas qui nous concerne, l'intermédiaire financier, fournit un effort pour produire un résultat qui intéresse le principal, son client, en contrepartie duquel ce dernier rémunère l'agent. Dans un optimum, il existe une relation univoque entre l'effort de l'agent et le résultat de son action. Le principal peut alors inférer sans aucune erreur l'effort de l'agent à partir de son résultat et il lui est très facile d'inciter l'agent à fournir le niveau d'effort exactement désiré par le principal. Dans ce cas, ou bien l'agent fournit le bon résultat grâce au niveau d'effort adéquat, ou bien il n'est pas rémunéré.

Or, l'agent a plus d'information à propos de ses actions et surtout de ses intentions que n'en a le principal. Il devient alors difficile pour le principal de contrôler entièrement les actions de l'agent et de s'assurer à coût nul²⁷³ que l'agent prendra des décisions optimales du point de vue du principal. Par exemple, le principal n'est pas toujours informé de la structure d'incitations propre à l'agent, telle que les intérêts des autres clients, les arrangements de rémunération de ses employés, etc. Conséquemment, compte tenu du déficit informationnel du principal, qui ne peut être entièrement résolu de façon contractuelle²⁷⁴, l'intermédiaire peut avoir une incitation à agir de façon inappropriée (du point de vue du principal) si les intérêts de l'agent et du principal ne concordent pas.

Cet exposé théorique relatif à la notion de conflit d'intérêts, nous amène maintenant à conclure cette première partie par un aperçu de ses manifestations concrètes au sein de la banque d'investissement.

²⁷² Cette théorie économique de l'agence repose sur le principe selon lequel « *chaque agent économique cherche à maximiser son intérêt particulier avant l'intérêt général, son comportement étant conditionné par la structure économique et juridique dans lesquels il opère* ». Voir Gérard CHARREAUX, « La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature », dans Alain COURET, Patrick JOFFRE, Gérard KOENIG et Bernard de MONTMORILLON, *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Paris, Economica, 1987, 23, 25. Voir aussi M.C. JENSEN et W.H. MECKLING, préc., note 253, 310.

²⁷³ Le principal n'est pas en mesure (sans coûts additionnels, coûts que l'on appelle les coûts de surveillance), de superviser toutes les actions de l'agent.

²⁷⁴ Il n'est pas possible pour le principal de prévoir exactement tous les comportements de l'agent dans le contrat qui le lie à ce dernier.

4. Et en pratique ? La manifestation du conflit d'intérêts: des exemples

Répertorier la totalité des situations où les intérêts de la banque d'investissement sont potentiellement ou actuellement en conflits avec les intérêts de ses clients, ou celles où la banque doit faire un choix entre les intérêts de clients multiples, serait un exercice d'une relative complexité, étant donné le nombre et la diversité de celles-ci²⁷⁵. C'est pourquoi, dans le cadre du présent mémoire, nous nous limiterons à un exposé de quelques-unes d'entre-elles, que nous présenterons suivant la classification dont nous avons discuté au paragraphe 2 ci-haut. Ainsi, un conflit pourra, selon le cas, être (i) personnel et individuel, (ii) personnel et organisationnel, (iii) impersonnel et individuel ; ou (iv) impersonnel et organisationnel.

Il est à noter que certaines des situations présentées ici-bas sont d'ores et déjà encadrées (ou carrément interdites) par la réglementation sur les valeurs mobilières. Ainsi, nous joignons, en **Annexe A** du présent mémoire, un tableau présentant l'état de la réglementation en vigueur et des textes encadrant ces diverses situations²⁷⁶.

4.1 Les conflits personnels et individuels

Dans cette catégorie, se retrouvent notamment les situations suivantes:

4.1.1 Conseils biaisés relativement aux stratégies de financement

Il arrive qu'une banque, à titre de conseillère d'un émetteur, lui recommande de se financer par voie d'équité, alors qu'un autre type de financement pourrait être plus approprié²⁷⁷. Le conflit provient du fait que la banque estime qu'elle générera plus de revenus et encourra moins de risque en participant à un placement plutôt qu'à

²⁷⁵ Voir « The price of atonement », (2002) *The Economist*, Vol. 365, tirage 8299, 16 novembre 2002, pp. 61-63: « *Investment banks are among the worst-managed institutions on the planet because they are built on a loose confederation of franchises and oversized egos. Once you start counting conflicts of interest within them, you soon run out of fingers.* »

²⁷⁶ Nous traiterons uniquement de la réglementation canadienne, américaine et des textes de l'OICV.

²⁷⁷ ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, préc., note 243, p. 15.

un financement bancaire (en ce qu'elle n'augmente pas son exposition au risque de crédit de l'émetteur). Il est amplifié lors que la banque n'est pas indépendante face à l'émetteur²⁷⁸.

4.1.2 Opérations non justifiées dans un compte géré de façon discrétionnaire ou dans le portefeuille d'un fonds commun de placement

Le fait pour un courtier qui gère un compte de façon discrétionnaire ou pour un gestionnaire de portefeuille (gestionnaire de fonds ou autre) de multiplier abusivement les opérations afin de générer un maximum de commissions ou de frais de gestion constitue une pratique que l'on appelle le barattage financier, mieux connue sous le vocable anglais « *churning* ». Pareillement, un gestionnaire de fonds pourrait être tenté de prendre des risques inconsidérés dans les investissements ou désinvestissements du fonds qu'il gère dans le but d'augmenter significativement ses frais de gestion variables.

4.1.3 La sous-évaluation initiale et l'allocation préférentielle²⁷⁹

Tout placement de valeurs mobilières soulève un conflit d'intérêts fondamental pour le banquier d'investissement entre les intérêts divergents de la société émettrice et du public investisseur²⁸⁰. Il va sans dire que lors d'un premier appel public à l'épargne (ci-après « **PAPE** »), l'émetteur cherche à obtenir le prix le plus élevé, le taux d'intérêt le plus bas ou les modalités les plus avantageuses pour ses titres. À l'opposé, les investisseurs cherchent à souscrire au plus bas prix possible. L'évaluation du prix d'émission est, règle générale, effectuée par le courtier chef de

²⁷⁸ *Infra*, pp. 93-94.

²⁷⁹ La sous-évaluation initiale peut également être considérée comme un conflit impersonnel si l'on juge que la banque doit composer avec les intérêts divergeants de l'émetteur et des investisseurs.

²⁸⁰ Nicholas WOLFSON, « Investment Banking », dans REPORT OF THE TWENTIETH CENTURY FUND, STEERING COMMITTEE ON CONFLICTS OF INTEREST IN THE SECURITIES MARKET, *Abuse on Wall Street: Conflicts of Interest in the Securities Markets*, Westport, Quorum, 1980, 365, 365. Voir également l'Instruction générale 31-103, préc., note 32, p. 25.

file qui jouit d'une discrétion considérable relativement à ce processus²⁸¹. Au Canada et aux États-Unis, le courtier souscripteur procède le plus souvent à l'évaluation du prix de l'émission par l'emploi de la méthode dite de « *bookbuilding* »²⁸². Par ce mécanisme, le courtier chef de file collecte de l'information sur les intentions d'achat des investisseurs potentiels (institutionnels et individuels) lors de ses tournées de promotion (*road shows*), et établit ainsi sa courbe de demande sur la base de plusieurs critères. Cette technique permet aux banques de limiter leur risque, mais constitue l'objet de vives critiques quant à l'équité du processus de distribution des titres de PAPE. Les épargnants qui souscrivent ou acquièrent des titres dans le cadre d'un placement devraient pouvoir le faire à un prix fixé selon un processus à l'abri des conflits d'intérêts.

Puisque la rémunération des courtiers est corollaire du produit brut du placement²⁸³, tout porte à croire que leur intérêt s'aligne avec celui de l'émetteur, c'est-à-dire en un objectif de maximisation de la valeur du placement²⁸⁴. Toutefois, la tendance indique une réalité bien différente. Les entreprises sont généralement introduites en bourse à un prix d'émission largement inférieur à celui établi par le

²⁸¹ Christine HURT, « Moral Hazard and the Initial Public Offering », (2004) 25 *Cardozo Law Review* 711, 724. Même si la plupart des prospectus font état en page couverture que le prix des actions a été négocié à distance entre l'émetteur et les courtiers, dans les faits, cette négociation ne s'effectue pas à force égale. En effet, puisque la réunion de détermination du prix d'émission intervient tard dans le processus d'appel public à l'épargne, l'émetteur, pour des raisons pratiques, peut difficilement, lorsqu'il est insatisfait de l'évaluation proposée par ce dernier, remplacer son courtier souscripteur à la dernière minute. Voir à ce sujet, Micheal S. MALONE, *Going Public: MIPS Computer and the Entrepreneurial Dream*, New York, E. Burlingame Books, 1991, pp. 197-198: « *The company executives, in turn, often come away from the pricing session embittered. Until this moment, the underwriter may have seemed to be their greatest advocate, but now, when it is too late to turn back, the underwriter turns on them; indifferent to the company's needs, the underwriter now takes care of its image, lowballing the price to guarantee the maximum number of shares sold to look good in the proposal to the next sucker.* »

²⁸² Par opposition à d'autres méthodes, telle que l'enchère, plus particulièrement, l'enchère hollandaise (*dutch auction*), méthode qui a gagné en notoriété avec le PAPE de Google. Le professeur Hurt estime que le *bookbuilding* constitue: « *the root cause of the abuses in the IPO process* ». Voir C. HURT, préc., note 281, 714.

²⁸³ Les courtiers reçoivent généralement une commission d'environ 7% de la valeur du placement. À proprement parler, les courtiers souscrivent les actions de l'émetteur à un prix équivalent à 0,93% du prix auquel ils les revendent.

²⁸⁴ Voir *EBC I, Inc. v. Goldman Sachs & Co*, préc., note 114, 176.

marché. Cette sous-évaluation initiale correspond à un escompte sur le prix d'émission, qui s'efface pour l'essentiel au premier jour boursier avec un rendement initial important, constituant ainsi un coût indirect pour l'émetteur (un manque à gagner important)²⁸⁵. Ce phénomène s'observe surtout en période « chaude » de PAPE²⁸⁶, ayant d'ailleurs atteint son paroxysme durant la bulle technologique²⁸⁷.

Quelques théories tentent d'expliquer ce phénomène. L'explication la plus courante veut que les courtiers souscripteurs escomptent le prix d'émission pour compenser les investisseurs institutionnels qui lui fournissent de l'information relative au prix durant la période de *bookbuilding*²⁸⁸. Lorsque l'engagement du courtier souscripteur est ferme, la sous-évaluation aurait également pour objectif de réduire la probabilité que la demande de titres soit inférieure à l'offre et les risques qui en découlent²⁸⁹. Selon certains, la sous-évaluation sert également d'assurance implicite aux courtiers souscripteurs contre les poursuites éventuelles de la part des épargnants que pourraient encourir conjointement l'entreprise émettrice et le courtier²⁹⁰.

²⁸⁵ Entre 1990 et 2009, l'argent « laissé sur la table » suite à la sous-évaluation aux États-Unis est évalué à un total de 123.87 milliards de dollars américains. Voir Jay R. RITTER, « Some Factoids about the 2009 IPO Market », *University of Florida*, 6 avril 2010, [en ligne: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2009Factoids.pdf>] (le 12 avril 2010).

²⁸⁶ L'activité de PAPE est cyclique et des périodes « chaudes » (*hot ipo market*) et « froides » (*cold ipo markets*) se succèdent.

²⁸⁷ Le cas le plus draconien s'étant produit en décembre 1999 avec un rendement initial de 698% sur le PAPE de VA Linux (maintenant connue sous le nom de VA Software Corp.). En effet, le 9 décembre 1999, VA Linux a laissé sur la table une somme estimée à un peu plus de 900 millions US\$. Voir Tim LOUGHRAN, « NASD Rule 2110 and the VA Linux IPO », (2005) 52 *Journal of Business Ethics* 141. Relativement à cette affaire, la SEC a intenté un recours contre Credit Suisse First Boston, le courtier chef de file. Voir U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « SEC sues CSFB for IPO Violations, CSFB will pay \$100 million », *Litigation Release 17327*, 22 janvier 2002, [en ligne: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17327.htm>] (12 avril 2010).

²⁸⁸ Ann E. SHERMAN et Sheridan TITMAN, « Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information », (2001) 65 *Journal of Financial Economics* 3, 4.

²⁸⁹ Sean J. GRIFFITH, « Spinning and Underpricing, A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings », (2003-2004) 69 *Brook. L. Rev.* 583, 593.

²⁹⁰ Janet COOPER ALEXANDER, « The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings Are Underpriced », (1993) 41 *UCLA L. Rev.* 17, 24.

Toutefois, il semble que la sous-évaluation initiale soit principalement motivée par d'autres facteurs. Elle ne peut d'ailleurs se comprendre qu'en conjugaison avec le phénomène d'allocation préférentielle propre au *bookbuilding*²⁹¹. Comme le courtier souscripteur jouit d'une quasi-discrétion relativement à la distribution des titres²⁹², le désir de « récompenser » et de conserver certains clients récurrents et lucratifs, (notamment les influents investisseurs institutionnels) ou d'attirer des clients potentiels (gestionnaire de fonds d'investissement, dirigeants d'entreprises qui envisageraient un PAPE pour leur entreprise) par l'allocation d'actions offrant un profit garanti²⁹³ dans le marché secondaire est sans doute l'incitatif le plus pervers²⁹⁴.

²⁹¹ C. HURT, préc., note 281, 742: « *Without the ability to grant these winning lottery tickets, the underwriters would price the shares with the motivation to raise more money for the issuer and increase the percentage of underwriting commission.* »

²⁹² Toutefois, le courtier ne peut pas profiter lui-même directement de la plus-value sur les titres. La FINRA Rule 5130 - *Restrictions on the Purchase and Sale of Initial Equity Public Offerings*, [en ligne : http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=4894] (15 avril 2010) interdit notamment aux courtiers souscripteurs de conserver les actions pour eux-mêmes ou à travers une entité affiliée (qu'ils se sont engagés à distribuer dans le cadre du PAPE) pour les revendre par la suite dans le marché secondaire.

²⁹³ Voir NYSE/NASD IPO ADVISORY COMMITTEE, *Report and Recommendations of a committee convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD at the request of the U.S Securities and Exchange Commission*, mai 2003, [en ligne: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@guide/documents/industry/p010373.pdf>] (22 mars 2009), p. 1.

²⁹⁴ C. HURT, préc., note 281, 713: « *For every person inside the IPO loop who sold high, a retail investor bought high. What at first seems to be a very respectable process, managed by the most elite investment banks, analysts, and venture capitalists substantially conforming to existing securities laws, turns out to be a Wall Street-sponsored "pump-and-dump" scheme.* » En effet, puisque les pratiques existantes dans l'industrie (comme, par exemple, les techniques de stabilisation, « *lock-up* » et les mesures « *anti-flipping* » permettent de restreindre l'offre afin de stimuler la demande, le cours des actions de PAPE augmente substantiellement le ou les premiers jours de négociation permettant ainsi à ceux qui ont souscrit dans le marché primaire de vendre tôt et ainsi de réaliser des bénéfices importants. Or, règle générale, le cours de ces titres subit ultérieurement une diminution importante ce qui représente des pertes assurées pour le public investisseurs qui a dû se contenter d'acheter ces titres dans le marché secondaire à un prix substantiellement élevé. Voir également Therese MAYNARD, « *Spinning in Hot IPO – Breach of Fiduciary Duty or Business as Usual ?* », (2002) 43 *Wm. & Mary L. Rev.* 2023, 2031; Francois DERRIEN et Kent L. WOMACK, « *Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets* », (2003) 16 *R. Fin. Studs.* 31, 44 ; John C. COFFEE, « *IPO Underpricing and Dutch Auctions* », (1999) 55 *N.Y.L.J.* 5; Alexander P. LJUNGVIST et William J. WILHELM JR., « *IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary ?* », (2002) 65 *Journal of Financial Economics* 167; Andres RUEDA, « *The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust* », (2001) 7 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 21; Noam SHER, « *Underwriters' civil liability for IPOs: An Economic Analysis* », (2006) 27 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 389, 398 ; R. de R.

Dans les cas les plus graves, des banques d'investissement ont notamment été réprimandées pour (i) avoir alloué à certains clients institutionnels des actions de PAPE fortement sous-évaluées (ce que l'on appelle des « *hot shares* ») en retour de certains arrangements de partage de profits (« *kickbacks* »)²⁹⁵, notamment des commissions de courtage excessives²⁹⁶; (ii) avoir alloué des actions fortement sous-évaluées à des dirigeants ou administrateurs (en leurs noms personnels) de clients actuels ou futurs en retour de relations d'affaires anticipées (une pratique que l'on surnomme « *spinning* »)²⁹⁷; (iii) avoir alloué des actions de PAPE avec la condition implicite pour les récipiendaires d'acheter des actions additionnelles dans le marché secondaire dans le but de maintenir le cours de ces titres « artificiellement élevé »²⁹⁸ (ce qu'on appelle dans le jargon de Wall Street, du « *laddering* »)²⁹⁹.

Dans ces circonstances, l'intérêt du public investisseur est rarement favorisé. Celui-ci ne bénéficie que d'un accès fort limité aux actions de PAPE et est donc

BARONDES, préc., note 174.

²⁹⁵ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, préc., note 287. Voir également NASD, « NASD Sanctions Investment Banks For IPO Violations », *News release*, 18 mai 2004, [en ligne: <http://www.finra.org/Newsroom/NewsReleases/2004/P002829>] (25 avril 2010); *EBC I, Inc. v. Goldman Sachs*, préc., note 114; *MDCM Holdings, Inc. v. Credit Suisse First Boston Corp.*, 216 F. Supp. 2d 251 (2002); *Xpedior Creditor Trust v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc.*, 309 F. Supp. 2d 459 (S.D.N.Y. 2003).

²⁹⁶ Voir, entre autres, NASD, « NASD Charges Robertson Stephens with Sharing in Millions of Dollars of Customers' Profits in Exchange for « Hot » IPO Shares », *News Release*, 9 janvier 2003, en ligne: [http://www.nasdr.com/news/pr2003/release_03_001_html] (12 avril 2010); *SEC v. Credit Suisse First Boston Corporation*, 2002 WL 32152004, [en ligne: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/judglr17327.htm>] (13 avril 2010).

²⁹⁷ Therese H. MAYNARD, « Spinning in Hot IPOs: A Matter of Business Ethics », *Loyola-LA Public Law Research Paper No. 22*, octobre 2002, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=337300>] (12 avril 2010).

²⁹⁸ Voir *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, Master File no. 21 MC 92 (SAS). Ce contentieux remet en question la légalité des pratiques de plusieurs grandes banques d'investissement américaines en matière de répartition de placements initiaux de titres de 1998 à 2000 et couvre plus de 300 actions coordonnées. Après plusieurs années de procédures, un règlement d'un montant de 586 millions de dollars américains a été conclu en 2009. Pour plus d'informations sur ces procédures judiciaires, voir [en ligne: <http://www.iposecuritieslitigation.com>] (19 avril 2010).

²⁹⁹ Selon L. RETHEL et G. PALAZZO, préc., note 253, le *spinning* et le *laddering* constituent des exemples de conflits impersonnels et individuels en ce qu'ils ont pour but de favoriser les intérêts de certains investisseurs sur d'autres. Nous y voyons également un conflit personnel car, à notre avis le but premier de ces pratiques réside dans l'enrichissement personnel par l'intermédiaire financier.

contraint d'acheter ces titres dans le marché secondaire à des prix artificiellement gonflés.

Selon le modèle économique de l'agence, le manque à gagner de l'émetteur résultant de cette sous-évaluation constitue évidemment un coût d'agence pour ce dernier³⁰⁰. Les problèmes d'agence sont généralement réduits par la surveillance du principal. Or, dans la situation ci-haut décrite, l'émetteur n'est pas apte à surveiller le processus du *bookbuilding* car seul le courtier possède l'information relativement aux prix d'émission et à l'identité des récipiendaires des titres du PAPE³⁰¹. Cette information n'a pas à être rendue publique par le prospectus ou autre document, et l'émetteur ainsi que les épargnants ne peuvent objectivement déterminer si l'évaluation et le processus d'allocation ont été équitables.

Ainsi, certains auteurs militent en faveur de l'abolition pure et simple de la méthode de *bookbuilding* au bénéfice d'une méthode d'évaluation plus objective comme l'enchère hollandaise (le « *dutch auction* »)³⁰².

4.1.4 L'avis quant au caractère équitable

L'avis quant au caractère équitable est un document, rédigé par un conseiller financier, une banque d'investissement dans la plupart des cas, attestant que la contrepartie reçue ou versée dans le cadre d'une opération de changement de contrôle est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société-cible. Elle ne constitue non pas une assurance que cette contrepartie est optimale, mais bien une opinion du conseiller financier à l'effet qu'elle se situe dans une fourchette de prix considérée comme équitable d'un point de vue financier (« *fair from a financial point of view* »).

³⁰⁰ S. GRIFFITH, préc., note 289, 619.

³⁰¹ *Id.*, 619.

³⁰² C. HURT, préc., note 281, 788. Voir aussi Lucas C. TOWNSEND, « Can Wall Street's Global Resolution Prevent Spinning? A Critical Evaluation of Current Alternatives », (2003-2004) 34 *Seton Hall L. Rev.* 1121, 1162. Pour un excellent résumé du phénomène de sous-évaluation initiale et des particularités de l'enchère hollandaise, voir Peter B. OH, « The Dutch Auction Myth », (2007) *Wake Forest Law Review* 42.

La méthodologie employée par les banquiers pour arriver à une telle conclusion est à la fois complexe, subjective et non uniforme. De plus, ces avis contiennent un nombre remarquable d'hypothèses et de qualifications visant ainsi à limiter la responsabilité civile potentielle de la banque³⁰³. Généralement destiné au conseil d'administration ou à un comité indépendant de celui-ci³⁰⁴, l'avis quant au caractère équitable représente l'un des éléments-clés de diligence³⁰⁵ que le conseil ou comité doit effectuer avant de prendre sa décision de recommander ou non à ses actionnaires de voter en faveur d'une transaction. Ce document est fréquemment dépeint de façon peu élogieuse. On l'a notamment qualifié de « *conflict-ridden, subjective, rubber stamps, meaningless and hackneyed* »³⁰⁶. En dépit de ce qui précède, cette pratique continue de rapporter

³⁰³ Dennis J. BLOCK et Jonathan M. HOFF, « Reliance on Fairness Opinions », *New York Law Journal*, no 115, 16 juin 1994, p. 5 (Legal Trac). Notamment, l'avis contiendra inévitablement une déclaration à l'effet que la banque se fit entièrement à l'information fournie par les dirigeants de la société et qu'elle n'a pas procédé à une vérification indépendante de cette information.

³⁰⁴ Afin d'éviter que, dans un litige potentiel, les actionnaires puissent invoquer qu'ils se sont fiés à cet avis, et conséquemment qu'ils soient en mesure d'établir un lien de causalité entre leur dommage allégué et l'avis. En dépit de ce fait, il est à noter que certains jugements américains ont condamné des banques d'investissement à payer des dommages aux actionnaires. Voir, entre autres, *Schneider v. Lazard Freres & Co.*, 552 N.Y.S. 2d 571. (N.Y. App. Div. 1990); *Bear Stearns & Co. v. Daisy Sys. Corp.*, préc., note 99. Toutefois, plus récemment, les tribunaux ont, à quelques occasions, précisé que la banque d'investissement n'a pas d'obligation fiduciaire extracontractuelle envers les actionnaires de la société aux administrateurs de laquelle est destiné l'avis. Voir *Young v. Goldman Sachs & Co.*, préc., note 98; *Joyce v. Morgan Stanley*, préc., note 98 et *HA 2003 Liquidating Trust v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, préc., note 98.

³⁰⁵ Dans *Smith v. Van Gorkom*, 488 A 2d. 858 (Del. 1985), la cour suprême du Delaware a, en déterminant que les administrateurs de Trans Union avaient manqué à leur devoir de diligence, accordé beaucoup d'importance au fait que ces derniers n'avaient pas sollicité d'avis quant au caractère équitable.

³⁰⁶ Steven M. DAVIDOFF, « Fairness Opinions », (2006) 55 *American University Law Review* 1557, 1560; Lucian Arye BEBCHUK et Marcel KAHAN, « Fairness Opinions : How Fair Are They and What Can Be Done About It? », (1989) *Duke Law Journal* 27, 29-38; William J. CARNEY, « Fairness Opinions : How Fair Are They and Why We Should Do Nothing About It », (1992) 70 *Wash. U. L. Q.* 523, 538: « *Fairness opinions should be discarded as an innappropriate transaction cost* »; David HENRY, « A Fair Deal – But For Whom? », *Business Week Online*, 24 novembre 2003, [en ligne: http://www.businessweek.com/magazine/content/03_47/b3859105_mz020.htm] (5 avril 2010); Charles M. ELSON, « Fairness Opinions : Are They Fair or Should We Care ? », (1992) 53 *Ohio State Law Journal* 951, 1002. Selon cet auteur, ces avis sont « *as necessary to valuation analysis as is the appendix to the human digestive system. Il poursuit: [o]ther than producing profits for the investment banking industry, it produces no benefit for the shareholders* ». Voir également Randall SMITH, « Bear Bid Was 'Fair' at \$2 and \$10, Bankers Blessed Both Deal Prices, Rising Critics of the Practice », *The Wall Street Journal*, 25 mars 2008, p. C-3; William C. SYMONDS, « In a

aux banques d'investissement des millions, sinon des milliards de dollars à chaque année³⁰⁷.

Le potentiel pour les conflits d'intérêts surgit parce que la banque d'investissement qui fournit l'avis quant au caractère équitable de la transaction porte également le chapeau de conseiller financier relativement à cette même transaction, chapeau qui lui rapporte des revenus considérables. L'opinion de la banque peut être influencée par le fait que sa rémunération à titre de conseiller financier dépend en totalité du succès de l'opération. La banque a dès lors une motivation évidente à conclure au caractère équitable de la transaction. Les frais payés pour les conseils financiers relativement à la transaction sont généralement beaucoup plus élevés que les frais déboursés pour la réalisation de l'avis seulement³⁰⁸. Si le mandat de la banque inclut le conseil des membres de la direction et des administrateurs sur la structure de la transaction, on peut également douter de l'impartialité de la banque quant à l'évaluation du mérite financier de celle-ci. Même lorsque la banque est retenue uniquement aux fins de fournir un avis quant au caractère équitable d'une transaction, son intérêt pour le développement de futures affaires peut compromettre son objectivité si la banque croit que, si elle ne rend pas l'avis souhaité, elle sera alors perçue dans le marché comme un « *deal breaker* » plutôt que comme un « *deal maker* ».

Dans une affaire récente entendue par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (ci-après, la « **CVMO** »), cette dernière a exprimé ses préoccupations à l'égard de l'avis quant au caractère équitable³⁰⁹, lorsque celui-ci est fourni par un

Lather Over the Gillette Deal, Critic of its Merger with P&G say Conflicted Investment Banks Pushed the Move and Execs Put their Own Hefty Gain Above Investors », *Business Week Online*, 16 juin 2005, [en ligne: http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/jun2005/nf20050616_1121_db016.htm] (12 avril 2010); Darren J. KINGSEN, Jun QIAN et Song WEIHONG, « Are Fairness Opinions Fair: The Case of Mergers and Acquisitions, (2009) 91 no. 2 *Journal of Financial Economics* 179.

³⁰⁷ S. M. DAVIDOFF, préc., note 306, 1561.

³⁰⁸ D'ailleurs, le titre II de loi *Sarbanes-Oxley of 2002*, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745, s'attaque à la problématique que pose la fourniture d'un service compromis par la volonté de protéger un service plus lucratif.

³⁰⁹ *Hudbay Minerals Inc. (Re)*, 2009 LNONOSC 269 (QL/LN), par. 263 et 264.

conseiller financier qui porte également le chapeau de conseiller financier. La CVMO estime qu'un avis quant au caractère équitable préparé par un conseiller financier dont la rémunération est tributaire, même en partie, de la conclusion de l'opération à laquelle l'avis est relatif, ne permet pas à un conseil d'administration (ou à son comité spécial) de s'acquitter de l'obligation de prudence et de diligence dont il doit faire preuve dans le cadre de l'approbation de l'opération. Bien qu'exprimés de façon incidente aux questions en litige, ces propos risquent bien d'avoir des conséquences importantes sur les pratiques actuelles des administrateurs de sociétés.

4.2 Les conflits personnels et organisationnels

Dans cette catégorie, se retrouvent notamment les situations suivantes:

4.2.1 Lien de dépendance entre l'émetteur et le courtier souscripteur lors d'un placement

Lors d'un placement, le courtier souscripteur n'est pas vis-à-vis de l'émetteur, soit parce qu'il est créancier de l'émetteur ou parce qu'il détient, directement ou indirectement (généralement via sa division de capital-investissement ou de *trading*), un intérêt dans ce dernier. Par exemple, un conflit flagrant survient lorsque le courtier souscripteur (ou une société de son groupe) est également créancier dans les circonstances où le produit du placement servira à rembourser la créance en tout ou en partie (spécialement lorsque l'émetteur est en difficulté financière)³¹⁰. On suggère que, dans ces circonstances, le courtier souscripteur a un intérêt à surévaluer le prix initial des titres de sorte que le produit du placement soit le plus élevé possible. De plus, désirant diminuer son exposition au risque de crédit d'un émetteur, la banque pourrait vraisemblablement apposer son sceau sur un placement pouvant être trop risqué ou inapproprié pour les investisseurs (notamment si la banque possède des informations quant à l'état d'insolvabilité de l'émetteur). L'affaire Parmalat, considérée comme l'un des plus gros scandales financiers européens, illustre cette

³¹⁰ R. de R. BARONDES, préc., note 174, 871.

problématique³¹¹. Dans cette affaire, on avance que les banques auraient joué un rôle-clé dans la déconfiture de Parmalat en raison de la double relation qu'elles entretenaient avec cette dernière, soit celle de créancière d'une importante dette bancaire et courtier souscripteur dans le cadre d'émissions d'obligations de Parmalat (que les banques savaient être risquées). À ce sujet, Carozzi s'exprime ainsi:

*« The banks had two interests when placing the bonds; the first interest was, as we have seen, to be reimbursed of the Parmalat banking debt; the second interest was to eliminate the bonds, which they knew to be risky, from their portfolio. »*³¹²

Les banques diminuaient donc leur exposition au risque, tout en réalisant une commission sur le placement des obligations³¹³.

4.2.2 Allocation et distribution dans certaines circonstances

La banque se trouve fréquemment dans une situation où elle est à la fois courtier souscripteur dans un placement et responsable à titre de courtier, de conseiller ou de gestionnaire de portefeuille ou de fonds de plusieurs investisseurs privés. Lorsque la demande pour les titres d'un placement est faible, la tentation de favoriser les titres pris ferme sans tenir compte des intérêts et des objectifs de placement de ses clients peut être forte. Un conflit d'intérêts survient lorsqu'un courtier ou conseiller de la banque conseille à ses clients au détail d'acquérir des titres, dans les circonstances où la banque se voit également payer une commission du fait qu'elle agit à titre de preneur ferme dans le cadre du placement de ces titres. Ceci peut influencer l'intermédiaire de marché à fournir des conseils qui ne sont pas dans les meilleurs intérêts du client³¹⁴. De plus, il arrive que la banque attribue l'excédent des titres non souscrits dans le cadre du placement à ses clients dont les comptes sont gérés de façon

³¹¹ M. CAROZZI, préc., note 249, 1538.

³¹² M. CAROZZI, préc., note 249, 1538. Relativement à cette affaire, une série de poursuites totalisant des milliards de dollars furent intentées, notamment contre Citigroup, UBS, Deutsche Bank, Credit Suisse et Bank of America.

³¹³ G. FERRARINI et P. GIUDICI, préc., note 170, p. 38.

³¹⁴ C. KUMPMAN et P. LEYENS, préc., note 242, 80.

discrétionnaire ou dans les fonds gérés par des entités de son groupe (ceci réduit son exposition financière à une offre non réussie). Si la cause de la faible demande est que le prix d'émission des titres est surévalué, cette attribution constitue un désavantage évident pour ces clients.

4.2.3 Intérêts actuels ou potentiels relatifs à un client (hors du cadre d'un PAPE)

Dans ces situations, la banque conseille à la fois un émetteur-client et, parallèlement, considère (i) la possibilité d'acquérir des titres de clients via ses opérations de capital investissement (*private equity*), que ce soit à titre de membre d'un groupe d'investisseurs (consortium) ou non; ou (ii) négocie les titres de son client-émetteur par l'intermédiaire de son groupe de *trading* pour compte propre³¹⁵. C'est notamment ce qui s'est produit dans l'affaire Citigroup³¹⁶, dont nous avons discuté précédemment³¹⁷.

4.2.4 La vente liée

Cette pratique, que l'on désigne « *tying* » en anglais, consiste en l'utilisation par une banque de ses capacités de prêt (à des termes et conditions avantageux) dans le but silencieux d'obtenir ou de conserver des relations lucratives de services de banque d'affaires³¹⁸.

³¹⁵ À titre d'exemple, en 1998, la firme Goldman Sachs a été critiquée pour avoir joué des rôles, selon plusieurs « incompatibles », relativement au sauvetage du fonds spéculatif Long-Term Capital Management. Voir « The price of atonement », préc., note 275: « *It was part of a team sent in to investigate LTCM's balance sheet while, at the same time, it was secretly advising Warren Buffett on a possible purchase of the distressed hedge fund's portfolio. At the time there were also rumours that Goldman's traders were trading against LTCM's best interests in the bond and swaps markets. One firm; three highly conflicting activities. Naturally, Goldman claimed they were separated by Chinese walls* ».

³¹⁶ Préc., note 101.

³¹⁷ Andriy BODNARUK, Massimo MASSA et Andrei SIMONOV, « Investment Banks as Insiders and the Market for Corporate Control », *EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper*, 2007, [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=966202>](12 avril 2010).

³¹⁸ Donald FRASER, Gregory M. HEBB et Gregory H. MACKINNON, « Lending and Underwriting: Evidence on Tying Behavior by Banks », [en ligne: www.fsa.ulaval.ca/nfa2003/papiers/Greg%20MacKinnon.pdf] (12 avril 2010); Steven

4.2.5 Négociation pour compte propre

4.2.5.1 *Négociation pour compte propre en concurrence avec ses clients*

Dans ses activités de négociation de titres, il est fréquent que la banque négocie pour son propre compte en concurrence avec ses propres clients de courtage ou en concurrence avec les gestionnaires de ses fonds d'investissement³¹⁹. À l'extrême, lorsque qu'une banque (avisée de la passation d'un ordre par un client) exécute pour son compte des transactions spéculatives pour profiter du changement de cours qui résultera de l'exécution subséquente des instructions de son client concernant l'achat ou la vente des mêmes titres, on dira qu'elle fait des transactions en avance sur le marché ou, sous son appellation anglaise, du « *front running* »³²⁰.

DRUCKER et Manju PURI, « Tying Knots: Lending to Win Equity Underwriting Business », *AFA 2004 San Diego Meetings*, septembre 2003, [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=444160>]. Voir également G. SILVERMAN et A. MICHAELS, « Fed seeks to clarify the rules on 'tying' », *Financial Times*, 26 août 2003. Au Canada, l'article 11.8 du Règlement 31-103, préc., note 32, traite des ventes liées.

³¹⁹ Récemment, le *New York Times* faisait état d'un courriel transmis par Goldman Sachs par lequel elle informait ses clients de la possibilité que son groupe de négociation pour compte propre puisse exécuter des transactions en concurrence avec ceux-ci, sans toutefois leur faire part de ses stratégies. Ce courriel mentionne notamment: « *We may trade, and may have existing positions, based on Trading Ideas before we have discussed those Trading Ideas with you. We may continue to act on Trading Ideas, and may trade out of any position, based on Trading Ideas, at any time after we have discussed them with you. We will also discuss Trading Ideas with other clients, both before and after we have discussed them with you.* » Voir Andrew ROSS SORKIN, « Goldman Acknowledges Conflicts With Clients », *The New York Times* (Online), Deal Book, 12 janvier 2010, [en ligne: <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2010/01/12/goldman-executive-discloses-conflicts-policy>] (11 avril 2010).

³²⁰ Ces transactions en avance sur le marché sont interdites au Canada, entre autres, par l'article 4 des Règles Universelles d'Intégrité du Marché et, aux États-Unis, par la NASD Rule IM-2110-3 - *Front Running Policy*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3608] (25 avril 2010). Voir également ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Mai 2003, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>] (19 avril 2010), p. 5.

De plus, dans certaines circonstances, la vente à découvert par la banque peut constituer une pratique contestable³²¹. Durant la récente bulle immobilière, alors qu'elle vendait agressivement à ses clients des titres adossés à des « *subprimes* » qu'elle savait (ou aurait dû savoir qu'ils étaient) risqués, la banque d'affaires Goldman Sachs vendait secrètement à découvert ces titres via ses activités de compte propre³²². Elle nota même dans son rapport de troisième trimestre de 2007, à la page 56 : « *Significant losses on non-prime loans and securities were more than offset by gains on short mortgage positions.* »³²³ Dans un rapport publié par la firme Greycourt³²⁴, on peut lire :

*« It's possible – bizarre as it sounds – that this practice isn't illegal if you are an investment bank, but it is certainly disgraceful. If Goldman were, say, a Registered Investment Advisor, and was selling subprime paper to its clients while secretly selling that paper short for its own account, the firm would be shut down by the regulators and its executives banned from the industry. But Goldman not only got away with this practice, but actively brags about how smart it was. »*³²⁵

³²¹ Dand le même ordre d'idées, qu'en est-il lorsqu'une maison de courtage prête à un bon client vendeur à découvert des titres détenus dans les portefeuilles de ses clients, contribuant ainsi à faire tomber le cours des titres ? Dans cette situation, la firme de courtage est rémunérée pour permettre à des spéculateurs de jouer contre ses propres clients. Il s'agit là d'

³²² Gretchen MORGENSON et Louise STORY, « Banks Bundled Bad Debt, Bet Against It and Won », *The New York Times* (Online), 23 décembre 2009, [en ligne: <http://www.nytimes.com/2009/12/24/business/24trading.html>] (12 avril 2010). D'ailleurs, le 16 avril 2010, la SEC a intenté un recours en vertu de la Règle 10b-5, préc., note 42, contre Goldman Sachs relativement à cette pratique. Elle accuse la banque d'avoir trompé des investisseurs en leur faisant faire des placements sur des titres risqués dont elle savait qu'ils allaient baisser, sans les informer qu'elle-même pariait sur la baisse des produits qu'elle leur faisait acquérir. Voir U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « The SEC Charges Goldman Sachs With Fraud In Connection With The Structuring and Marketing of a Synthetic CDO », *Litigation Release No. 21489*, 16 avril 2010, [en ligne: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21489.htm>] (18 avril 2010).

³²³ GOLDMAN SACHS, Form 10-Q, *Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1933 for the quarterly period ended August 31, 2007*, [en ligne : <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/investors/financials/archived/10q/10q-2007-3q.pdf>] (19 avril 2010), p. 56.

³²⁴ G. CURTIS, préc., note 11.

³²⁵ *Id.*, pp. 7, 11 et 12.

4.2.5.2 *Négociation pour compte propre avec ses clients*

Lorsque qu'un intermédiaire vend à ses clients des titres qu'il détient en inventaire, le client est fondé à croire que le courtier agit en tant que son agent, cherchant le meilleur prix, quand en fait l'intermédiaire agit également en tant que principal avec une motivation opposée.

4.2.6 L'analyse financière

Sans aucun doute le plus médiatisé de tous, le scandale entourant le conflit d'intérêts des analystes oeuvrant du côté de la vente (« *sell-side* »)³²⁶ à l'emploi des banques d'affaires fut dévoilé au grand jour par Elliot Spitzer, alors procureur général de l'État de New York, et donna lieu à une réaction presque immédiate des autorités de réglementation³²⁷ et à un règlement global totalisant 1,435 milliard de dollars américains (ci-après, le « **Règlement Global** ») avec les plus grandes banques d'affaires du pays. Ce conflit s'explique comme suit. Le risque que les recommandations d'achat ou de vente émises par les analystes financiers à l'emploi d'une banque d'investissement soient biaisées est considérable puisque que ces

³²⁶ Il existe différentes catégories d'analystes financiers :

- (1) l'analyste oeuvrant du côté de la vente (« *sell-side* »), à l'emploi de maisons de courtage (dont la plupart offrent également aux entreprises des services bancaires d'investissement mais dont certaines sont considérées comme « indépendantes », i.e. qui n'offrent pas ce genre de services). Il est habituellement chargé d'étudier un secteur industriel en particulier et les sociétés qui, dans ce secteur, sont susceptibles d'intéresser les clients institutionnels et les clients de détail d'une firme. Il produit des analyses sur la situation financière des entreprises et se base sur cette information pour formuler des recommandations d'achat (*buy*), de vente (*sell*) ou de conservation (*hold*) des titres d'une société;
- (2) l'analyste oeuvrant du côté de l'achat (*buy-side*) employé par des investisseurs institutionnels et qui effectue de la recherche exclusivement au bénéfice de cet employeur afin de permettre aux gestionnaires de prendre des décisions d'achat, de vente ou de conservation; et enfin
- (3) l'analyste à l'emploi de maisons de recherche indépendantes.

³²⁷ Se traduisant par une série de nouvelles règles. Voir Annexe A ci-joint.

derniers font face à plusieurs incitatifs qui ne sont pas nécessairement en ligne avec les intérêts des investisseurs. Leur rémunération et primes étant directement reliés à la rentabilité des autres activités de la banque d'investissement, les analystes ont donc un intérêt évident à ne pas affecter négativement la génération de revenus par celle-ci³²⁸ par une recommandation négative sur les titres d'un client³²⁹ ou sur des titres qu'elle détient dans son propre portefeuille ou dans ses fonds d'investissement.

Plusieurs commentateurs continuent de mettre en doute l'objectivité et l'indépendance des analystes et ce, en dépit des réformes mises en oeuvre par les autorités de réglementation canadiennes et américaines³³⁰ qu'ils critiquent vivement en ce qu'elles sont inadéquates et constituent « un remède à une mauvaise maladie »³³¹. On considère encore les analystes reliés à un courtier souscripteur comme des simples représentants de vente. Un chroniqueur du *Globe & Mail* écrivait à ce sujet:

« The hypocrisy inherent in the SEC settlement might be a little more palatable if the system were being fundamentally overhauled and improved. It isn't. That would take forced divestitures of research arms from firms who do underwriting business, at a cost of thousands of New York jobs. Nor is anyone prepared to take the obvious and simple step of calling brokerage research by its true name – marketing – and letting Wall Street get on with business. That would deny us our

³²⁸ Le ratio des recommandations d'achat par rapport aux recommandations de vente était remarquablement élevé (100 pour 1 dans certains cas). On avait découvert, notamment Merrill Lynch, des e-mails démontrant que des analystes avaient recommandé à l'achat des valeurs qu'ils qualifiaient en privé de « pourries » (*junk, crap, a disaster*).

³²⁹ Notamment d'une société qui procéderait à un appel public à l'épargne.

³³⁰ Ginna N. SCIANNI, « From Behind the Corporate Veil: The Outing of Wall Street Investment Banking's Scandals: Why Recent Regulations May Not Mean the Dawn of a New Day », (2003-2004) 9 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 257; Robert P. SIELAND, « Note. Caveat Emptor! After All the Regulation Hoopla, Securities Analysts Remain Conflicted on Wall Street », (2003) *U. Ill. L. Rev.* 531.

³³¹ James J. BARNEY, « Missing the Mark: NASD Rule 2711 and NYSE Rule 472 Mistakenly Emphasize Disclosure Rather Than Amending The Pleading Requirements of PSLRA », (2003-2004) 48 *N.Y. L. Sch. L. Rev.* 537, 559. Cet auteur plaide en faveur d'une modification des éléments de preuve exigés par les mesures anti-fraude des lois sur les valeurs mobilières américaines, de sorte que les analystes puissent être plus aisément poursuivis en justice.

scapegoats. The upshot is that, come the next bubble, nothing whatsoever will have changed. »³³²

Effectivement, bien que les récentes réformes aient notamment tenté d'enrayer le conflit structurel³³³ qui existe dans le cas de l'analyste employé par une banque d'investissement, des conflits émanant de diverses autres sources continuent de rendre quasi-impossible l'entière impartialité intellectuelle des analystes. En voici quelques exemples.

4.2.6.1 Conflit relatif à la détention de titres d'émetteurs recommandés

Il est fréquent qu'un analyste financier possède des titres sur lesquels il effectue de la recherche. Une étude réalisée par la SEC en 2001 a indiqué que près du tiers des analystes participants avaient fait des placements avant un PAPE dans une société dont ils ont par la suite suivi les titres³³⁴. Bien que la Règle 2711 de la NASD encadre désormais l'achat et la vente de titres par les analystes, elle ne les prohibe pas totalement³³⁵. À titre d'exemple, cette règle interdit à un analyste d'investir dans un titre pendant une certaine période précédant son placement initial³³⁶. Toutefois, cette interdiction ne vise que le secteur suivi par cet analyste, si bien qu'un analyste oeuvrant dans le secteur pharmaceutique pourra investir dans des titres de sociétés de haute technologie (avant leur placement initial) et ainsi bénéficier des

³³² Micheal DEN TANDT, « Wall Street deal smacks of hypocrisy », *Globe & Mail*, 1^{er} mai 2003, Chronique « In Focus ». Le professeur Martel va plus loin en affirmant que si les analystes rattachés aux banques ne se libèrent pas entièrement de leurs conflits d'intérêts, ils ne devraient pas avoir le droit de s'exprimer. Voir P. MARTEL, préc., note 5, 79.

³³³ Nous croyons que ce conflit n'est éliminé qu'en « théorie ». Dans les faits, même si une « muraille de Chine » isole les départements de recherche du reste des activités des banques d'affaires, les collusions paraissent inévitables. Le seul fait de savoir que l'entreprise qu'il couvre est cliente de son groupe fait perdre une bonne part d'indépendance à l'analyste. Même le mur le plus haut n'empêcherait pas ce genre d'information de circuler.

³³⁴ Rachel WITMER MCTAGUE, « Unger Says Securities Firms Complied Poorly With Rules Relating to Analyst's Investments », (2001) 33 *Sec. Reg. & L. Rep.* 1136, 1138.

³³⁵ NASD Rule 2711 - *Research Analysts and Research Reports*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3675], par. (g).

³³⁶ *Id.*, par. (g) (1).

recommandations positives de ses collègue couvrant ce secteur³³⁷. De plus, la réglementation prévoit une période silencieuse (« *quiet period* ») de 40 jours suivant une PAPE durant laquelle un analyste ne peut publier de recherche. Après cette période, l'analyste est libre de publier ses recommandations. À ce moment, l'analyste peut détenir des titres de cette société et le conflit relatif à la détention existe toujours.

4.2.6.2 *Conflit relatif à l'influence des pairs*

Puisque les analystes sont évalués principalement en fonction de leur performance par rapport à celles des autres, il appert qu'ils préfèrent suivre la masse de crainte de se trouver seuls dans l'erreur. Par conséquent, ils seront donc très peu enclins à émettre des opinions défavorables si leurs pairs sont d'opinion divergente³³⁸. C'est ce qui expliquerait le fait que moins de deux mois avant la faillite d'Enron, 16 des 17 analystes qui la couvraient maintenaient des recommandations d'« achat » et même d'« achat fortement recommandé » (*strong buy*) à l'égard de ses actions. Ainsi, même en éliminant les conflits de source économique, il semble que les préoccupations professionnelles des analystes viennent tout de même entacher leur objectivité.

4.2.6.3 *Conflit relatif aux commissions de courtage*

Les commissions versées aux maisons de courtage par les investisseurs institutionnels sont non négligeables et ces derniers représentent donc des clients que l'on ne voudrait pas vexer³³⁹. Or, ces investisseurs détiennent souvent des blocs importants d'actions difficilement liquidables sur le marché. C'est pourquoi ils

³³⁷ Jill E. FISCH et Hillary A. SALE, « The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analyst », (2002-2003) 88 *Iowa L. Rev.* 1035, 1075.

³³⁸ Ivo WELCH, « Herding Among Security Analysts », (2000) 58 *Journal of Financial Economics* 369.

³³⁹ Daniel J. BRADLEY, Jay R. RITTER et Bradford D. JORDAN, « Analyst Behavior Following IPOs: The 'Bubble Period' Evidence », juillet 2005, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=758388>] (15 avril 2010), p. 5. Les auteurs indiquent que: « *Thus, firms such as Sanford Bernstein, where very little investment banking business is done, still are faced with an important conflict. Institutional investors who are long in a stock want to receive unbiased research from an analyst in their private communications, but they want that analyst to publicly have a "buy" recommendation.* »

n'apprécient guère les recommandations publiques de vente émises par les analystes *sell-side*, puisque celles-ci ont généralement l'effet de provoquer une réaction dans le marché et faire baisser le cours du titre.

4.2.6.4 *Conflit relatif aux émetteurs*

L'analyste, dans ses relations avec les émetteurs, est confronté à des intérêts contradictoires. Le risque est, pour l'analyste qui n'est pas en bonne entente avec une société, que cette dernière répugne à lui apporter son concours, le privant d'un accès à des informations fournies à d'autres analystes concurrents. L'analyste a donc intérêt à ne pas se montrer trop hostile dans ses recommandations afin de conserver son accès à l'émetteur³⁴⁰.

4.2.7 **Le fonds commun de placement et les frais de courtage affectés au paiement de services**

Les sociétés qui agissent à titre de gestionnaires de fonds commun de placement visent évidemment à réduire leurs dépenses parce que ceci augmente non seulement leur profitabilité³⁴¹, mais leur permet également de se démarquer dans les listes comparatives de fonds qui sont évalués selon leurs coûts d'opération. Or, les

³⁴⁰ Toutefois, aux États-Unis, la règle de la SEC intitulée *Selective Disclosure and Insider Trading*, Exch. Act. Rel. No 33-7881, 21 août 2001, [en ligne <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>] (19 avril 2010) et codifiée à 17 C.F.R. pts. 240, 243 et 249 et mieux connue sous le nom de *Regulation FD* vient tempérer ce conflit puisqu'elle interdit aux émetteurs de faire de la divulgation sélective aux analystes. Au Canada, l'approche adoptée par les ACVM diffère de celle de la SEC. Les ACVM sont d'avis qu'à la différence de la législation en valeurs mobilières des États-Unis avant l'introduction de la *Regulation FD*, la législation en valeurs mobilières canadienne interdit déjà la communication sélective de l'information importante et inconnue du public au moyen de l'interdiction actuelle dans la législation en valeurs mobilières de « communiquer de l'information privilégiée ». Ainsi, son l'Instruction générale 51-201 - *Lignes directrices en matière de communication de l'information* des ACVM, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/51-201fr.pdf>] (25 avril 2010) fournit des exemples de pratiques exemplaires en matière de communication de l'information.

³⁴¹ En effet, les gestionnaires de fonds sont rémunérés sous forme de frais de gestion calculé en fonction de la valeur des actifs du fonds. Leur profit équivaut donc à ce frais de gestion diminué des dépenses d'opérations reliées aux services rendus par le gestionnaire.

frais de commission des courtiers reliés à la distribution des parts du fonds (ou autres instruments financiers) sont payés directement par le fonds (et indirectement par les porteurs de parts) et non par le gestionnaire. Ils ne figurent donc pas dans le calcul des coûts d'opération du fonds. Par contre, certains autres services fournis au fonds par ces mêmes courtiers, notamment des services de recherche, sont à la charge du gestionnaire. Ainsi, il s'avère avantageux de rétribuer généreusement les courtiers, puisqu'en échange de ces commissions (qu'on appelle en anglais, les « *soft dollars* »), ceux-ci ont non seulement un plus grand incitatif à vendre les parts du fonds, mais également à procurer gratuitement d'autres services qui, sans cela, auraient été affectés aux dépenses du gestionnaire. Ainsi, le gestionnaire du fonds peut réduire ses coûts sur le dos des investisseurs du fonds qui verront la valeur de celui-ci diminuer pour autant³⁴².

4.2.8 Vente des produits d'entités de la même famille

Lorsque les courtiers distribuent des produits qui sont structurés par une société de leur groupe, l'impartialité de ces derniers quant à ces produits financiers est mise en doute. On peut fort bien concevoir que les conseils fournis aux clients relativement à ces produits « maison » soient biaisés, étant donné que la marge de profit qu'ils offrent se veut plus importante³⁴³. De forts incitatifs financiers, souvent inconnus des clients, peuvent également motiver le courtier à promouvoir les produits financiers de tierces parties.

³⁴² Pierre HESSLER, *Médias et Scandales des Entreprises*, Éditions Bréal, 2006, p. 70; L. RETHEL et G. PALAZZO, préc., note 253, p. 16; Christopher COX, « Speech by SEC Chairman of the SEC : Address to the National Italian-American Foundation », 31 mai 2007, [en ligne: <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch053107cc.htm>] (12 avril 2010): « [Soft dollars are] a witch's brew of hidden fees, conflicts of interest, and complexity [...] at odds with investors' best interests [...] That's why I've asked Congress to consider legislation to repeal or at least substantially revise the 1975 law that provides a 'safe harbor' for soft dollars. » Voir également Bruce D. JOHNSEN, «The SEC's 2006 Soft Dollar Guidance: Law and Economics », (2009) 30 (4) *Cardozo Law Review* 1545. Au Canada, le *Règlement 23-102 sur l'emploi des courtages*, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/reglementation/valeurs-mobilieres/marches-capitaux.fr.html#marches/100630-23-102f-admin.pdf>] (25 avril 2010), qui entrera en vigueur le 30 juin 2010 vient limiter les services qui peuvent être payés en frais de courtage.

³⁴³ I. WALTER, préc., note 262, 364.

4.3 Les conflits impersonnels et individuels

Dans cette catégorie, se retrouvent notamment les situations suivantes:

4.3.1 Conseil d'un client qui propose de faire l'acquisition d'un autre client (actuel ou ancien)

La banque conseille une société qui se propose de faire l'acquisition d'un client pour lequel la banque a déjà agi, que ce soit à titre de preneur ferme, agent de placement ou conseiller financier. Récemment, au Canada, la Cour supérieure de l'Ontario a accordé une injonction interlocutoire en faveur de Gold Reserve Inc., interdisant à Rusoro Mining Ltd. d'aller de l'avant avec son offre hostile sur Gold Reserve aux motifs que Rusoro avait bénéficié de l'utilisation abusive de renseignements confidentiels obtenus par son conseiller financier dans le cadre d'un mandat antérieur à titre de conseiller financier de Gold Reserve³⁴⁴.

4.3.2 La double représentation

Lorsque la banque conseille de façon simultanée l'acheteur et le vendeur dans le cadre d'une transaction³⁴⁵, ou agit comme courtier souscripteur pour deux émetteurs oeuvrant dans le même secteur, elle peut faire face à certaines difficultés d'ordre pratique dans la gestion de l'information confidentielle qu'elle acquiert dans le cadre de ses relations.

³⁴⁴ *Gold Reserve Inc. v. Rusoro Mining Ltd.*, (2009) 54 B.L.R. (4th) 226.

³⁴⁵ Charles W. CALOMIRIS et Hal J. SINGER, « How Often Do 'Conflicts of Interests' in the Investment Banking Industry Arise During Hostile Takeovers? », 26 février 2004, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=509562>] (16 avril 2010); Idalene F. KESNER, Debra L. SHAPIRO et Anurag SHARMA, « Brokering Mergers: An Agency Theory Perspective on the Role of the Representatives », (1994) 37 *Acad. Mgmt. J.* 703; A. TUCH, préc., note 99.

4.3.3 Pratiques controversées dans l'industrie des fonds communs de placements

4.3.3.1 Les opérations hors délai

Une opération hors délai (« *late trading* ») consiste en l'acceptation par le gestionnaire d'un fonds d'un ordre de souscription, de conversion ou de rachat reçu après l'heure limite³⁴⁶ d'acceptation des ordres du jour considéré et son exécution au prix basé sur la valeur liquidative applicable à ce même jour³⁴⁷. En pratiquant ce genre d'opération, l'investisseur tire potentiellement profit de la connaissance d'événements ou d'informations rendus publics après l'heure limite d'acceptation des ordres, mais qui ne se reflètent pas encore dans le prix que cet investisseur se voit appliquer.

Aux États-Unis, cette pratique fut d'ailleurs dénoncée publiquement par Elliot Spitzer. Dans la foulée des investigations menées par ce dernier, plusieurs fonds spéculatifs et autres intermédiaires financiers, se sont vus imposer des pénalités importantes pour des opérations hors délai, notamment Canary Capital Partners pour ses opérations dans les fonds de Bank of America.

4.3.3.2 Arbitrage de la valeur liquidative contre le marché

Cette pratique, communément appelée « *market timing* », constitue une technique d'arbitrage par laquelle un investisseur souscrit et rachète ou convertit

³⁴⁶ La plupart des fonds communs de placement calculent quotidiennement la valeur liquidative de leurs fonds, peu après la clôture des opérations en bourse (par exemple, 16h à la Bourse de Toronto), et ils fixent arbitrairement dans le prospectus une heure (qui est souvent 16 h) jusqu'à laquelle un ordre reçu sera traité à la valeur liquidative qui sera calculée le même jour (peu après 16 h). En application du principe d'établissement prospectif des prix, l'épargnant a jusqu'à 16 h pour présenter un ordre qui sera traité à la valeur liquidative que l'OPC s'apprête à calculer ce jour-là.

³⁴⁷ Cette définition est tirée du prospectus du 16 février 2009 du fonds db X-trackers dont le gestionnaire est une filiale de la Deutsche Bank, à la page 51. Le prix de souscription et le prix de rachat des titres d'un fonds commun de placement reposent sur la valeur liquidative du fonds calculé après que le fonds ait reçu l'ordre de souscription ou de rachat de l'épargnant.

systématiquement des parts d'un même fonds dans un court laps de temps en exploitant les décalages horaires et/ou les imperfections ou déficiences du système de détermination de la valeur liquidative du fonds. Cette pratique, bien que légale, est inéquitable pour l'ensemble des porteurs de parts en ce que les fréquents « allers-retours » effectués par quelques investisseurs impliquent l'imputation de frais au fonds, ce qui en diminue la valeur pour l'ensemble des porteurs à long terme. Elle porte ainsi atteinte au principe d'égalité de traitement de l'ensemble des épargnants, est contraire à l'obligation d'agir dans l'intérêt de l'ensemble des porteurs de parts qui incombe aux gestionnaires de fonds et va à l'encontre de l'esprit de ces véhicules d'investissement qui sont des instruments de placement à long terme.

Suite à l'enquête menée par la CVMO sur les pratiques de négociation des fonds au Canada³⁴⁸, cinq gestionnaires ont conclu un règlement avec la CVMO totalisant 205,6 millions de dollars canadiens³⁴⁹.

4.4 Les conflits impersonnels et organisationnels

Dans cette catégorie, se retrouvent notamment les situations suivantes:

4.4.1 L'intérêt des déposants versus celui de la banque

Il existe un conflit d'intérêts inhérent à la combinaison des activités de banque commerciale et de celles de banque d'investissement au sein des conglomérats financiers ou banques universelles. En effet, une des fonctions de la banque de dépôt

³⁴⁸ ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *Report on Mutual Fund Trading Practices Probe*, mars 2005.

³⁴⁹ *Id.*, pp. 16 et 17. Voir ONTARIO SECURITIES COMMISSION, CI Mutual Funds Inc. - Settlement Agreement, [en ligne: <http://www.osc.gov.on.ca/en/11430.htm>], ONTARIO SECURITIES COMMISSION, AGF Funds Inc. - Settlement Agreement, [en ligne: <http://www.osc.gov.on.ca/en/10496.htm>], ONTARIO SECURITIES COMMISSION, I.G. Investment Management - Settlement Agreement, [en ligne: <http://www.osc.gov.on.ca/en/12337.htm>], Ltd., ONTARIO SECURITIES COMMISSION, AIC Limited - Settlement Agreement [en ligne: <http://www.osc.gov.on.ca/en/10508.htm>] et ONTARIO SECURITIES COMMISSION, Franklin Templeton - Settlement Agreement, [en ligne: <http://www.osc.gov.on.ca/en/4739.htm>].

consiste à assurer la sécurité des dépôts effectués par ses déposants. Cette fonction n'est de toute évidence pas entièrement compatible avec les activités spéculatives de la banque d'investissement. Les propos du professeur Vinod illustre bien ce conflit d'intérêts :

*« Financial institutions like Merrill Lynch and Citigroup should not be allowed to pretend representing the interest of ordinary savers, while secretly serving the corporations by providing them with more lucrative investment banking business. »*³⁵⁰

A fortiori, une banque ne peut agir comme un fonds spéculatif ; elle ne devrait pas être autorisée à jouer au casino avec l'argent de ses déposants. Les recommandations du Groupe des Trente qui font suite à la récente crise financière vont en ce sens³⁵¹.

4.4.2 Financement agrafé (« *staple financing* »)

La banque accorde une facilité de crédit à une entité qui se propose de faire l'acquisition d'un de ses clients. Ce conflit est d'autant plus dérangeant lorsque la banque fournit, au surplus, un avis quant au caractère équitable. Dans l'affaire *In re Toys 'R' Us, Inc., Shareholders Litigation*³⁵², la cour de chancellerie du Delaware se montra critique face aux administrateurs de la société Toys 'R' Us pour avoir permis à son conseiller financier de financer le consortium de fonds d'investissement qui se proposaient de faire l'acquisition de cette dernière. Elle affirme que la pratique par laquelle le conseiller financier du vendeur fournit le financement à l'acheteur : « *was unfortunate and tends to raise eyebrows by creating the appearance of impropriety,*

³⁵⁰ Hrishikesh D. VINOD, « Divest Investment Banking from Financial Institutions », *IEEP, Fordham U., Economics Working Paper No. 02-01.*, 12 août 2002, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=323280>] (20 mars 2010), p. 4.

³⁵¹ GROUP OF THIRTY (CONSULTATIVE GROUP ON INTERNATIONAL ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS, INC.), *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, 2009, [en ligne : <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>] (13 avril 2010).

³⁵² 877 A.2d 975 (2005). Voir également *Higgins v. New York Stock Exch, Inc.*, 10 Misc. 3d 257 (2005).

playing into already heightened suspicions about the ethics of investment banking firms »³⁵³. Le conflit est exacerbé par le fait que la banque d'investissement qui fournit l'avis a un intérêt à ce que la contrepartie offerte ne soit pas trop « généreuse » afin que le passif de l'acquéreur (débiteur) ne soit pas trop élevé³⁵⁴.

4.4.3. Information privilégiée acquise par la banque

La banque qui agit comme conseillère d'un émetteur, que ce soit dans le cadre d'un placement ou d'une transaction, acquiert de ce fait de l'information « privilégiée » qui pourrait affecter substantiellement la valeur des titres de ce dernier. Dans cette situation, elle se trouve parfois dans une situation où l'intérêt de ses clients de courtage commanderait soit de vendre ou d'acheter selon l'impact prévisible de l'information sur le marché, mais où la divulgation de l'information contrevient aux règles interdisant les transactions d'initiés ainsi qu'à l'obligation de confidentialité de l'intermédiaire envers l'émetteur de ces valeurs.

4.4.4 Vote de procurations par le gestionnaire de portefeuille

Un gestionnaire peut avoir un certain nombre de conflits pouvant affecter la façon dont il vote des procurations. Par exemple, ce dernier (ou une société affiliée) peut fournir des services de courtage, de conseil ou des services bancaires à une compagnie dont les hauts-dirigeants sollicitent des procurations³⁵⁵. Par exemple, un conflit surgit lorsque la division de gestion d'actifs d'une banque doit voter en faveur

³⁵³ *Id.*, 1006.

³⁵⁴ S. M. DAVIDOFF, préc., note 306, 1588; Linus SIMING, « Dual Role Advisors and Conflicts of Interest », 23 septembre 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1376124>] (10 avril 2010), pp. 9 et suiv.; Richard HALL, « Stapled finance packages under scrutiny », (2006) *International Financial Law Review, Supplement – The 2006 Guide to Mergers and Acquisitions*, [en ligne: <http://www.iflr.com/Article/1984558/Stapled-finance-packages-under-scrutiny.html>] (13 avril 2010); A. BODNARUK, M. MASSA, et A. SIMONOV, préc., note 317; Kevin MILLER, « In Defense of Stapled Finance », (2006) 10 no. 1 *The M&A Lawyer* 1, 3; Joris M. HOGAN, « Shareholder Rights Plans: Self-Limiting Features and Redemptions: What's Up with Stapled Financing? », (2006) 34 no. 3 *Securities Regulation Law Journal* 221.

³⁵⁵ I. WALTER, préc., note 262, 363.

ou contre une transaction des titres détenus dans les comptes de ses clients en vertu de procurations et que la banque agit également comme conseiller financier de l'émetteur de ces titres. C'est qui s'est produit dans une affaire impliquant Deutsche Asset Management (« **DAM** »), une filiale de la Deutsche Bank, relativement à la fusion de Hewlett Packard (HP) et Compaq. DAM, chargée de voter par procuration au nom de certains actionnaires de HP, aurait subitement décidé d'approuver l'opération le matin même du scrutin alors qu'elle s'y était opposée les semaines précédentes. À l'issue du vote final des actionnaires, l'héritier Hewlett avait d'ailleurs porté l'affaire devant un tribunal du Delaware, qui a finalement conclu qu'il n'y avait pas matière à annuler la fusion. Cette décision n'a pas empêché la SEC de poursuivre ses propres investigations. Cette dernière a ainsi découvert que DAM n'avait pas informé ses clients - les actionnaires d'HP - que sa maison-mère était la banque d'affaires choisie par HP pour l'assister dans son opération de rachat. Elle a donc condamné DAM à une amende de 750 000 dollars américains pour son manquement à l'obligation de déclarer un conflit d'intérêts³⁵⁶. Cette problématique se pose également lorsqu'un gestionnaire de fonds commun de placement doit exercer son droit de vote au nom du fonds³⁵⁷.

4.4.5 La multi-gestion

Il est fréquent qu'une même entité conseille simultanément plusieurs fonds et autres clients, notamment des fonds de couverture (*hedge funds*). Ce que l'on appelle en anglais le « *side-by-side management* » peut mener à une situation où l'intérêt de certains fonds sera privilégié au détriment de l'intérêt de certains autres³⁵⁸, notamment en ce qui concerne l'allocation des opportunités de placement et des transactions inter-fonds (entre les fonds d'une même famille).

³⁵⁶ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Deutsche Asset Management, Inc., *Admin. Proc. Rel. No. 2160*, 19 août 2003, [en ligne: <http://www.sec.gov/litigation/admin/ia-2160.htm>] (20 mars 2010).

³⁵⁷ André FOK KAM, *From Conflict to Trust: How Mutual Funds Manage Conflicts of Interest*, Toronto, Carswell, 2009, p. 87.

³⁵⁸ *Id.*, p. 85. Voir également Tom NOHEL, Zhi Jay WANG et Lu ZHENG, « Side-by-Side Management of Hedge Funds and Mutual Funds », 2 décembre 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1516965>]; I. TCHOTOURIAN, préc., note 79, p. 7.

Ceci conclut la première partie de notre étude. Au cours de celle-ci, nous avons tout d'abord tracé le profil de la banque d'investissement en tant qu'institution aussi complexe qu'hétérogène, jouant des rôles importants au sein des marchés des capitaux en contribuant notamment à la canalisation efficace des fonds et à la surveillance des marchés. Nous nous sommes ensuite penchés sur la notion de conflit d'intérêts, telle qu'elle peut être comprise dans le cadre des activités propres à la banque d'affaires. Par la suite, nous avons constaté que celle-ci doit continuellement conjuguer, non seulement avec les intérêts parfois divergents de ses divers clients, mais également avec ses propres intérêts. C'est donc dans cette perspective que nous entamons la deuxième partie de notre étude. Partant de la prémisse que les conflits d'intérêts sont omniprésents au sein de la banque d'investissement, le deuxième volet de ce mémoire consiste à entamer une réflexion sur la pertinence et même la nécessité de remédier à cette problématique.

II. LES SOLUTIONS AUX CONFLITS D'INTÉRÊTS

Ainsi, dans cette seconde partie, nous examinerons, en premier lieu, dans quelle mesure l'exploitation de conflits d'intérêts par les diverses composantes de la banque d'investissement affecte les marchés des capitaux. Doit-on s'en préoccuper et, dans l'affirmative, pourquoi? Nous procéderons par la suite à une revue des divers mécanismes palliatifs, qui, en eux-mêmes ou en combinaison avec d'autres, sont susceptibles de maintenir cette multiplicité d'intérêts concurrents dans un équilibre qui soit satisfaisant au regard des principaux objectifs de la réglementation des marchés financiers. Ceux-ci sont de deux ordres. Ils se traduisent, d'une part, par des mécanismes de contrôle internes des acteurs du système financier liés à une profonde culture d'éthique et, d'autre part, par des contrôles externes tels que (i) les forces du marché et des régimes de responsabilité civile; et (ii) l'intervention étatique par l'adoption et la mise en application de diverses normes visant à dicter la conduite des intermédiaires financiers. Nous concluons cette étude par un examen des méthodes courantes de « traitement » des conflits d'intérêts, qui sont: (i) les mesures

organisationnelles et, de façon plus spécifique, la muraille de Chine; (ii) la divulgation; et (iii) l'évitement.

A. L'INTERVENTION ETATIQUE EST-ELLE NECESSAIRE?

1. Pourquoi faut-il se préoccuper des conflits d'intérêts?

Pour le commun des mortels, la notion de conflits d'intérêts revêt une connotation péjorative; on l'associe notamment à la corruption et à la malversation. Or, la réalité est beaucoup complexe. La fraude n'est, de façon générale, pas un élément en cause et l'exploitation d'un conflit d'intérêts peut en outre émaner d'un processus inconscient³⁵⁹. Cependant, même en l'absence de toute intention frauduleuse, malhonnête ou de mauvaise foi, l'exploitation des conflits d'intérêts par les intermédiaires financiers demeure un élément perturbateur du bon fonctionnement des marchés de capitaux³⁶⁰. C'est ce que nous tenterons de mettre en lumière dans les lignes qui suivent.

Les stratégies réglementaires de l'État en ce qui concerne le bon fonctionnement des marchés financiers visent plusieurs objectifs, dont les principaux sont: la protection des épargnants, l'allocation optimale des ressources et la confiance du public en l'intégrité des marchés³⁶¹. Ainsi, l'exploitation des conflits d'intérêts par les intermédiaires financiers tend à contrevenir à l'un ou l'autre et parfois même à ces trois principaux objectifs³⁶².

³⁵⁹ Dale T. MILLER, « Psychologically Naive Assumptions about the Perils of Conflicts of Interest », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), *Conflicts of interests: Challenges and Solutions in Business, Law, Medicine and Public Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, 126.

³⁶⁰ Rashid BAHAR et Luc THÉVENOZ, « Conflicts of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market », dans R. BAHAR et L. THÉVENOZ (dir.), préc., note 249, 1, 4.

³⁶¹ Elles peuvent également viser à stimuler la concurrence dans l'industrie des services financiers ainsi que le maintien de la sécurité et la solidité du système bancaire (*safety and soundness*).

³⁶² Dan AWREY, « Principles, Prescriptions and Polemics: Regulating Conflicts of Interest in the Canadian Investment Fund Industry », (2009) 32 (1) *Dalhousie Law Journal* 69, 71.

De toute évidence, la réglementation en valeurs mobilières cherche d'abord et avant tout à établir des contrôles incitant les intermédiaires à se comporter avec la plus grande intégrité envers leurs clients et ce, bien entendu, dans un but de protection des épargnants. Toutefois, des considérations plus larges sont également en jeu. En effet, puisque les conflits d'intérêts ont un impact sur la quantité d'information disponible sur les marchés financiers, il devient plus difficile de résoudre le problème d'aléa moral³⁶³. Ceci crée alors un obstacle à la canalisation des fonds vers des opportunités d'investissement productives³⁶⁴. Ainsi, en pratique, l'exploitation du conflit d'intérêts par l'intermédiaire financier le poussera vraisemblablement à allouer temps et ressources à des opérations qui, bien que lucratives, ne canalisent pas les fonds vers les meilleurs investissements. Ceci crée alors une inefficience allocationnelle. En d'autres termes, si en raison de ses intérêts personnels ou autres, l'intermédiaire financier détourne les fonds investis vers des utilisations sous-optimales, les marchés financiers sont, en quelque sorte, défailants dans leur fonction première³⁶⁵.

De surcroît, et peut-être plus fondamentalement, l'effet des conflits d'intérêts sur la confiance que témoignent les investisseurs en l'intégrité des marchés financiers peut parfois à lui seul justifier l'intervention de l'État. Le fait que les épargnants nourrissent la perception qu'un marché se fonde sur l'intégrité, l'équité et la primauté du droit influe sur cette confiance³⁶⁶. Lorsque celle-ci subit une érosion, tous sont

³⁶³ *Supra*, pp. 82-83.

³⁶⁴ Harry MCVEA, « Financial Conglomerates and Conflicts of Interest: Resolving a Regulatory Dilemma, (1996) 47 *N. Ir. Legal Q.* 239, 241; F. S. MISHKIN, préc., note 155, 217, 219; M. KRUIHOF, préc., note 249, 300.

³⁶⁵ A. CROCKETT, T. HARRIS, F. MISHKIN et E. N. WHITE, préc., note 146, pp. 5-6.

³⁶⁶ David WILSON, « Allocution de David Wilson, Président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Favoriser la confiance envers nos marchés financiers, une priorité en matière de réglementation », *Superconférence sur les valeurs mobilières*, Toronto, 22 février 2007, [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/fr/NewsEvents_sp_20070222_dw_confidence-cap-markets.htm] (12 avril 2010). Voir également P.D. FINN, préc., note 259, p. 15: « *In some spheres conduct regulation would appear to be becoming an end in itself and this because there can be a public interest in reassuring the community - not merely beneficiaries - that even an appearance of improper behavior will not be tolerated.* »

perdants, puisque la viabilité du marché en est directement affectée³⁶⁷. En effet, le marché, aux prises avec un problème de crédibilité, attire moins de capital car les épargnants sont moins enclins à y investir. Les entreprises n'ont pas le capital requis à bon prix, les épargnants doivent se contenter de rendements moindres sur leurs épargnes, les marchés encaissent des baisses d'activité et l'économie voit sa croissance fléchir.

Un parallèle peut d'ailleurs être établi avec les justifications qui sous-tendent l'interdiction des opérations d'initiés. En effet, certains en questionnent le bien-fondé puisqu'ils estiment que de telles opérations ne sont pas réellement préjudiciables à l'intérêt des épargnants, entre autres parce qu'elles jouent un rôle important dans l'établissement honnête du prix des actifs. En outre, la prohibition des opérations d'initiés empêcherait le marché de s'ajuster aussi rapidement que possible aux changements dans l'offre ou la demande des titres d'une entreprise³⁶⁸. Toutefois, un système qui ne protège pas le principe d'égalité des investisseurs, ce que l'on appelle en anglais le « *level-playing field* » (parce que certains d'entre eux bénéficient d'informations qui ne sont pas disponibles à tous), mine la confiance que portent les investisseurs en l'intégrité de ce marché³⁶⁹.

En outre, le professeur Hanrahan, commentant l'affaire Citigroup, souligne le poids accordé à ce facteur de « confiance » dans la décision de l'ASIC d'intenter des procédures contre la banque Citigroup. Soutenant que l'objectif de l'ASIC n'étant pas tant de protéger l'intérêt de Toll, mais plutôt de préserver l'apparence d'intégrité du

³⁶⁷ Steven R. HUNSICKER, « Conflicts of interest, Economic Distortions and the Separation of Trust and Commercial Banking Functions », (1977) 50 *Southern California Law Review* 611, 613; Nicole LADOUCEUR, *Le Contrôle des Conflits d'Intérêts : Mesures Législatives et Murailles de Chine*, Mémoire de maîtrise, Université d'Ottawa, 1993, p. 108.

³⁶⁸ Voir, entre autres, Henry G. MANNE, « Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog That Did Not Bark », (2005) 31 (1) *Journal of Corporation Law* 167, 185.

³⁶⁹ GROUPE DE TRAVAIL SUR LES DELITS D'INITIÉS, *Délits d'initiés au Canada: Recommandations en matière de prévention, de dépistage et de dissuasion*, novembre 2003, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/salle-de-presse/nouvelles/2004/nouvelle-116/Rapport-IITTF.pdf>], p. 4.

marché australien, elle écrit :

« Although ASIC's motives for bringing proceedings against Citigroup in relation to the Patrick takeover remain unstated, it seems unlikely that the regulator was motivated primarily by a desire to protect Toll. Toll, as a sophisticated commercial party surrounded during the takeover by a phalanx of advisors, would seem an unlikely candidate for the solicitude of the regulator (or, for that matter, of a court of equity). It seems reasonable to assume that, in this case, ASIC's primary concern was with the implications of Citigroup's proprietary trading for the market, rather than the client. It might well (although this is just speculation) have thought that the market would be uncomfortable that an investment bank that had been retained to advise a client in connection with a takeover could engage in proprietary trading in the lead-up to the bid seemingly in competition with the bidder. It may have been concerned that such a practice, particularly if it was not well understood by other market participants, could undermine confidence in the integrity of the market. »³⁷⁰ [nous soulignons]

D'ailleurs, dans cette affaire, le juge Jacobson conclut ses motifs en citant les propos du professeur Tuch qui concernent les justifications de principe sur lesquelles se fonde son raisonnement relatif à l'imposition d'un devoir fiduciaire aux banquiers d'investissement. Il écrit:

« [Tuch] says that permitting investment banks to have interests conflicting with their clients damages community confidence in the integrity of the relationship and may erode public confidence in the securities and investment markets. This is a matter for the legislature, not the courts. »³⁷¹

À la lumière de ce qui précède, le constat suivant peut être dressé : l'exploitation des conflits d'intérêts tend à contrevenir aux finalités de l'encadrement

³⁷⁰ P. HANRAHAN, préc., note 125, p. 13.

³⁷¹ ASIC v. Citigroup, préc., note 100, 501.

de la conduite des intermédiaires financiers³⁷² en perturbant à la fois l'équité et l'efficacité des marchés³⁷³. Mais par-dessus tout, la seule perception qu'un marché tolère l'exploitation des conflits d'intérêts est à seule suffisante pour miner la confiance que les épargnants témoigneront envers tel marché, avec les conséquences qui s'ensuivent.

2. Le difficile arbitrage entre efficacité et équité

Puisque l'abus ou la perception d'abus des conflits d'intérêts affectent la crédibilité et la confiance que portent les épargnants envers les marchés, il importe alors, dans un second temps, de tenter de répondre à la question suivante : comment rectifier cette situation? Doit-on tout simplement faire marche arrière afin de rétablir l'étanchéité entre certaines activités de la banque qui existait auparavant afin d'éradiquer le phénomène de conglomération? Doit-on ajouter à la myriade de règles existantes dans l'espoir d'interdire toute situation potentielle de conflits d'intérêts? À l'autre bout du spectre, peut-on réellement avoir foi en la capacité des intermédiaires de marché de s'auto-discipliner et ainsi s'abstenir de toute intervention de l'Etat, en acceptant que les forces du marché apportent d'ores et déjà des solutions viables à cette problématique?

Tel que nous en avons discuté en première partie de ce mémoire, le décloisonnement a encouragé les possibilités de rapprochement et d'interpénétration et a permis l'émergence de nouveaux acteurs se caractérisant par une multispécialisation de leurs activités, que l'on nomme plus couramment les conglomérats financiers. L'apparition et surtout le poids croissant de ce type d'institutions financières constituent un défi non négligeable à relever pour les autorités chargées de réglementer et de surveiller cette industrie. Certes, la création de géants financiers aux intérêts multiples rend le système financier moins équitable en

³⁷² D. AWREY, préc., note 362, 71.

³⁷³ Comme l'écrivait le professeur Schotland: « *when abuses do occur there are always losses in fairness, and there may be losses in efficiency* ». Voir Roy A. SCHOTLAND, « Conflicts of Interest within the Financial Firm: Regulatory Implications », dans Franklin R. EDWARDS (dir.), *Issues in Financial Regulation*, New York, McGraw Hill, 1979, p. 125.

ce qu'il impose des coûts énormes, comme l'exploitation des conflits d'intérêts, la prise excessive de risque, le statut de « *too big to fail* » et la conception d'instruments financiers de plus en plus complexes et risqués. Faut-il toutefois rappeler que la conglomération tend paradoxalement à rendre le système financier plus efficient³⁷⁴? En plus d'intensifier la concurrence³⁷⁵, elle offre l'avantage de permettre aux institutions de réaliser d'importantes synergies et, corollairement, des économies d'échelles³⁷⁶ et d'envergure³⁷⁷. En effet, la génération d'information comporte des coûts élevés³⁷⁸. Parce que les institutions financières bénéficient de synergies importantes relativement à cette production, elles tendent à réduire l'asymétrie informationnelle. Plusieurs soutiennent alors qu'il ne serait pas souhaitable de faire

³⁷⁴ Ceci est paradoxal puisque cette conglomération tend aussi à rendre le terrain fertile à la multiplication des conflits d'intérêts qui, comme nous l'avons vu, peut rendre le système financier moins efficient. Le professeur Wilmarth estime que la création de géants financiers accroît le risque systémique dans les marchés financiers et soutient que les vingt dernières années n'ont pas apporté la preuve que la conglomération produisait les bénéfices escomptés. Voir Arthur E. WILMARTH JR., préc., note 18, pp. 9-10.

³⁷⁵ Les bénéfices d'une concurrence accrue entre divers offrants sont clairement établis dans la littérature. Plus le choix est grand, meilleure sera l'utilisation et l'allocation des ressources entraînant ainsi des prix moindres, un éventail élargi de produits et un meilleur service aux clients.

³⁷⁶ [En ligne : http://fr.wikipedia.org/wiki/Économie_d'échelle]: « Une économie d'échelle correspond à la baisse du coût unitaire d'un produit qu'obtient une entreprise en accroissant la quantité de sa production. On parlera ainsi d'économie d'échelle si chaque bien produit coûte moins cher à produire lorsque les quantités produites (économies d'échelle par rapport au coût de production) ou vendues (économies d'échelle par rapport au coût de revient) augmentent ». Cette expression peut donc se comprendre selon cette formule toute simple : $1+1 = 3$.

³⁷⁷ Le fait de permettre à une institution financière de distribuer tous les services financiers augmenterait le niveau de commodité pour le consommateur. À ce sujet, voir Alan Greenspan, l'ex-directeur de la Réserve fédérale qui déclarait: « *It would appear that many companies and individuals want to deal with a full-service provider that can handle their entire range of financing needs. This preference for 'one-stop shopping' is easy to understand. Starting a new financial relationship is costly for companies and individuals and, by extension, for the economy as a whole. It takes considerable time and effort for a customer to convey to an outsider a deep understanding of its financial situation. This process, however, can be short-circuited by allowing the customer to rely on a single organization for deposit services, loans, strategic advice, the underwriting of debt and equity securities and other financial service. As evidence that there are economies from this sharing of information, most of the Section 20 underwriting has been for companies that had a prior relationship, with the banking organization* ». Voir Alan D. GREENSPAN, *Testimony of Chairman Alan Greenspan Before the Committee on Banking and Financial Services*, U.S. House of Representatives, 22 mai 1997, [en ligne: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/Testimony/1997/19970522.htm>] (16 avril 2010).

³⁷⁸ A. CROCKETT, T. HARRIS, F. MISHKIN et E. N. WHITE, préc., note 146, pp. 3-5.

obstacle à l'exploitation des synergies, puisqu'en l'absence de celles-ci, il ne serait plus économiquement avantageux pour l'institution financière de produire la même quantité d'information.

Partant de la prémisse que la formation de conglomerats financiers entraîne des coûts mais des bénéfices importants, il est axiomatique que toute solution aux conflits d'intérêts au sein de la banque d'investissement doit aspirer à un équilibre, par lequel les avantages de la conglomération sont maximisés et les coûts en sont réduits au minimum³⁷⁹. Entre d'autres termes, il s'agit de réconcilier l'efficacité et l'équité du système financier, deux objectifs souvent conflictuels³⁸⁰. Toutefois, en cherchant cet équilibre, nos décideurs doivent garder à l'esprit que, plus les mesures pour lutter contre les conflits d'intérêts sont contraignantes, plus les institutions financières deviennent compartimentées. Bien qu'une compartimentation résulte en une réduction des coûts associés à la conglomération, elle entraîne également une diminution corrélative de ses avantages³⁸¹:

« The means by which these conflicts of interest and duty are to be managed within conglomerates must sit comfortably with the rationale of conglomeration : the pursuit of economic benefits. To do otherwise would be to sit back and watch the raison d'être of conglomeration being reversed by a misplaced process of reregulation; that would be to give with one hand, and take with the other. »³⁸²

³⁷⁹ H. MCVEA, préc., note 364, 245.

³⁸⁰ ROY A. SCHOTLAND, « Conclusions and Recommendations », dans REPORT OF THE TWENTIETH CENTURY FUND, STEERING COMMITTEE ON CONFLICTS OF INTEREST IN THE SECURITIES MARKET, préc., note 280, 565, 566 estime que l'équité peut contribuer à l'efficacité des marchés. Il s'exprime ainsi: « *Standards of fairness and confidence in otherwise anonymous public markets promote efficient pricing and liquidity, which are essential for capital formation on the scale our economy requires. Hence, promoting sound fiduciary conduct should enhance willingness to engage in transactions and may lead to lower transaction costs.* »

³⁸¹ H. MCVEA, préc., note 364, 246.

³⁸² *Id.*

D'autre part, tout contrôle, de quelque nature qu'il soit, doit également viser à assurer l'équité, l'intégrité et la solvabilité du système de manière à maintenir la confiance du public³⁸³.

Ayant mis en perspective, les principes qui sous-tendent l'existence des préoccupations relatives à l'exploitation des conflits d'intérêts, nous aborderons, dans un second temps, les divers mécanismes qui en permettent le contrôle, tout en gardant à l'esprit les balises qui nous permettront d'évaluer leur pertinence. Nous traiterons tout d'abord de ce que nous définissons comme l'« autorégulation » des intermédiaires financiers, un mécanisme de contrôle interne qui fait appel à l'adoption ou à une redéfinition d'une culture d'entreprise fondée sur une sincère volonté d'éthique.

3. Le rôle de l'éthique comme mécanisme de contrôle interne – Utopie ou Nécessité ?

Aspirer à un rôle accru de l'éthique comme mode de régulation des acteurs de la finance relève-t-il de l'utopie ? Pour plusieurs, la quasi-disparition des valeurs morales dans cette industrie constitue la racine des récentes crises économiques³⁸⁴. Le capitalisme, comme mode de répartition des ressources, se trouve plus que jamais à la

³⁸³ Richard J. HERRING et Anthony M. SANTOMERO, « The Role of the Financial Sector in Economic Performance », *Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper 95-0*, juillet 1995, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=7647>] (15 avril 2010), p. 68. Voir également Guillaume BEGUE, « La prévention des conflits d'intérêts : quel coût acceptable ? », (2009) 62 *Journal des Sociétés*, 44, 46: « *Le coût acceptable, même s'il est impossible d'en déterminer précisément le modèle économique est celui qui, tout à la fois en respectant la norme de droit et en assurant une protection des intérêts des clients, ne mettra pas en péril l'activité de l'entité assujettie ni n'empêchera son développement commercial, technologique et financier.* »

³⁸⁴ G. CURTIS, préc., note 11, p. 1. Le professeur Loewenstein attribue une grande partie des récents scandales à la détérioration du professionnalisme. Il affirme: « *once the egg of professionalism has been cracked, all of the legal regulations in the world may not be able to put humpty dumpty back together again* ». Voir George LOEWENSTEIN, « Commentary. Conflicts of Interest Begin Where Principal-Agent Problems End », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), préc., note 359, 202, 205.

croisée des chemins³⁸⁵. Cela dit, pour que l'éthique puisse susciter et animer la réflexion dans le secteur financier, elle doit être perçue comme quelque chose de plus qu'une éthique « esthétique »; qu'une simple question de conformité ou de régie d'entreprise. Elle ne doit pas être traitée comme un aspect périphérique³⁸⁶ aux activités de l'entreprise, mais doit imprégner la culture de celle-ci et ce, à commencer par celle des membres de la haute direction³⁸⁷. À l'heure actuelle, il semble que l'on assiste à une gestion « réactive » de l'éthique, opérée par l'organisation dans un but de se prémunir contre une action punitive, qu'elle provienne du marché, des autorités de réglementation ou des investisseurs³⁸⁸. Ainsi, l'adoption de volumineuses procédures de conformité constitue trop souvent la résultante pure et simple de l'imposition d'une norme réglementaire, sans toutefois répondre à une sincère volonté d'intégrité³⁸⁹.

Ainsi, une véritable culture d'éthique devient un élément-clé de la performance de l'entreprise au même titre que la réalisation de profits³⁹⁰. Une étude sur la gestion des conflits d'intérêts démontre que l'activation des valeurs morales et sociales au sein d'une organisation tend à réduire l'importance qu'une personne accorde à son intérêt personnel lorsqu'elle prend une décision³⁹¹. Encore faut-il qu'une telle personne soit apte à s'auto-évaluer, c'est-à-dire à reconnaître le fait

³⁸⁵ Le philosophe André Comte-Sponville nous enseigne que le capitalisme n'est ni moral, ni immoral mais amoral. Voir André COMTE-SPONVILLE, *Le capitalisme est-il moral ?*, Albin Michel, Paris, 2004, p. 4.

³⁸⁶ Hans J. BLOMMESTEIN, « Why is Ethics Not Part of Modern Economics and Finance? A Historical Perspective », (2006) 24 *Finance et Bien Commun* 54, 55.

³⁸⁷ Comme on l'a souvent dit en anglais: « *Tone must be set at the top* ». La conformité doit être élevée à titre d'activité situé au coeur de l'entreprise.

³⁸⁸ Gedeon ROSSOUW et Leon VAN VUUREN, « Modes of managing morality; a descriptive model of strategies for managing ethics », (2003) 46 (4) *Journal of Business Ethics*, 389, 395: « *This effort can at best be described as window-dressing* ».

³⁸⁹ L. THÉVENOZ (interview de), préc., note 248, p. 67. Voir également Rania ABDUL RAHIM MOUSA, « In Search of Honesty and Altruism », (2007) 27 *Finance & The Common Good/Bien Commun* 41, 45: « *To use only the law as a basis for ethical thinking, is to settle for the lowest common denominator of social norms.* »; J. O'BRIEN, préc., note 20, 190.

³⁹⁰ Michael C. JENSEN et Werner ERHARD, « Beyond Agency Theory: The Hidden and Heretofore Inaccessible Power of Integrity », *Harvard Business School NOM Unit Working Paper No. 10-068; Barbados Group Working Paper No. 10-02*, 11 février 2010, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1552009>] (12 avril 2010).

³⁹¹ Tom R. TYLER, « Managing Conflicts of Interest within Organizations - Does Activating Social Values Change the Impact of Self-Interest on Behavior? », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), préc., note 359, 13, 33.

qu'elle se trouve en situation de conflit d'intérêts. La recherche portant sur la psychologie humaine démontre qu'une personne pourra difficilement reconnaître sa propre situation conflictuelle en raison de la perception biaisée qu'elle entretient d'elle-même:

« Ethical decisions are biased by a stubborn view of oneself as moral, competent, and deserving, and thus, not susceptible to conflicts of interest. To the self, a view of morality ensures that the decision maker resists temptations for unfair gain; a view of competence ensures that the decision maker qualifies for the role at hand; and, a view of deservingness ensures that one's advantages arise from one's merits. An ethical blind spot emerges as decision makers view themselves as moral, competent, and deserving, and thus assume that conflicts of interest are nonissues. »³⁹²

Dans ce contexte, comment opérer un changement au sein d'une culture qui semble généralisée, sinon profondément ancrée?

3.1 Le code déontologique

Le code déontologique (aussi appelé code ou charte d'éthique) constitue un mécanisme interne d'autorégulation qui se veut, de nos jours, monnaie courante, tant dans les institutions financières que dans les entreprises en général. Son pouvoir d'influencer positivement les comportements moralement acceptables est toutefois

³⁹² Dolly CHUGH, Max H. BAZERMAN et Mahzarin R. BANAJI, « Bounded Ethicality as a Psychological Barrier to Recognizing Conflicts of Interest », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), préc., note 359, 74, 80. Jensen, Erhard et Zaffron soulignent: « *The second factor constituting the veil of invisibility is people and entities not recognizing their out-of-integrity behavior as such. Or, put more bluntly, people and entities lying to themselves about who they have been and what they have actually done in a vain attempt to maintain their self-esteem, and hopefully the esteem of others.* » Voir Michael C. JENSEN, Werner ERHARD et Steve ZAFFRON, « Integrity: A Positive Model that Incorporates the Normative Phenomena of Morality, Ethics and Legality », Harvard Business School NOM Working Paper No. 06-11, 23 mars 2008, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=920625] (13 avril 2010), p. 79.

discutable³⁹³. En effet, on constate qu'il n'est bien souvent qu'un simple guide d'information sur des règles de droit existantes³⁹⁴, alors qu'un véritable code d'éthique doit s'intéresser à des conduites qui, sans être nécessairement illégales, pourraient s'avérer contestables sur le plan humain³⁹⁵. En fait, il semble que dans le secteur des services financiers, qui ne répond aux normes d'aucun ordre professionnel, les codes déontologiques soient moins le reflet d'une préoccupation éthique des entreprises, qu'une réponse stratégique à des pressions sociales qui en appellent à une plus forte réglementation des institutions financières³⁹⁶. De plus, comme nous en discuterons ultérieurement, la morale est difficile à instrumentaliser³⁹⁷. Bien que ces « formulations de bonnes intentions » aient pour fonction de rendre les personnes conscientes de leurs responsabilités sur le plan de l'éthique envers leur profession et les intervenants envers qui elles doivent rendre des comptes, elles dépendent ultimement du coefficient moral de chacun des « signataires ». Or, la recherche dans ce domaine démontre que pour que les codes soient efficaces, ceux-ci doivent être à la base partie d'une culture d'entreprise d'intégrité où les valeurs qui y sont véhiculées sont communiquées clairement à toute l'organisation, notamment et principalement par l'exemple donné par la direction³⁹⁸.

³⁹³ M.C. MATTEWS, « Code of Ethics : Organizational Behavior and Misbehaviors », (1987) 9 *Research in Corporate Social Performance* 107-130; Margaret Anne CLEEK et Sherry Lynn LEONARD, « Can Corporate Codes of Ethics Influence Behavior? », (1998) 17 *Journal of Business Ethics* 619-630; William A. WEEKS et Jacques NANTEL, « Corporate Codes of Ethics and Sales Force Behavior : A Case Study », (1992) 11 *Journal of Business Ethics* 753-760; Mike HEALEY et Jennifer ISLES, « The Establishment and Enforcement of Codes », (2002) 39 *Journal of Business Ethics* 329-335.

³⁹⁴ Johanne SIMARD et Marc-André MORENCY, « Droit, déontologie et éthique: distinctions et applications en gestion », (2002) *Organisations et territoires* 13, 16.

³⁹⁵ *Id.*, 16.

³⁹⁶ Selon certains, les codes d'éthique ne seraient ni plus ni moins que des instruments de relations publiques. Voir notamment Betsy STEVENS, « Corporate Ethical Codes: Effective Instruments for Influencing Behavior », (2008) 78 *Journal of Business Ethics* 601, 601.

³⁹⁷ Voir Gilles DRYANCOUR, « Les chartes éthiques sont-elles des outils de gestion ? », dans Jean-Yves NAUDET (dir.), *Éthique économique, fondements, chartes éthiques, justice*, Actes du colloque organisé par le Centre de Recherches en Éthique Économique et des Affaires et Déontologie Professionnelle de la Faculté de Droit d'Aix-Marseille, Aix-en-Provence, juillet 1995, 107, 107, qui explique que le propre d'un instrument, c'est de poursuivre un but qui le dépasse et que la morale est un horizon indépassable, qui ne peut avoir d'autres fins que les siennes.

³⁹⁸ B. STEVENS, préc., note 396, 605. Rappelons que la société Enron avait en place un code d'éthique très élaboré. Il n'a pas été efficace. Voir B. STEVENS, préc., note 396, 604:

Le code à lui seul ne peut donc pas créer une culture d'éthique; celle-ci doit constituer une pierre angulaire de l'entreprise. Enfin, toute violation du code doit être sanctionnée adéquatement³⁹⁹, sans quoi celui-ci sera dénué de toute autorité.

3.2 L'éducation comme moteur de transmission des valeurs

Pour en arriver à développer des cultures d'intégrité dans les entreprises, plusieurs estiment que les universités ont un rôle de premier plan à jouer⁴⁰⁰. Pendant des décennies, on a enseigné à la crème des plus prestigieuses facultés d'administration que l'*homo economicus* agit dans le but de maximiser son propre intérêt personnel et que cela mène indéfectiblement à système économique efficient et productif⁴⁰¹. Cette théorie financière n'est plus viable dans une économie saine et durable. Il importe alors que l'on intègre à la formation des futurs gestionnaires et financiers une plus grande sensibilité aux aspects moraux de leur métier. Forcément, le processus éducationnel est en mesure de transmettre des valeurs et transformer la façon de concevoir le monde⁴⁰². Soulignons à juste titre l'initiative entreprise par les étudiants au MBA de la faculté d'administration de l'Université Harvard qui, en mai 2009, ont donné naissance au serment d'Harvard⁴⁰³, une sorte de serment d'Hippocrate des acteurs de la finance. Ce serment prend la forme de huit promesses comme: « J'agirai avec une totale intégrité et ferai mon travail de manière éthique », ou: « Je protégerai les intérêts des actionnaires, de mes collègues, de mes clients et de la société dans laquelle nous nous trouvons » et, la suivante: « Je participerai activement au développement durable au niveau mondial dans ses composantes

« *Clearly the code did not work for Enron; it was an artifact that was separate from their culture.* »

³⁹⁹ *Id.*, 606.

⁴⁰⁰ J. FANTO, préc., note 164, 679.

⁴⁰¹ Hershey H. FRIEDMAN et Linda W. FRIEDMAN, « The Global Financial Crisis of 2008 : What Went Wrong », 9 mars 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1356193>] (12 avril 2010), p. 4.

⁴⁰² J. FANTO, préc., note 164.

⁴⁰³ Ce serment est disponible dans sa version intégrale [en ligne: <http://mbaoath.org>] (20 avril 2010). Voir également Leslie WAYNE, « A Promise to Be Ethical in an Era of Immorality », *The New York Times* (Online), 29 mai 2009, [en ligne: <http://www.nytimes.com/2009/05/30/business/30oath.html>] (16 avril 2010).

sociales, économiques et environnementales ». Plus de 50% des finissants de la promotion 2009 l'ont signé. Bien qu'à l'heure actuelle, on ne puisse concrètement anticiper l'effet réel d'une telle initiative, nous y voyons certainement le fruit d'une réelle prise de conscience par la nouvelle génération de gestionnaires et financiers⁴⁰⁴.

La crise financière que nous vivons actuellement pourrait, espérons-le, marquer le commencement d'un mouvement vers une finance plus éthique. Témoignons cependant d'un brin de réalisme. Ce changement, présentement au stade embryonnaire, ne pourra à lui seul, contrer la nature humaine et son attraction vers l'appât du gain. Comme l'a exprimé le financier canadien Stephen Jarislowski dans un article paru récemment dans *La Presse*, la nature humaine carbure à la peur et à l'appât du gain. C'est donc l'alternance de ces deux émotions qui explique les cycles économiques⁴⁰⁵. Ainsi, si ce sentiment de peur peut en quelque sorte tempérer la tentation vers le gain, comment se traduit-il en pratique ? Nous examinerons dans les lignes qui suivent quels sont les effets disciplinaires potentiels des forces du marché de même que du spectre de la responsabilité civile sur les comportements des acteurs de l'industrie des services financiers.

4. Le marché peut-il être autosuffisant ?

La densité normative est particulièrement importante dans le secteur des services financiers. Pourtant, selon les économistes, l'intervention de l'État n'est justifiée que lorsque le marché est défaillant, c'est-à-dire lorsque le marché ne peut par lui-même fournir une solution aux problèmes des conflits d'intérêts.

⁴⁰⁴ Mais ne pourra véritablement être constatée que lorsque la prospérité sera rétablie. Reste donc à voir ce que la prochaine bulle nous réserve.

⁴⁰⁵ Philippe MERCURE, « Stephen Jarislowsky: la nature humaine guide la finance », *Cyberpresse*, 21 février 2009, [en ligne: <http://lapresseaffaires.cyberpresse.ca/economie/grande-entrevue/200902/21/01-829786-stephen-jarislowsky-la-nature-humaine-guide-la-finance.php>] (2 février 2010). Voir également « The Bottom Line: A Hippocratic oath to heal the business world, but is there a cure for human greed? », *Business Day*, 15 juin 2009, [en ligne: <http://www.businessday.co.za/articles/Content.aspx?id=73403>] (20 avril 2010): « *In the end, the greatest problem with the notion of an oath is that you are asking humans to contradict their very nature. It's not that greed is good. It's that greed just is.* »

Certains sont d'ailleurs d'avis que la réglementation des intermédiaires de marché est superflue dans un contexte où les investisseurs (et clients) sont aptes à se protéger contractuellement contre l'opportunisme des banques d'affaires. C'est ce que l'on appelle en anglais le « *private ordering* », c'est-à-dire, la régulation bilatérale par les parties contractantes elles-mêmes. Cette proposition, bien qu'en théorie attrayante, omet de considérer certains facteurs essentiels. Elle suppose, d'une part, que les investisseurs et clients cocontractants sont rationnels et capables d'anticiper et de traduire contractuellement toutes les possibilités de comportements inadéquats de l'intermédiaire financier, et, d'autre part, que les forces du marché et des régimes de responsabilité civile fonctionnent parfaitement dans leur fonction de dissuasion des potentiels contrevenants. Sur la question de rationalité, la finance comportementale tend à démontrer que les investisseurs ne sont en général pas aussi rationnels que la théorie économique l'enseigne⁴⁰⁶. Ainsi, en raison des divers biais cognitifs auxquels ils sont sujets, même les investisseurs ou clients sophistiqués ne sont pas toujours en mesure de se protéger entièrement par contrat⁴⁰⁷. Au surplus, même si certains mécanismes, comme les forces du marché et les régimes de responsabilité civile peuvent, en théorie, comporter un effet dissuasif, ils ne peuvent en pratique prévenir l'adoption de comportements opportunistes par les intermédiaires financiers.

4.1 La réputation

Le marché peut-il effectivement agir à titre de mécanisme disciplinaire⁴⁰⁸? Les partisans du « laisser-faire », principalement des économistes, estiment que le marché fournit le premier instrument de prévention des conflits d'intérêts au sein de la banque

⁴⁰⁶ Sur les facteurs d'ordre psychologique qui influence le processus décisionnel des investisseurs, voir Donald C. LANGEVOORT, « Taming the Animal Spirits of the Stock Market: A Behavioral Approach to Securities Regulation », (2002) 97 *Nw.U.L.Rev.* 135.

⁴⁰⁷ Robert PRENTICE, « Whiter Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for its Future », (2002) 51 (5) *Duke Law Journal* 1397, 1450.

⁴⁰⁸ La théorie économique enseigne que le jeu de la concurrence permet d'assurer une satisfaction maximale à chacun. Toutefois, une imperfection dans les mécanismes de concurrence, des barrières à l'entrée, des asymétries d'information ou des externalités peuvent altérer cette situation idyllique et justifier la mise en place d'une réglementation et d'une surveillance des marchés. Voir Jacques HAMON, « Le Rôle et l'Évolution des Institutions de Surveillance », (2002) 5 no 141 *Revue Française de Gestion* 397- 418.

d'investissement⁴⁰⁹. En effet, l'importance du capital réputationnel conjuguée à la pression exercée par la concurrence⁴¹⁰ constituerait un moyen efficace contre les irrégularités et abus de marchés. Il est évident que pour ces intermédiaires financiers, la loyauté et la confiance sont des attributs essentiels. Une perte de réputation peut, dans les cas extrêmes, entraîner le démantèlement d'une firme⁴¹¹, comme ce fut le cas pour Arthur Andersen aux suites du scandale d'Enron.

En théorie, dans un marché concurrentiel, tout agent exploitant un conflit d'intérêts sera surpassé par des agents plus loyaux qui promettent une meilleure exécution à un prix moindre⁴¹².

L'argument se résume donc brièvement en ces termes: une institution financière ne peut, rationnellement, risquer les bénéfices à long terme reliés au travail honnête et à une bonne réputation pour les gains à court terme qui pourraient résulter de l'exploitation d'un conflit d'intérêts⁴¹³. Une réduction de son capital réputationnel entraînera une réduction corrélative de sa clientèle ou contraindra celle-ci à escompter le prix de ses services. En théorie, cette hypothèse présente un certain mérite. Le capital réputationnel d'une banque d'affaires représente certainement un de ses plus précieux actifs⁴¹⁴, qui s'acquiert au fil du temps et qui se perd rapidement⁴¹⁵. L'histoire a par ailleurs démontré que la pratique s'éloigne bien souvent de la théorie.

⁴⁰⁹ F. MISHKIN, préc., note 155, 233. Voir également Ingo WALTER, « Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: the Evidence so Far », *New York University - Leonard N. Stern School of Business*, 20 décembre 2006, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=952682] (12 avril 2010). Il s'agit de la fameuse théorie de la main invisible selon laquelle le marché permet de coordonner de façon idéale les actions égoïstes des agents économiques, bien que ces derniers ne recherchent que leurs intérêts personnels.

⁴¹⁰ Paradoxalement, la concurrence peut à l'opposé, amplifier la problématique des conflits d'intérêts. En effet, la pression concurrentielle pousse les intermédiaires à combiner plusieurs services sous le même toit. Voir à ce sujet, J. BOATRIGT, préc., note 3, 232.

⁴¹¹ F. MISHKIN, préc., note 155, 228.

⁴¹² L. RETHEL et G. PALAZZO, préc., note 253, p. 20.

⁴¹³ F. MISHKIN, préc., note 155, 225; H. MEHRAN et R. STULZ, préc., note 243, 269; I. WALTER, préc., note 262, 369.

⁴¹⁴ G. CURTIS, préc., note 11, p. 9: « *Financial firms, much more than other firms, live and die on trust* ».

⁴¹⁵ Warren Buffett avait déjà dit: « *It takes twenty years to build a reputation and five minutes to ruin it.* »

Les nombreuses frasques commises par les institutions financières au cours des dernières années corroborent la thèse voulant que la réputation n'est plus un actif à protéger à tout prix, surtout lorsque l'analyse coûts-bénéfices favorise l'exploitation des conflits d'intérêts⁴¹⁶. Les intermédiaires financiers, motivés par des structures de rémunération favorisant le profit à court terme⁴¹⁷, démontrent peu d'hésitations à s'engager dans des activités ou comportements susceptibles de porter atteinte à leur réputation, lorsque ceux-ci maximisent leurs bénéfices⁴¹⁸. Le professeur Partnoy explique:

*« In other words, if regulatory costs have resulted in high barriers to entry, investment banks have had incentives to engage in activities that otherwise would have depleted their reputations without fear, because issuers and investors need to return to one of a small number of top-tier members of the resulting oligopoly, even if those members have a less-than-pristine records. »*⁴¹⁹

En effet, l'intermédiaire rationnel ne viserait pas à afficher un dossier sans tache, mais plutôt un dossier qui n'est sensiblement pas plus mauvais que ses rivaux⁴²⁰. Pourquoi en est-il ainsi? Le postulat à l'effet que le marché agit comme un mécanisme disciplinaire suppose que celui-ci est suffisamment transparent pour permettre aux destinataires des services financiers de détecter les comportements

⁴¹⁶ F. PARTNOY, préc., note 164, 525. Voir également Robert A. PRENTICE, « The Inevitability of a Strong SEC », (2005-2006) 91 *Cornell L. Review* 799.

⁴¹⁷ Peter D. SPENCER, *The structure and regulation of the financial markets*, Oxford, Oxford University Press, 2000, p. 33: *In financial industries, short term incentives to cheat are typically high compared to the long term incentives to remain in the industry.* Voir également R. A. PRENTICE, préc., note 407, 1428-1429.

⁴¹⁸ Les propos du professeur Partnoy à ce sujet sont tranchants: *« In short, although the issue is complex, the dominant culture can fairly be described as somewhat barbaric : investment bankers 'eat what they kill' and have few incentives to look beyond the next meal. »* Voir F. PARTNOY, préc., note 164, 525. Voir également G. FERRARINI et P. GIUDICI, préc., note 170, p. 37; H. MEHRAN et R. STULZ, préc., note 243, 277: *« [c]onflicts of interest are likely to create the most problems when the benefits from sacrificing one's reputation are highest »*; R. J. GILSON et R. H. KRAAKMAN, préc., note 153, 620.

⁴¹⁹ F. PARTNOY, préc., note 164, 527; Benjamin KLEIN et Keith B. LEFFLER, « The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance », (1981) 89 *J. POL. ECON.* 615, 616.

⁴²⁰ John C. COFFEE, *Gatekeepers - The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 333

déloyaux. La plupart des clients, en raison de la disparité d'expertise, auront du mal à discerner *ex ante* et même *ex post*, la qualité du service qu'ils ont reçu par rapport à celle du service qu'ils pourraient avoir reçu ailleurs⁴²¹. À ce sujet, Andersen souligne:

*« In the real world, however, market imperfections enable individual to use their special skills to cheat without suffering either market or legal penalties. The more complicated the service or the product, the more difficult and costly it is, the more likely it is that cheating will occur. Gatekeepers will have an incentive to deplete their reputational capital if investors cannot verify ex post that the gatekeeper has performed its function in an adequate and honest manner. »*⁴²²

Les conflits d'intérêts ne sont, par conséquent, pas toujours visibles et peuvent donc survivre dans un marché hautement concurrentiel⁴²³. En d'autres termes, le marché est défaillant puisque, dans bien des cas, il ne peut obtenir l'information suffisante pour « punir » les sociétés qui exploitent des conflits d'intérêts au détriment

⁴²¹ Le professeur McVEA est d'avis que les mécanismes du marché ne peuvent fonctionner que dans la mesure où les abus sont découverts et publicisés. Voir H. McVEA, préc., note 364, 249. Les professeurs Mehran et Stulz estiment que la présence des conflits d'intérêts au sein des intermédiaires financiers ne signifie pas nécessairement qu'ils seront exploités. En effet, si les clients des institutions financières prennent en considération les conflits d'intérêt, les coûts des conflits seront soutenus par les institutions financières de sorte que ces établissements seront incités à réduire les coûts liés à ces conflits. Cet argument néglige toutefois le fait que tous les investisseurs ne sont pas rationnels ou suffisamment informés pour prendre en considération les conflits d'intérêts des institutions financières dans leurs décisions. Voir H. MEHRAN et R. STULZ, préc., note 243, 293. Comme l'exprimait le journaliste Martin Wolfe dans le Financial Times: « *in no other industry is it as hard for outsiders to judge the quality of decision-making, at least in the short run* ». Voir Martin WOLFE, « Why regulators should intervene in bankers' pay », *Financial Times*, 16 janvier 2008, [en ligne: <http://www.ft.com/cms/s/0/67d6a4e4-c3d7-11dc-b083-0000779fd2ac.html>] (13 avril 2010). Voir également R. PRENTICE, préc., note 407, 1450.

⁴²² A. G. ANDERSON, préc., note 238, 740. Voir également A. TUCH, préc., note 28, 42: « *A pragmatic reply is that this appeal to the law of jungle would not appease the Senator Sarbanes of this world or those who regard many conflicts of interest as being hidden from the view of clients.* »

⁴²³ Stéphane ROUSSEAU, « La gouvernance d'entreprise à la croisée des chemins : comment restaurer la confiance des investisseurs à la suite de l'affaire Enron ? », dans BARREAU DU QUEBEC, SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE, *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, 23, 35-37.

de leurs clients ou des investisseurs⁴²⁴. En somme, l'expectative de profits démesurés peut mener l'intermédiaire à escompter son risque réputationnel⁴²⁵ ou celui de la firme qui l'emploie. De surcroît, en l'absence de moyens pour le marché de détecter adéquatement les conflits, l'exploitation de ces situations n'entraîne pas une diminution proportionnelle du capital réputationnel de l'intermédiaire.

Au surplus, il appert que l'efficacité de la discipline de marché tend à diminuer significativement dans des périodes expansionnistes, alors que les investisseurs ont tendance à agir avec un excès d'optimisme⁴²⁶. Selon le professeur Choi, le fait que certains investisseurs souffrent de biais cognitifs les entraînent à transiger avec des intermédiaires dont la réputation est ternie par des conflits d'intérêts⁴²⁷.

4.2 Le rôle dissuasif des régimes de responsabilité civile

Les régimes de responsabilité civile représenteraient également une certaine forme de mécanisme de prévention des conflits d'intérêts. Comme le professeur Crête l'exprime :

« Dans un environnement où les organismes de réglementation des marchés publics ne disposent pas de ressources suffisantes pour surveiller et contrôler de façon efficace les activités des émetteurs et de leurs mandataires, l'État peut faire appel aux régimes privés de responsabilité civile afin de mettre en évidence les

⁴²⁴ Certains intermédiaires peuvent bénéficier gratuitement (*free ride*) de la réputation d'autres intermédiaires. Voir Bernard S. BLACK, « The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets », (2001) 48 *UCLA L. Rev.* 781, 788.

⁴²⁵ Le professeur Ingo Walter définit cette notion ainsi: « *Reputational risk in banking and financial services is associated with the possibility of loss in the going-concern value of the financial intermediary — the risk-adjusted value of expected future earnings. Reputational losses may be reflected in reduced operating revenues as clients and trading counterparties shift to competitors. Firms that promote themselves as reputational standard-setters will, accordingly, tend to suffer larger reputational losses than firms that have taken a lower profile — that is, reputational losses associated with identical events.* » Voir I. WALTER, préc., note 409, p. 4.

⁴²⁶ R. A. PRENTICE, préc., note 407, 1430.

⁴²⁷ Stephen J. CHOI et Adam C. PRITCHARD, « Behavioral Economics and the SEC », (2003) 56 *Stan L. Rev.* 1, 68.

*valeurs de transparence et d'intégrité qui devraient guider le comportement des acteurs intéressés dans ce marché. Dans la mesure où ces messages réussissent à convaincre les intervenants de l'importance de respecter ces valeurs, le droit contribue ainsi à accroître l'efficacité des marchés et la protection des intérêts des épargnants, tout en maintenant la confiance du public investisseur. »*⁴²⁸

Traditionnellement, le droit de la responsabilité civile joue, d'abord et avant tout, un rôle réparateur. La victime qui a gain de cause devant les tribunaux reçoit une somme d'argent à titre de réparation des préjudices financiers et/ou moraux qu'elle a subis par la faute de leur auteur⁴²⁹. Les régimes de responsabilité joueraient également un rôle dissuasif⁴³⁰. Ne serait-ce que formellement, il est pensable que la crainte de se voir imposer l'obligation de payer des dommages-intérêts emportera l'effet d'inciter le citoyen à faire preuve d'une certaine prudence et à éviter les comportements fautifs ou négligents⁴³¹. Or, toute comme le risque réputationnel, les régimes de responsabilité civile exercent cette fonction préventive dans la mesure où, pour un acteur économique rationnel, les coûts⁴³² d'une condamnation judiciaire dépassent les bénéfices de l'exploitation des conflits d'intérêts⁴³³. Or, les profits réalisés par les institutions financières sont certainement démesurés par rapport aux coûts d'une éventuelle condamnation. En effet, les conséquences pécuniaires sous forme de

⁴²⁸ R. CRETE en collaboration avec P. MCSWEENEY, préc., note 168, 210-211.

⁴²⁹ La réparation du dommage subi par la victime, pour autant qu'elle soit adéquate, peut avoir un certain effet dissuasif et contribuer, pour le futur, à éliminer les comportements dommageables.

⁴³⁰ En tant que forme nominale du verbe dissuader, la dissuasion consiste en l'action «[d']amener [quelqu'un] à renoncer à un projet, à faire quelque chose». Il s'agit donc de déconseiller, de décourager ou encore de détourner un individu de ses intentions d'agir. En anglais, le nom «deterrent» provient du verbe «to deter» qui signifie «to discourage or keep (a person) from doing something through fear, anxiety, doubt, etc.». Voir François LAROCQUE, «La dissuasion et le No-Fault», (2001) 9 *Health Law Journal* 171, 172.

⁴³¹ Jean-Louis BAUDOUIN et Patrice DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 6^e édition, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, pp. 7 et 8, par. 12. Voir également Ejan MACKAAY, «La responsabilité civile extracontractuelle – une analyse économique», dans Pierre-Claude LAFOND (dir.), *Mélanges Claude Masse – En quête de justice et d'équité*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, 316, 328-330; James D. COX, «Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct», (1997) 60 *Law & Contemp. Probs* 1, 2-8.

⁴³² Ces coûts incluent les coûts directs d'une condamnation, tels que les dommages-intérêts, mais également des coûts indirects tels que les pertes en capital réputationnel.

⁴³³ R. CRETE en collaboration avec P. MCSWEENEY, préc., note 168, 233.

pénalités ou de paiements de dommages représentent des sommes négligeables par rapport aux profits engendrés par ces institutions⁴³⁴. Il s'agit en fait pour l'intermédiaire de soulever le coût futur d'une éventuelle condamnation par rapport à un bénéfice immédiat⁴³⁵. Comme l'explique le professeur Issacharoff:

*« In a typical conflicts of interest situation, agents may tend to overdiscount the likelihood of eventual punishment, thus undermining the deterrent function of the prescribed penalty. »*⁴³⁶

Mais il y a plus. Même dans un scénario où les coûts d'une condamnation d'un intermédiaire financier en responsabilité civile excédaient les bénéfices d'un comportement opportuniste, la faiblesse de la probabilité de telles poursuites, en matière de conflits d'intérêts, vient miner l'efficacité de ce mécanisme préventif. Tout d'abord, tout comme nous l'avons mentionné précédemment, les conflits d'intérêts, en raison de l'asymétrie d'information qui existe entre l'intermédiaire financier et son client, ne sont pas toujours visibles et sont donc difficiles à détecter. En second lieu, même lorsque l'exploitation du conflit est détectée, plusieurs obstacles persistent. D'une part, les situations de conflits sont souvent tolérées en raison de la trivialité de l'abus, des coûts associés au processus judiciaire⁴³⁷, des avantages d'un autre service fourni par le même intermédiaire ou des difficultés pratiques associées au changement de fournisseur⁴³⁸. Cette rareté des litiges civils s'explique également par la lourdeur du système judiciaire de même que par la faible probabilité de gain de cause du ou des demandeurs et ce, en raison de la complexité pour ces derniers à établir la preuve de

⁴³⁴ Voir P. MARTEL, préc., note 5, 77 qualifiant la somme de 1,435 milliards de dollars américains payée par les banques dans le cadre du Règlement Global de « *speed bump* » et de « *cost of doing business* ». Le professeur Sale, commentant le Règlement global, écrit: « *Add to the tax benefits the fact that much of the settlement costs is likely to be covered by insurance payments, and the result in terms of pain is arguably 'trivial'* ». Voir H. SALE, préc., note 5, 413.

⁴³⁵ Samuel ISSACHAROFF, « Legal Responses to Conflicts of Interest », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), préc., note 359, 189, 191.

⁴³⁶ *Id.*, 194.

⁴³⁷ Bien que la possibilité de se prévaloir du recours collectif comme véhicule procédural vienne sans contredit mitiger les coûts du processus judiciaire.

⁴³⁸ R. A. SCHOTLAND, préc., note 380, 568.

la faute, des dommages corrélatifs, mais surtout du lien de causalité. En effet, l'exploitation de conflits d'intérêts n'implique pas nécessairement une fraude ou une conduite illégale mais, généralement, de façon plus subtile, une conduite inappropriée ou immorale.

Comme le souligne l'économiste Ingo Walter:

*« Nevertheless, both regulatory action and civil litigation are blunt instruments in dealing with exploitation of conflicts of interest in financial intermediaries, conflicts that are often extremely granular and sometimes involve conduct that is 'inappropriate' or 'unethical' rather than 'illegal'. »*⁴³⁹

En plus du régime général de responsabilité civile basé sur la faute et le dommage, un client ou un épargnant qui se juge lésé par les actions de son institution financière, pourrait tenter un recours sur la base d'un manquement au devoir de loyauté, dont nous avons discuté en première partie de ce mémoire. Or, comme l'affaire Citigroup nous l'a démontré⁴⁴⁰, cette tâche est fastidieuse. D'abord et avant tout, le demandeur devra établir l'existence d'un devoir de loyauté, un devoir qui peut par ailleurs être exclue de façon contractuelle par les parties dans certains systèmes juridiques⁴⁴¹. Enfin, dans la mesure où l'institution financière en cause gère ou traite ses conflits, il n'est pas clair dans quelle mesure cette gestion la placera à l'abri d'une condamnation. À ce sujet, le professeur O'Brien souligne:

*« The reliance of fiduciary obligations as a mechanism to prevent institutional self-dealing is further weakened given the inter-relationship between the policy acceptance of the existence of structural conflicts of interest and the dominance of the integrated investment banking model. »*⁴⁴²

⁴³⁹ I. WALTER, préc., note 262, 368.

⁴⁴⁰ Bien qu'il était question dans cette affaire d'un recours intenté par la commission des valeurs mobilières australienne et non pas par le client de la banque.

⁴⁴¹ *ASIC v. Citigroup*, préc., note 100.

⁴⁴² Justin P. O'BRIEN, « Managing Conflicts or Pre-Ordaining Failure: The Sisyphean Tragedy (or Absurdity) of Corporate and Capital Market Governance Reform », [en ligne:

Quant au droit des valeurs mobilières, il ouvre la porte à un recours civil contre un intermédiaire financier par la voie, aux États-Unis, du régime de la disposition anti-fraude de l'article 10-b de la Loi de 1934 et, au Canada, par le régime de responsabilité civile sur le marché secondaire. Or, comme nous l'avons constaté en première partie de ce mémoire, ces régimes offrent un secours limité en matière de conflits d'intérêts des intermédiaires⁴⁴³, puisqu'ils impliquent, d'une part, un lourd fardeau de preuve et, d'autre part, ne s'appliquent que dans de rares cas aux acteurs périphériques. C'est d'ailleurs pourquoi plusieurs voient, en l'allègement du fardeau de preuve et l'assouplissement des critères d'ouverture du recours fondé sur l'article 10b-5 de la Loi de 1934, une avenue intéressante dans la lutte contre les abus commis par les banques⁴⁴⁴.

En somme, force est donc de constater que le « *laissez faire* » à lui seul⁴⁴⁵ n'aboutit ni à une allocation optimale des ressources, ni à une protection adéquate des épargnants. On se retrouve alors dans une situation que les économistes appellent la « défaillance du marché » (*market failure*) qui requiert l'intervention de l'État aux fins de la mise en place d'une régulation adéquate de l'économie⁴⁴⁶.

5. La réglementation : Pallier les défaillances du marché dans un rapport efficence-équité acceptable

La réglementation peut être définie comme étant l'imposition par le gouvernement (ou autres organismes auxquels le gouvernement délègue son pouvoir législatif, comme par exemple, les OARs) de règles et de contrôles destinés à diriger,

[https://www97.griffith.edu.au/govnet/tiki/tiki-download_file.php?fileId=31] (14 avril 2010), p. 5.

⁴⁴³ *Supra*, pp. 17-26.

⁴⁴⁴ En effet, dans l'affaire *Stoneridge*, préc., note 54, 175, le juge écrivant au nom de la dissidence qualifiait l'interprétation de la majorité comme « *the Court's continuing campaign to render the private cause of action under [Rule 10b-5] toothless* ». Voir John C. COFFEE, « Law and the Market: The Impact of Enforcement », (2007) 156 *U. Pa. L. Rev.* 229, 305.

⁴⁴⁵ La discipline du marché peut par ailleurs « renforcer » et constituer un complément à la réglementation et, vice-versa, la réglementation peut « renforcer » la discipline du marché. Voir I. WALTER, préc., note 262, 374.

⁴⁴⁶ *Infra*, p. 123.

restreindre et changer le comportement économique des individus et des entreprises, le tout appuyé par des sanctions en cas de non-conformité⁴⁴⁷. En économie, la réglementation a pour origine les imperfections du marché et est basée sur l'idée que le gouvernement doit intervenir afin de maximiser le bien-être de la société⁴⁴⁸. En temps de crise, la pression est forte et l'État se trouve dans une situation où il doit réagir pour calmer le mécontentement général⁴⁴⁹. Cette réaction se traduit inéluctablement par l'adoption d'une série de règles additionnelles visant à prévenir que les comportements abusifs ou fautifs ne se répètent à nouveau. La réglementation n'est cependant pas le remède à tous les maux. Toute mesure en apparence appropriée se double souvent d'un effet secondaire: le manque de rigueur dans l'élaboration de la réglementation ou le désir de faire vite en raison de pressions populaires⁴⁵⁰. De plus, dans ses interventions correctrices des défaillances de marché, l'État n'est pas parfaitement informé. Aussi, les modalités de son intervention sont elles-mêmes source de distorsions. Le niveau d'intervention optimal de l'État doit alors rechercher le moindre mal entre les défaillances du marché qu'il cherche à corriger et les distorsions économiques que son action implique. Au surplus, toutes les défaillances ne nécessitent pas le même niveau d'intervention. La défaillance est-elle

⁴⁴⁷ CONSEIL ECONOMIQUE DU CANADA, *Responsible Regulation: An Interim Report*, Ottawa, 1979.

⁴⁴⁸ Marcel GÉRARD, « L'Argent, l'Autre et le Temps », (1999) 3 *Reflets et Perspectives* 97.

⁴⁴⁹ Selon le professeur Mishkin, l'avantage des solutions fondées sur les forces du marché: « *include the fact that they can hit where it hurts most – through pecuniary penalties. Moreover, they may help avoid the risk of overreaction. It can be difficult to resist the temptation to adopt non-market solutions to appease public opinion* ». Voir F. MISHKIN, préc., note 155, 229. La croyance populaire veut que l'existence même d'une crise financière résulte de l'échec des autorités réglementaires dans leur mission de réglementation ou de supervision. Voir Luca ENRIQUES, « Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View », (2009) 30 no 4 *U. Pa. J. Int'l L.* 1147, 1148; Luigi ZINGALES, « The Costs and Benefits of Financial Market Regulation », *ECGI Law Working Paper N° 21/2004*, avril 2004, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=536682] (14 avril 2010), pp. 32-34.

⁴⁵⁰ Voir Howard DAVIES, « The Future of Financial Regulation », (2008) 9 (1) *World Economics* 11, 34, qui estime qu'il est toujours risqué d'élaborer une politique de réglementation au plus fort de la crise. Il est donc important de ne pas céder à la panique du marché en adoptant une nouvelle réglementation qui, à long terme, peut s'avérer onéreuse et désavantageuse. Voir également Stephen J. CHOI, « A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries », (2004) 1 *Berkeley Business Law Journal* 1, 25; Erik F. GERDING, « The Next Epidemic: Bubbles and the Growth and Decay of Securities Regulation », (2006) 38 (3) *Connecticut Law Review* 393, 396.

exceptionnelle ou inversement, risque-t-elle de se reproduire ? Comme le souligne John Chant, professeur en économie:

« Si un enfant se fait frapper en traversant une rue que de nombreux enfants traversent tous les jours et où la circulation est dense, il est alors justifié d'installer un feu pour piétons. Par contre, si un piéton se fait frapper par une météorite, il n'est pas justifié de dépenser des milliards de dollars pour un système d'alerte rapide ou d'imposer à tous les piétons le port d'un casque anti-météorite. Dans le choix des solutions, il faut trouver l'équilibre entre les coûts et les avantages. »⁴⁵¹

Ainsi, dans sa démarche, l'État doit également tenir compte des différents coûts associés à la réglementation. Ces coûts sont de deux ordres. En premier lieu, elle produit des coûts directement quantifiables qui sont reliés à la mise en place ainsi qu'à la mise en application des dispositions réglementaires. Ils représentent les coûts d'opération des organismes de réglementation et les coûts pour l'entreprise réglementée de se conformer à la réglementation⁴⁵². D'autre part, la réglementation produit également des coûts d'opportunité. Ces coûts, qui sont moins facilement quantifiables, sont eux-mêmes de deux types, ceux affectant l'efficacité opérationnelle et ceux affectant l'efficacité allocationnelle. Par exemple, si par quelque disposition réglementaire, une institution financière ne peut plus profiter d'économie d'échelles ou d'envergure, alors ses coûts d'opération sont supérieurs à ce qu'ils seraient en l'absence de telle disposition. De la même manière, si certains types d'investissements plus rentables sont proscrits, l'entreprise financière subira une perte implicite de revenu; ce qui correspond à une inefficacité allocationnelle⁴⁵³.

⁴⁵¹ John CHANT, *La crise du PCAA au Canada : incidence sur la réglementation des marchés financiers*, Étude préparée à l'intention du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2009, [en ligne: <http://www.expertpanel.ca/fra/rapports/etudes-de-recherche/crise-pcaa-canada-chant.html>] (14 avril 2010), p. 52.

⁴⁵² Ces coûts sont indirectement supportés par les clients et les investisseurs.

⁴⁵³ Jean ROY, *La réglementation du secteur financier: Pour une évolution dynamique et prudente*, Mémoire présenté au groupe de travail Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, 9 octobre 1997, pp. 10-11.

Dans un même ordre d'idées, le professeur Johnsen estime qu'une réglementation qui tente de protéger à tout prix l'investisseur comporte l'effet secondaire d'éliminer des activités qui lui sont également bénéfiques. Dans un marché concurrentiel, les pratiques innovatrices qui, d'un côté, donnent lieu à des conflits d'intérêts, aussi dérangeants qu'ils puissent être, viendront souvent, d'un autre côté, résoudre ou mitiger d'autres conflits plus sérieux. Il suggère donc que les autorités de réglementation, face à une décision visant soit à ignorer ou, inversement, à éliminer un conflit d'intérêts, devraient procéder à une analyse des coûts de transaction associés à l'élimination ou l'encadrement dudit conflit⁴⁵⁴. Ceci leur permettrait de saisir comment le conflit affecte négativement les investisseurs en comparaison avec les bénéfices potentiels de l'opération en cause. Il écrit:

*« Precisely because transacting is costly, the parties to many transactions must balance myriad countervailing conflicts; it simply does not pay them to incur a dollar's worth of transaction costs to eliminate a particular conflict of interest that might cost investors only fifty cents. »*⁴⁵⁵

Et il ajoute:

*« Where a particular market activity is subject to competitive pressures and yet is pervasive, it necessarily provides investors with some measure of benefits. The proper regulatory objective is not to minimize the possibility of injury to investors from conflicts of interest, but to optimize over both the potential harm and the potential benefit. »*⁴⁵⁶

Les réformes mises en place pour pallier le manque d'objectivité des analystes financiers constituent, pour plusieurs, un exemple de réglementation ayant produit des coûts dépassant les bénéfices escomptés⁴⁵⁷. En effet, suite à ces diverses réformes, on

⁴⁵⁴ B. D. JOHNSEN, préc., note 342, 1550.

⁴⁵⁵ *Id.*, 1580.

⁴⁵⁶ *Id.*, 1607.

⁴⁵⁷ Le constat du professeur Boni est que suite au Règlement global, le nombre de recommandations « haut » n'a pas vraiment diminué (mais a en fait augmenté), tandis que les recommandations « bas » (c'est-à-dire « vendre » ou ses euphémismes équivalents) ont

a constaté une diminution des activités de recherche. Puisque les banques ne sont plus à même de bénéficier du travail des analystes comme instrument de vente, elles démontrent évidemment moins d'intérêt au financement de la recherche et, conséquemment, moins de sociétés (surtout les sociétés ayant une faible capitalisation boursière⁴⁵⁸) sont suivies par des analystes. Ainsi, si en voulant protéger le petit épargnant, on réduit par ailleurs l'information disponible dans le marché, le résultat net de la réglementation pourrait équivaloir à une réduction de l'efficacité du marché au profit d'un bassin d'épargnants relativement faible⁴⁵⁹ et qui ne sera pas nécessairement mieux protégé en l'absence d'information⁴⁶⁰. Comme il est fait état dans le rapport du Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada: « *il se peut que les récentes réformes aient rendu les analystes moins susceptibles d'être en situation de conflit, mais il se peut également qu'elles rendent le marché moins transparent* »⁴⁶¹.

reculé. Voir Leslie BONI, « Analyzing the Analysts after the Global Settlement », dans Robert E. LITAN and Yasuyuki FUCHITA (dir.), *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Brookings Institution Press and Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006, 139. Voir également S. J. CHOI, préc., note 450, 7.

⁴⁵⁸ On craint que la recherche en valeurs mobilières soit moins apte à se soutenir au Canada, les entreprises canadiennes ayant généralement une capitalisation boursière moins importante.

⁴⁵⁹ À l'heure actuelle, une grande majorité des « petits » épargnants le font par le biais de véhicules de placement collectifs.

⁴⁶⁰ Nous discuterons ultérieurement de la question de la recherche indépendante. Voir *infra*, pp. 139-140.

⁴⁶¹ La recherche financière contribue à assurer une certaine transparence des marchés des capitaux en raison du fait que l'accès à l'information n'est pas égal pour tous les investisseurs. De plus, bien que certains renseignements puissent être accessibles, de nombreux particuliers investisseurs sont incapables de les interpréter. Voir GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION EN VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, « Chapitre 8 - Une idée à explorer : le rôle des analystes en valeurs mobilières et des autres entités de surveillance dans la réglementation des valeurs mobilières », dans GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION EN VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Rapport final – Le Canada s'engage*, volume 1, 2006, 127, 131 [en ligne: http://www.tfmsl.ca/index_fr.html] (15 avril 2010). Voir également Jill E. FISCH, « The Analyst as Fiduciary: A Misguided Quest for Analyst Independence », *University of Pennsylvania Law School, Working Paper*, septembre 2006, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=934850] (14 avril 2010), p. 39; S. J. CHOI, préc., note 450, 4.

Il importe conséquemment pour l'État de maintenir la réglementation financière dans un rapport coûts-bénéfices⁴⁶² satisfaisant, s'il entend conserver le caractère concurrentiel de son marché des capitaux. Il s'agit encore une fois de soupeser les gains en équité avec les pertes en efficience⁴⁶³. Comment y parvenir ? Il ne faut pas perdre de vue que l'industrie des services financiers est fortement réglementée. Or, même si certains évoquent une « surréglementation », cela ne l'a pas empêché de se trouver à l'épicentre du plus grand séisme financier depuis la Grande Dépression. Est-il alors possible que la réglementation des intermédiaires soit suffisante en termes de quantité, mais qu'elle n'en soit pas moins pour autant lacunaire ? Au risque de nous répéter, il existe, à notre avis, un « mal » plus profond qui se traduit par l'érosion de l'intégrité dans les marchés financiers. Cela dit, pouvons-nous légiférer ce « mal »⁴⁶⁴ ? Comme nous en discuterons ultérieurement, réglementer la « morale » peut constituer une arme à double tranchant. Ainsi, au cours des pages qui suivent, nous aborderons les différentes options qui s'offrent au législateur en matière de réglementation des conflits d'intérêts. Certains plaident en faveur d'une réforme structurelle du secteur financier. La crise financière que nous connaissons actuellement ravive d'ailleurs le spectre de la loi Glass-Steagall⁴⁶⁵. Cela

⁴⁶² Par contre, il n'est pas toujours simple d'observer, d'estimer ni de comparer la valeur des avantages obtenus par rapport aux coûts. En période de crise financière ou immédiatement après, on a tendance à surestimer les bénéfices de la nouvelle réglementation et à en sous-estimer les coûts. Voir L. ENRIQUES, préc., note 449, 1152.

⁴⁶³ L'article 143.2 de la LVMO, préc., note 36, exige, relativement à chaque projet de règle émanant de la CVMO, la publication de « la description des coûts et avantages prévus du projet de règle ». De plus, en vertu du *National Securities Market Act of 1996*, § 106, Pub. L. No. 104-290, 100 Stat. 3416, 3425, la SEC est tenue, à travers son processus de réglementation, de s'assurer que celle-ci promouvoit l'efficience, la concurrence et la formation de capital.

⁴⁶⁴ Comme le résumait Alan Greenspan: « *Rules exist to govern behavior, but rules cannot substitute for character* ». Voir Alan D. GREENSPAN, « Remarks by Chairman Alan Greenspan - Commencement address », *Wharton School, University of Pennsylvania*, Philadelphia, 15 mai 2005, [en ligne: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050515>] (14 avril 2010).

⁴⁶⁵ Certains considèrent l'abrogation de la loi Glass-Steagall, préc., note 218, comme l'un des catalyseurs de la crise. Il est vrai que la combinaison de la banque de dépôts aux activités spéculatives des banques d'investissements crée un conflit d'intérêts fondamental entre la banque et ses déposants. Voir H. VINOD, préc., note 350, p. 5: « *We argue that the divestiture will be simpler, low cost and much more easier to enforce than complex 'Chinese Wall' type separations and self-regulations proposed by the top management of financial corporations.*

est-il souhaitable? Doit-on plutôt maintenir la structure actuelle et se tourner vers une réglementation des conflits d'intérêts au cas par cas? Le cas échéant, doit-elle être fondée sur des règles prescriptives ou sur principes généraux qui préconisent une saine gestion des conflits d'intérêts?

5.1 Réformer la structure : une solution trop radicale ?

Puisque la combinaison de plusieurs activités au sein d'une même entreprise constitue un terrain fécond à la prolifération des conflits d'intérêts, certains estiment qu'une seule solution s'impose: le législateur doit réglementer pour contraindre un retour au cloisonnement des secteurs d'activités, tel qu'il existait auparavant. Pour la banque d'investissement moderne, cette proposition signifierait, appliquée à l'extrême, un démantèlement complet et une séparation de ses départements de financement d'entreprises, de service-conseil en fusions-acquisitions, de courtage, de gestions d'actifs, d'analyse financière, de négociation pour compte propre, de capital-investissement (*private equity* et *merchant banking*), etc., en diverses entités indépendantes les unes des autres. Or, pour les raisons évoquées précédemment, on considère généralement cette proposition trop radicale puisque ses coûts en efficience sont soi-disant nettement supérieurs à ses avantages en équité⁴⁶⁶.

Quoiqu'il nous apparaisse ambitieux, tant d'un point de vue économique que politique, d'imposer un démantèlement complet des conglomérats financiers, nous croyons que la séparation de certaines des activités qui, exercées sous le même toit, comportent un risque élevé d'exploitation de conflits d'intérêts constitue certainement une proposition à explorer davantage. Par exemple, pouvons-nous envisager le

Divestiture will remove a basic conflict of interest embedded in the structure. It will let the SEC focus on the crooks and not get bogged down in micromanaging financial institutions. »

⁴⁶⁶ Eugene N. WHITE : « Quis Custodiet Ipsos Custodes? Controlling Conflicts of Interest in the Financial Industry », dans Claudio BORIO, William Curt HUNTER, George G. KAUFMAN et Kostas TSATSARONIS (dir.), *Market Discipline Across Countries and Industries*, Cambridge, MA, MIT Press, 2004, 287, 296. Voir également Roman TOMANSIC, « Chinese Walls, Legal Principle and Commercial Reality in Multi-Service Professional Firms », (1991) 14 *U.N.S.W.L.J.* 46, 49; J. BOATRIGHT, préc., note 3, 234; A. CROCKETT, T. HARRIS, F. MISHKIN et E. N. WHITE, préc., note 146, p. 82.

cloisonnement étanche⁴⁶⁷ des activités suivantes⁴⁶⁸: (1) les prêts et dépôts ; (2) les activités où la banque agit pour son propre compte (en particulier le *trading*, les fonds de capital-investissement et fonds spéculatifs); (3) les autres activités où elle agit comme intermédiaire et ce, au service de divers clients (courtage, conseil en fusions-acquisitions et financement, la gestion d'actifs); et (4) l'analyse financière?

En ce qui a trait à l'analyse financière, plusieurs sont d'avis que son isolement complet de la banque d'investissement est fortement souhaitable. Idéalement, les rapports de recherche devraient être émis par des firmes indépendantes. Bien qu'une telle mesure engendre une réduction substantielle des possibilités d'exploitation des conflits d'intérêts⁴⁶⁹, elle se heurte à un obstacle de taille. Qui financera cette recherche indépendante⁴⁷⁰? En effet, puisque l'information est considérée comme un bien collectif, il est, en pratique, illusoire de croire qu'on puisse refiler aux investisseurs le paiement de la recherche en valeurs mobilières. En raison du problème, surnommé en jargon économique, de passager clandestin ou de l'utilisation sans contrepartie (mieux connu sous le nom de « *free rider problem* »), il sera toujours possible pour d'autres investisseurs de profiter de l'information pour laquelle ils n'ont pas payé. Ainsi, le modèle d'analyse financière indépendante fournie par le secteur privé ne serait vraisemblablement pas viable d'un point de vue économique. Certains suggèrent alors que la recherche en valeurs mobilières soit subventionnée par des fonds publics. Or, les fonds publics ne sont pas illimités et, sans ressources adéquates, la qualité de la recherche en souffrira assurément. Quelles sont alors les alternatives? Le *statu quo* ou, à l'autre bout du spectre, l'abolition pure et simple de la recherche « *sell-side* »? Dans quelle mesure, le petit épargnant souffrirait-il d'une

⁴⁶⁷ On emploie le terme « étanche » pour référer à une séparation autant physique que juridique. Les entités devraient être légalement distinctes et non des filiales d'une même société-mère.

⁴⁶⁸ Nous omettons volontairement de traiter du secteur de l'assurance.

⁴⁶⁹ Et non une élimination totale puisque comme nous l'avons vu en première partie de ce mémoire, l'indépendance des analystes financiers est affectée par des facteurs qui sont étrangers à la structure de la banque d'investissement. Voir *supra*, pp.100-102.

⁴⁷⁰ Pour une revue intéressante des implications du sous-financement de la recherche et des alternatives possibles, voir Stephen J. CHOI et Jill A. FISCH, « How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for the Securities Intermediaries », (2003-2004) 113 *Yale L. J.* 269.

telle abolition? En d'autres termes, une information biaisée vaut-elle mieux qu'une absence d'information? Il ne faut pas perdre de vue qu'à l'heure actuelle, la grande majorité des petits épargnants placent leurs économies dans les marchés via des véhicules de placement collectifs, comme des fonds communs de placement ou des caisses de retraite. Ces investisseurs dit « institutionnels » sont généralement à même de détecter les conflits d'intérêts des analystes et de les prendre en considération dans leurs décisions d'investissement, d'autant plus qu'ils bénéficient d'informations provenant de la recherche sur titres effectuée par leurs propres analystes. Reste cependant le petit bassin d'investisseurs non institutionnels qui investissent directement à la bourse. Abolir la recherche n'équivaudrait-il pas à remettre en cause le principe d'égalité de traitement des investisseurs, en ce qu'une telle mesure viendrait priver un petit bassin d'investisseurs d'information qui serait par ailleurs accessible aux autres (directement ou indirectement)? De même, qu'en est-il des répercussions sur les émetteurs? Pour tenter de solutionner le problème de financement d'une recherche indépendante, quelques propositions novatrices ont été formulées. Le professeur Boni soulève notamment la possibilité que les bourses puissent imposer aux émetteurs des droits supplémentaires afin d'amasser des fonds qui seraient redistribués de façon objective⁴⁷¹ pour la production de recherche par des analystes indépendants⁴⁷². D'autres, comme les professeurs Choi et Fisch, proposent qu'un organisme gouvernemental ou quasi-gouvernemental puisse taxer les émetteurs et distribuer des bons (*vouchers*) aux actionnaires qui les utiliseraient ensuite pour se procurer des recherches⁴⁷³. Nous estimons que ces propositions présentent un mérite indéniable et que le législateur devrait certainement les considérer.

⁴⁷¹ Certains ont critiqué les dispositions du Règlement global qui prévoit que les banques devaient, pour une durée de cinq ans, procurer aux investisseurs de la recherche émanant de firmes indépendantes. On a soulevé la possibilité que ces maisons de recherche indépendantes puissent agir avec une certaine partialité dans leur recommandations afin de ne pas déplaire aux banques qui leur apporte une source de revenu additionnelle.

⁴⁷² GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA REGLEMENTATION EN VALEURS MOBILIERES AU CANADA, préc., note 461, 143.

⁴⁷³ S. CHOI et J. FISCH, préc., note 470, 314. Voir également S. CHOI, préc., note 450, 31-33.

Penchons-nous maintenant sur les situations où la banque agit pour son propre compte⁴⁷⁴. Si nous n'avions qu'une seule proposition à formuler dans le cadre du présent mémoire, elle serait la suivante: les banques d'investissement, qu'elles opèrent sous le modèle de la banque universelle ou sous le modèle de la banque indépendante, devraient être contraintes à choisir entre leurs activités d'intermédiation et leurs activités de spéculation où elles agissent pour leur compte⁴⁷⁵. En effet, certains attributs liés aux activités de spéculation, tels la prise de risque exacerbée par une structure de rémunération où les gains sont fortement récompensés alors que les pertes n'encourent aucune conséquence, nous semblent peu compatibles avec l'intérêt des clients de la banque⁴⁷⁶. Bien que les questions entourant la gestion du risque au sein des institutions financières dépassent le cadre de notre étude, nous estimons que la combinaison des activités de spéculation et d'intermédiation au sein d'une même institution pose un problème additionnel. En effet, la position à l'effet qu'une banque puisse légitimement spéculer sur les titres de ses propres clients nous apparaît difficilement défendable d'un point de vue éthique et ce, même en présence d'une muraille de Chine (qui, comme en traiterons ultérieurement, représente un concept abstrait et trop souvent fictif). Voici un exemple flagrant illustrant notre position: Que penser du cas où la banque vend à découvert⁴⁷⁷ les actions d'une société que cette même banque conseille⁴⁷⁸, misant ainsi sur une dévaluation du titre de son client aux fins de réaliser un profit pour son compte au détriment du client? Le même

⁴⁷⁴ Hector SANTS, « Speech by Hector Sants, Managing Director, Wholesale & Institutional Markets - Market abuse and conflicts of interest: The FSA approach », *The Financial Crime Forum Asia Pacific*, Hong Kong, 5 juin 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/0605_hs.shtml] (12 avril 2010).

⁴⁷⁵ C'est d'ailleurs une proposition que soutient l'ex-banquier d'investissement et auteur Phillip Augar dans un blog publié sur le site internet de la *Harvard Business Review* intitulé « A Better Way to Break Up the Banks », 4 février 2010, [en ligne: http://blogs.hbr.org/cs/2010/02/a_better_way_to_break_up_the_b.html] (11 avril 2010): « *The message to banks from regulators would be straightforward: if you trade in markets, you cannot speak to clients. The integrated investment banks would have to decide which way they wanted to go, trading or advisory. Smaller, less connected institutions would result.* »

⁴⁷⁶ Sans compter celui des actionnaires de la banque et ultimement de la société. Par société, nous entendons les contribuables qui ont dû sauver certaines banques américaines et européennes de la faillite.

⁴⁷⁷ La vente à découvert contribuerait au marché en ce qu'elle améliore la liquidité, rabaisse les titres surévalués et accroît généralement l'efficacité des marchés.

⁴⁷⁸ Que ce soit dans le cadre d'un financement ou d'une transaction.

raisonnement s'applique lorsque la banque vend découvert des titres dont elle conseille l'acquisition à ses clients. Qui plus est, qu'en est-il du fait qu'à un poste, la banque tente de gagner sur les autres investisseurs avec des stratégies de négociation ultra-sophistiquées et, à l'autre poste, négocie au nom de ces mêmes investisseurs⁴⁷⁹ ? Contrairement à l'analyse financière qui représente pour les banques un centre de coûts, la spéculation peut financièrement se soutenir d'elle-même, constituant un centre de profits important pour celles-ci.

Le président Barack Obama a d'ailleurs récemment formulé une proposition de réforme à l'égard du système bancaire américain. En effet, le 21 janvier 2010, il proposait une mesure, surnommée la « règle Volcker », qui, si mise en place, interdirait aux banques (qui se trouvent sous la supervision de la Réserve fédérale) de détenir, d'investir ou de commanditer tout fonds d'investissement (incluant des fonds spéculatifs, fonds de capital-investissement ou de capital de risque) et de conduire des opérations de négociation pour compte propre non reliées aux services rendus à leurs clients⁴⁸⁰. Au moment d'écrire ces lignes, cette réforme n'est pas en vigueur. Reste à voir si le Congrès américain saura faire preuve du courage politique nécessaire pour affronter le puissant lobby des banques qui ne voient certainement pas d'un bon œil cette proposition.

⁴⁷⁹ Courtney COMSTOCK, « Goldman's NY CDO Prop Trading Desk Is Right Next To Its Client Trading Desk And Both Share The Same Director », *Business Insider*, 12 mars 2010, [en ligne: <http://www.businessinsider.com/goldmans-ny-cdo-prop-trading-desk-is-right-next-to-its-client-trading-desk-and-both-share-the-same-director-2010-3>] (12 février 2010).

⁴⁸⁰ Il s'exprimait ainsi à l'égard des banquiers: « *So if these folks want a fight, it's a fight I'm ready to have. And my resolve is only strengthened when I see a return to old practices at some of the very firms fighting reform; and when I see soaring profits and obscene bonuses at some of the very firms claiming that they can't lend more to small businesses, they can't keep credit card rates low, they can't pay a fee to refund taxpayers for the bailout without passing on the cost to shareholders or customers - that's the claims they're making. It's exactly this kind of irresponsibility that makes clear reform is necessary.* » Voir REUTERS, « Obama statement on limiting bank risk-taking », 21 janvier 2010, [en ligne: <http://www.reuters.com/article/idUSN2120707120100121>] (10 avril 2010). Les banques se sont empressées de répondre que la grande majorité de leurs opérations de « *trading* », pour lesquelles elles agissent comme « principal », sont reliées aux services rendus à leurs clients, comme par exemple, le « *market making* », fonction nécessaire à assurer une plus grande liquidité sur le marché.

Sans vouloir mettre en doute les avantages de la conglomération qui sont assez bien établis dans la littérature, il serait intéressant d'analyser l'ampleur des gains réels produits par la combinaison de divers services au sein d'une même institution financière et ce, d'un point de vue social. Les économies d'échelle et de portée réalisées par ces acteurs du marché surpassent-elle réellement les coûts imposés par les conflits d'intérêts à la société (coûts auxquels s'ajoutent les coûts reliés aux exigences de conformité à la réglementation sur les conflits d'intérêts)? La réponse à cette question n'est pas sans équivoque. L'économiste Ingo Walter exprime bien la complexité de cette tâche: « *In effect, regulators face the daunting task of balancing the unmeasurable against the unknowable* »⁴⁸¹. De plus, à propos de la conglomération, Olivier Lefebvre, ancien président d'Euronext-Bruxelles s'exprimait ainsi:

*« En effet, on a souvent pointé les conflits d'intérêt qu'engendrent ces différentes fonctions et qui sont sensés être réglés par la mise en place de « Chinese walls ». Le problème principal est plutôt qu'on annihile la confrontation normale des intérêts qui s'exprime par des mécanismes de marché entre acheteurs et vendeurs, en internalisant une chaîne de valeur et en créant une connivence d'intérêts des participants à cette chaîne, notamment via l'intéressement des managers des différents métiers à la valeur de l'action de l'ensemble du conglomérat. **Au contraire, un système financier***

⁴⁸¹ Ingo WALTER, « Conflicts of Interest and Market Discipline in Financial Firms », dans Michael FRANKEL, Ulrich HOMMEL et Markus RUDOLF (dir.), *Risk Management – Challenge and Opportunity*, 2^e éd., Springer, 2005, 25, 41. Pour éviter des distorsions de concurrence (atténuer l'effet négatif sur le caractère concurrentiel des marchés des capitaux locaux), une réforme de cette ampleur devrait être appliquée à l'échelle internationale, à tout le moins, dans les grands centres financiers. L'économiste Paul Volker, ancien directeur de la Réserve fédérale et conseiller économique de l'actuel président américain Barack Obama, milite en faveur du retour aux principes de la loi Glass-Steagall. D'ailleurs, le rapport produit par le Groupe des Trente, dont M. Volker est le président, fait la recommandation suivante: « *Systemically important banking institutions should be restricted in undertaking proprietary activities present particularly high risks and serious conflicts of interest. Sponsorship and management of commingled private pools of capital (that is, hedge and private equity funds in which the banking institutions own capital is commingled with client funds) should ordinarily be prohibited and large proprietary trading should be limited by strict capital and liquidity requirements. Participation in packaging and sale of collective debt instruments should require the retention of a meaningful part of the credit risk.* » Voir GROUP OF THIRTY (CONSULTATIVE GROUP ON INTERNATIONAL ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS, INC.), préc., note 351, p. 8.

composé d'acteurs plus spécialisés produit une confrontation d'intérêts salubre au fonctionnement efficace du marché. Une re-segmentation d'un certain nombre de métiers devrait être envisagée ». ⁴⁸² [nous soulignons]

Ajoutons à cela le fait qu'un fractionnement, même partiel, de l'industrie des services financiers réduirait certainement les coûts de conformité qu'encourent les institutions, de même que les coûts de surveillance par les autorités de réglementation ⁴⁸³. Mais attention, une réforme structurelle, bien qu'elle représente, à notre avis, une mesure que nos gouvernements doivent considérer, ne constitue pas la solution-miracle à tous les problèmes de conflits d'intérêts. En effet, plusieurs possibilités d'exploitation des conflits d'intérêts survivraient à un reclouonnement ⁴⁸⁴, puisqu'il est virtuellement impossible de les éliminer totalement. Même les firmes « ultra spécialisées » qui n'exercent qu'une activité n'en sont pas à l'abri. À ce sujet, la SEC soulignait:

« Total elimination of all [conflicts of interest] is obviously quite out of the question; theoretically, it would involve complete segregation of all functions, a remedy often invoked or suggested where conflicts are considered. But segregation as a specific remedy for all the multifarious possibilities for conflicts in the complex securities business could not be a simple segregation in any traditional sense but would have to involve fragmentation of the business to a point where each investor would have his own broker who would not be permitted to act for any other customer or for himself. » ⁴⁸⁵

⁴⁸² Olivier LEFEBVRE, « La crise financière 2007 – 20??, Mise en perspective et premières leçons », décembre 2008, [en ligne: <http://www.uclouvain.be/cps/ucl/doc/econ/documents/OLefebvre-Dec08.doc>] (11 avril 2010). Voir également M. KRUTHOF, préc., note 249, 335: « Above all, would segregation not ultimately allow the market to reach equilibrium at a higher level as global investor confidence in the loyalty of asset managers increased ? ».

⁴⁸³ Voir *infra*, pp. 162 et suiv.

⁴⁸⁴ Par exemple, les conflits d'intérêts propres aux activités de recherche, à la gestion d'actif, à l'évaluation lors d'un appel public à l'épargne, pour ne nommer que ceux-ci.

⁴⁸⁵ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Securities and Exchange Commission Report of Special Study of Securities Markets*, H.R. Doc., No 95, 88th Cong., 1st session, pt. 1, p. 439 (1963).

Ainsi, nous sommes conscients que la concrétisation de telles réformes requiert, d'une part, une volonté politique considérable, et, d'autre part, n'éliminera pas tous les conflits d'intérêts. C'est pourquoi, il importe d'évaluer dans quelle mesure la mise en place de réformes moins draconiennes peut ultimement conduire à une réduction de l'opportunisme au sein de la banque d'investissement.

5.2 Règles ou principes : Prévenir ou traiter ?

Depuis quelques années, un débat entoure la question de savoir si la réglementation de l'industrie des services financiers devrait s'articuler autour d'un ensemble obligatoire de règles définies ou d'un ensemble de principes directeurs⁴⁸⁶. Au Canada⁴⁸⁷, ce débat semble graduellement se résoudre en faveur d'une réglementation davantage⁴⁸⁸ fondée sur des principes⁴⁸⁹. D'ailleurs, le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières a récemment rendu public un rapport par lequel il recommande l'adoption d'une approche normative fondée davantage sur des principes structurants qui mettent l'accent, non pas sur le processus, mais sur les résultats (*outcome-oriented focus*)⁴⁹⁰.

⁴⁸⁶ Voir Cristie FORD, « New Governance, Compliance and Principles-Based Securities Regulation », (2008) 45 (1) *American Business Law Journal* 1, 1.

⁴⁸⁷ Les États-Unis sont généralement considérés comme une juridiction dont la législation en valeurs mobilières est davantage fondée sur les règles que sur les principes. Cependant, des appels à une réglementation davantage fondée sur des principes figurent dans certaines propositions de réforme. Voir, par exemple, U.S. COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION, *Interim Report of the Committee on Capital Markets*, Washington, D.C.: Committee on Capital Markets, 2006, [en ligne: http://www.capmktreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf] (16 avril 2010).

⁴⁸⁸ Le terme « davantage » est utilisé puisque la réglementation canadienne en matière de valeurs mobilières consiste déjà en un amalgame de règles et de principes. D'ailleurs, aucun système n'est constitué que de règles ou que de principes. Les règles peuvent être nécessaires pour appuyer les principes et peuvent même représenter l'approche réglementaire optimale dans les situations où un consensus significatif existe entre l'autorité de réglementation et les acteurs réglementés ou dans des situations claires d'inconduite extrême. Voir FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Principles-Based Regulation: Focusing on Outcomes that Matter*, avril 2007, [en ligne: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>] (10 mars 2010), p. 6.

⁴⁸⁹ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA REGLEMENTATION EN VALEURS MOBILIERES AU CANADA, préc., note 461, p. 45.

⁴⁹⁰ *Id.*, p. 35.

Avant d'amorcer notre revue des alternatives de réglementation des conflits d'intérêts, il importe d'établir la distinction entre la notion de règle et de principe. Pour ce faire, nous nous baserons sur une illustration très simple contenue dans une étude de la professeure Cristie Ford préparée à l'intention du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières⁴⁹¹. Prenons donc le cas de la réglementation des limites de vitesse permises en voiture sur les autoroutes. À cet égard, une règle énoncera : « il est interdit de rouler à plus de 100 km/h », alors que le principe énoncera : « tout conducteur doit rouler de façon raisonnable et prudente »⁴⁹². Ainsi, un conducteur qui conduit sa voiture à une vitesse de 80 km/h en pleine tempête de neige respecte la règle, mais roule-t-il de façon raisonnable et prudente ? En d'autres termes, est-ce que le résultat ou l'objectif est atteint ?

5.2.1 La règle

Une règle est donc prescriptive, elle dicte ce qu'il faut ou ne faut pas faire. Bien qu'elle soit plus rigide, elle offre toutefois l'avantage d'une plus grande certitude à l'égard de son interprétation et application⁴⁹³. Par contre, elle se veut davantage « réactionnelle et insensible aux situations particulières⁴⁹⁴ ». Une règle reflète un consensus sur une situation passée et ne peut résoudre que des circonstances déjà connues ou anticipées par le législateur au moment de sa mise en œuvre. Cette règle devient par conséquent obsolète lorsque les circonstances qui ont justifié son adoption se modifient⁴⁹⁵. De plus, une réglementation fondée sur les règles encourage les entités réglementées à mettre l'emphase sur la conformité à la lettre de la règle au

⁴⁹¹ Cristie FORD, *La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes*, Une étude préparée pour le groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2009, [en ligne: <http://www.expertpanel.ca/fra/rapports/etudes-de-recherche/index.html>] (14 avril 2010).

⁴⁹² *Id.*, p. 9.

⁴⁹³ James PARK, « The Competing Paradigms of Securities Regulation », (2007) 57 *Duke Law Journal*, 625, 634.

⁴⁹⁴ C. FORD, préc., note 491, p. 9.

⁴⁹⁵ Yves MERSCH, « AMCHAM – principes versus rules », *Discours prononcé par Yves Mersch, Gouverneur de la banque centrale du Luxembourg à une conférence organisée par la Chambre de commerce américaine et ALFI, Luxembourg*, 14 juin 2007, [en ligne: <http://www.bis.org/review/r070712e.pdf?noframes=1>] (12 avril 2010).

risque d'en violer l'esprit⁴⁹⁶; ce que l'on appelle la conformité créative (*creative compliance*). En conséquence, dès qu'une règle est adoptée, on cherchera à en exploiter les failles ou les trous⁴⁹⁷.

De plus, et peut-être de façon plus fondamentale, il n'est peut-être pas toujours opportun de réglementer des questions relevant de la sphère morale. Réglementer un phénomène aussi peu palpable et abstrait peut parfois engendrer des effets secondaires. Le professeur Loewenstein soutient cette position et, à titre illustratif, réfère à une étude traitant de l'effet de l'imposition d'une pénalité aux parents qui récupèrent leurs enfants à la garderie après l'heure de fermeture⁴⁹⁸. Aux termes de cette étude, il fut constaté que, suite à la mise en place d'une pénalité monétaire imposée aux parents qui récupéraient leurs enfants tardivement, les retards ont augmenté plutôt que diminuer. On explique ce résultat par le fait qu'avant l'introduction de la pénalité, il était socialement ou moralement désirable (entre autres par respect pour le personnel de la garderie et le bien-être de l'enfant) de récupérer son enfant de façon ponctuelle. L'introduction d'une pénalité a converti cet incitatif moral en une transaction de « marché », une analyse coûts-bénéfices. Le parent se sent dorénavant justifié à évaluer si l'inconvénient que lui crée l'obligation de récupérer son enfant à temps surpasse le coût de la pénalité. Comme l'explique le professeur Loewenstein:

«The same principal applies with equal force to substantive rules and changes in process. Such rules and procedures may circumvent conflicts of interest in the specific domains they cover, but can perversely lead people to believe that anything not covered by the rules must be ethically permissible.»⁴⁹⁹

⁴⁹⁶ C. FORD, préc., note 491, p. 47.

⁴⁹⁷ Lawrence A. CUNNINGHAM, « A Prescription to Retire the Rhetoric of « Principles-Based Systems in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting », (2007) 60 *Vand. L. Rev.* 141, 1423.

⁴⁹⁸ Uri GNEEZY et Aldo RUSTICHINI, « A fine is a price », (2000) *Journal of Legal Studies* 29.

⁴⁹⁹ G. LOEWENSTEIN, préc., note 384, 204 et 205.

Dans un autre ordre d'idées, lorsque le législateur choisit d'établir des règles spécifiques en matière de conflits d'intérêts, il peut utiliser diverses techniques. Tout dépendamment de ce choix, une règle pourra notamment (i) renforcer la discipline du marché, ou (ii) prévenir ou mitiger l'effet des conflits d'intérêts, soit par des interdictions pures et simples ou par la mise en place de certains mécanismes.

5.2.1.1 Réglementer pour renforcer les mécanismes du marché

En présence de mécanismes de marché, l'État, lorsqu'il intervient, devrait chercher à le faire de façon minimale⁵⁰⁰, non pas dans un but de prévenir ou d'éliminer les conflits d'intérêts, mais plutôt aux fins d'accroître l'effet disciplinaire du marché:

« Too often, after the decision to regulate is made, regulators move toward heavy-handed mandatory requirements and prohibitions, such as those contained in the Sarbanes-Oxley Act aimed at auditors' conflicts of interest. Regulators, however, have a number of less intrusive forms of regulation designed to take advantage of existing market incentives to address various market failures. »⁵⁰¹

Comme nous l'avons constaté, le marché, à lui seul, ne parvient pas à discipliner les intermédiaires financiers et ce, parce qu'en présence d'une concurrence imparfaite, l'exploitation des conflits d'intérêts par ces derniers n'affecte pas proportionnellement leur réputation. En conséquence, pour pallier cette défaillance, le régulateur peut mettre en place des mesures qui offriront aux investisseurs des outils additionnels leur permettant de mieux détecter les intermédiaires financiers qui exploitent des situations d'intérêts⁵⁰². Par exemple, le professeur Choi suggère la

⁵⁰⁰ S. J. CHOI, préc., note 450, 27. D'ailleurs, une intervention législative peut avoir comme conséquence d'affaiblir l'effet disciplinaire du marché. En effet, se croyant mieux protégés par la réglementation en place, les investisseurs auront tendance à moins se préoccuper des comportements éthiques des intermédiaires avec qui ils font affaires et ainsi, à prendre moins de précautions.

⁵⁰¹ S. J. CHOI, préc., note 450, 36.

⁵⁰² *Id.*, 27.

création d'un registre des intermédiaires qui contiendrait de l'information concernant l'historique disciplinaire de chacun d'entre eux, incluant une description des plaintes dont ils ont été l'objet⁵⁰³. De façon semblable, nous pourrions également envisager la création d'un système de classement annuel des institutions financières basé sur la qualité de leurs pratiques en matière d'éthique et de bonne gouvernance et ce, selon des critères objectifs préétablis. Une telle initiative pourrait certainement conduire les banques à chercher à améliorer et peut-être même à innover en matière d'éthique, afin de se démarquer de leurs rivales⁵⁰⁴.

Le régulateur a une seconde possibilité. Il pourra mettre en place des mécanismes incitant la banque à reconsidérer la valeur réelle de sa réputation et donc à rééquilibrer l'analyse risque-bénéfice de l'exploitation des conflits d'intérêts. Il atteindra cet objectif, d'une part par l'imposition de sanctions plus sévères à un manquement aux règles existantes⁵⁰⁵ et, d'autre part, par des modifications législatives qui auront pour but de simplifier et rendre les recours contre les intermédiaires par les épargnants ou les investisseurs davantage accessibles⁵⁰⁶.

⁵⁰³ *Id.*, 28. Il compare ce registre au Bureau d'éthique commercial (*Better Business Bureau*). Voir [en ligne : <http://www.bbb.org>].

⁵⁰⁴ Le professeur Coffee souligne que le manque de concurrence entre les *gatekeepers* fait en sorte que peu sont incités à développer une stratégie qui promouvoit l'éthique et la protection des investisseurs comme moyen de gagner des parts de marché. Il écrit à propos des firmes de vérificateurs: « [i]f each of the Big Five were to prefer a strategy under which it acquiesced to clients at the cost of an occasional litigation loss and some public humiliation, it could more easily observe this policy if it knew that it would not be attacked by a holier-than-thou rival stressing its greater reputation for integrity as a competitive strategy ». Voir J.C. COFFEE, préc., note 168, 1414-1415.

⁵⁰⁵ Nous croyons qu'il est également possible d'effectuer ce rééquilibrage en réduisant le poids du facteur bénéfice plutôt qu'en accroissant le facteur risque (quoique la combinaison des deux soit à notre avis un mécanisme optimal). Par exemple, la structure de primes payées aux *traders* dans les banques est asymétrique en ce que celles-ci leur offrent une récompense immédiate sans que ces derniers n'aient à supporter les conséquences d'une perte éventuelle. Cet avantage pécunier, souvent important, a pour effet de fortement mitiger l'impact du risque. C'est pourquoi, plusieurs militent en faveur d'un certain contrôle par l'État relativement à la nature et à l'étendue de la rémunération des intermédiaires de marché.

⁵⁰⁶ On peut penser, entre autres, aux États-Unis, à la modification de la Règle 10b-5 de la SEC pour permettre les recours privés contre les acteurs périphériques. On pourrait également interdire aux intermédiaires financiers d'exclure leur responsabilité fiduciaire contractuellement. Ou encore, le législateur pourrait préciser et/ou confirmer les paramètres de l'obligation de loyauté de certains d'entre-eux.

Comme l'exprime le professeur O'Brien:

*« It is clearly impossible to legislate for ethics. It is possible, however, to change the risk benefit calculus involved in the calibration of ethical decision-making within a business context ».*⁵⁰⁷

Enfin, le législateur pourra de plus exiger la divulgation d'un conflit d'intérêts, mécanisme sur lequel nous nous pencherons ultérieurement⁵⁰⁸. Celle-ci tend à renforcer la discipline du marché en ce qu'elle remédie, du moins dans la mesure où elle est assimilée par son destinataire, au problème d'invisibilité ou du caractère indétectable du conflit.

5.2.1.2 Prévention des conflits d'intérêts

Une seconde possibilité s'offre au régulateur. Afin de prévenir l'exploitation des conflits d'intérêts, l'État peut alternativement choisir d'intervenir de façon plus ciblée, et ce, en adoptant des règles spécifiques. De telles règles viendront alors interdire ou encadrer des comportements ou décisions qui (i) constituent le conflit d'intérêts ; ou (ii) en favorisent l'apparition ou l'exploitation.

5.2.1.2.1 Les règles « substantives »

On parlera d'une règle « substantive » lorsque cette dernière impose des interdictions spécifiques relativement aux décisions que l'agent (c'est-à-dire, l'intermédiaire financier) peut prendre⁵⁰⁹. Par exemple, les règles interdisant le barattage financier⁵¹⁰, le *spinning*⁵¹¹, les transactions en avance sur le marché représentent des applications concrètes de règles substantives. Figurent également dans cette catégorie, les règles interdisant les transactions d'initiés. Bien que les règles

⁵⁰⁷ J. O'BRIEN, préc., note 20,188.

⁵⁰⁸ *Infra*, pp. 184 et suiv.

⁵⁰⁹ S. ISSACHAROFF, préc., note 435,192.

⁵¹⁰ *Supra*, p. 85.

⁵¹¹ *Supra*, p. 89.

substantives soient relativement simples à formuler, leur efficacité est contestable car elles assument que le risque ou la menace d'une sanction viendra dissuader l'agent d'adopter le comportement proscrit. Or, tel que nous en avons discuté précédemment, même en présence d'une sanction « dissuasive », l'agent a tendance à internaliser le coût d'une éventuelle pénalité et à le comparer au bénéfice que pourrait lui rapporter à court terme la conduite proscrite.

5.2.1.2.2 *Les règles « procédurales »*

Cette seconde catégorie de règles ne cherche non pas à contrôler le résultat ou le contenu de la décision prise par l'agent mais plutôt le processus par lequel ou l'environnement dans lequel cette décision est prise⁵¹². À la différence de la règle substantive, la règle procédurale ne tente pas d'interdire la prise de décision ou un comportement spécifique de l'intermédiaire financier, mais cherche plutôt à faire en sorte que les facteurs qui sont susceptibles de l'inciter à préférer son intérêt personnel ne sont pas présents ou sont mitigés. De façon imagée, une règle procédurale: « *catches the weed in the seed and keeps it from coming to flower* »⁵¹³. Entrent notamment dans cette catégorie, les dispositions qui:

- ⇒ restreignent la détention des titres d'un client par un analyste;
- ⇒ interdisent le rattachement hiérarchique des analystes aux banquiers d'investissement⁵¹⁴;
- ⇒ imposent la mise en place de barrières informationnelles;
- ⇒ requièrent la participation d'un preneur ferme indépendant à un placement;
- ⇒ cherchent à aligner les intérêts économiques de l'agent et du principal, comme, par exemple, des règles qui viseraient à encadrer la rémunération des banquiers. Notons que la FSA a récemment proposé d'interdire les commissions sur ventes pour les conseillers en

⁵¹² S. ISSACHAROFF, préc., note 435, 197.

⁵¹³ L. C. TOWNSEND, préc., note 302, 1171.

⁵¹⁴ D'ailleurs, la réglementation qui imposerait une ségrégation des activités des banques représente, à notre avis, une forme extrême de réglementation dite « procédurale ».

placement et d'adopter à la place une rémunération à base d'honoraires⁵¹⁵; et

- ⇒ imposent la revue et l'approbation par une tierce partie indépendante d'une décision ou transaction de l'agent. Par exemple, le *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement* requiert d'un fonds d'investissement canadien la constitution d'un comité indépendant composé d'au moins trois membres, comité qui, dans certaines circonstances, devra réviser, approuver ou émettre des recommandations à l'égard de certaines décisions à être prises par le gestionnaire du fonds⁵¹⁶.

L'imposition du mécanisme de l'enchère hollandaise en remplacement de la méthode traditionnelle du *bookbuilding* utilisée par les courtiers souscripteurs aux fins de l'évaluation initiale lors d'un appel public à l'épargne⁵¹⁷ se classerait également dans cette catégorie.

5.2.2 Le principe

La réglementation par les principes, quant à elle, met l'emphase sur l'atteinte d'objectifs généraux et très larges. Étant plus souple, elle est apte à s'adapter aux changements évolutifs des marchés financiers, tout en promouvant l'innovation⁵¹⁸. Elle offre également l'avantage de permettre aux acteurs du marché d'assumer une responsabilité accrue relativement à l'intégration des principes à leur processus décisionnel, et ainsi, jouir d'une marge de manœuvre quant au choix du mécanisme interne leur permettant d'y parvenir. En ce sens, le principe tend à s'éloigner de

⁵¹⁵ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Reforming remuneration practices in financial services*, Document de consultation, Mars 2009, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp09_10.pdf] (12 avril 2010). Dans le même ordre d'idées, le Royaume-Uni de même que la France ont imposé à leurs banques, une taxe temporaire de 50%, taxe qui s'applique sur le montant des primes versées à leurs employés, au-delà d'un plafond d'environ 27 500 euros et ce, jusqu'au 5 avril 2010.

⁵¹⁶ *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/opc/090928-81-107f-vadmin.pdf>] (20 avril 2010).

⁵¹⁷ *Supra*, p. 90.

⁵¹⁸ C. FORD, préc., note 491, p. 9. Voir également S. ISSACHAROFF, préc., note 435, 192. Les régimes fondés sur des principes présentent également un avantage significatif par rapport aux régimes basés sur les règles parce qu'ils augmentent la capacité des régulateurs de travailler coopérativement avec d'autres régulateurs dans le monde.

l'approche réglementaire de « taille unique » (*one size fits all*)⁵¹⁹ propre à la règle et suppose que les acteurs du marché sont mieux placés que le régulateur pour déterminer la méthode adéquate à l'atteinte du résultat recherché.

De surcroît, il s'avère quasi impossible de prévoir une règle pour chaque source potentielle de conflits d'intérêts. La complexité et le caractère évolutif du système financier résultent en l'accroissement exponentiel du nombre d'occasions, pour les intermédiaires financiers, de ne pas respecter la suprématie de l'intérêt de leurs clients, des épargnants ou du marché. À cet égard, John Tiner, alors chef de la direction de la FSA soulignait :

*« There are few remaining instances in which it is possible to say that behaviour X will always, uniquely lead to problem Y. Failure to manage conflicts of interest for example can result in clear detriment to investors and markets. Financial firms face many different types of conflict of interest and the number grows every day as business practices evolve. An army of regulators could be employed solely to codify these and write rules specifying how they should be managed. But it is much more efficient to make it clear to firms that they must manage all types of conflict capable of creating detriment and to explain to us and other interested parties how they do it. »*⁵²⁰

Ainsi, le principe recoupe les situations que même le législateur n'avait pas envisagées. Par exemple, dans l'affaire *In Re Cartaway*⁵²¹, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (ci-après, la « **CVMCB** ») avait conclu que les courtiers en cause avaient violé différentes dispositions spécifiques de la loi et des règlements applicables en Colombie-Britannique. Toutefois, les comportements les plus dérangeants, notamment le fait pour ces courtiers de s'être mis en position de

⁵¹⁹ C. FORD, préc., note 491, 19.

⁵²⁰ John TINER, « Speech by John Tiner, FSA Chief Executive - Principles based regulation: the EU context », *APCIMS Annual Conference Hotel Arts*, Barcelone, 13 octobre 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1013_jt.shtml] (20 avril 2010). Voir également D. AWREY, préc., note 362, 28.

⁵²¹ [2000] B.C.S.C.D. No. 92 (QL/LN).

conflit avec les intérêts de leurs clients en agissant dans leurs propres intérêts, échouant également dans leurs fonctions de sentinelles des marchés, n'étaient couverts par aucune disposition spécifique de ces lois et règlements. Ainsi, la CVMBC se fonda sur ses pouvoirs d'intérêt public afin de sanctionner ces courtiers⁵²² pour ces comportements « non spécifiquement réglementés »⁵²³. Pareillement, c'est au nom des principes que les autorités américaines (la SEC et le procureur général de l'État de New York) ont intenté, comme nous l'avons brièvement souligné en première partie, des recours contre certaines banques d'investissement dans les affaires impliquant notamment des cas de *spinning*⁵²⁴, de conflits d'intérêts d'analystes financiers⁵²⁵ et de *market timing*⁵²⁶, des pratiques qui n'étaient pas alors techniquement prohibées par des règles spécifiques⁵²⁷.

Cette approche fondée sur les principes a été soutenue initialement par la FSA britannique qui, en 2003, innovait en prenant le virage vers un tel type de réglementation⁵²⁸. Elle a élaboré onze principes de conduites simples qui s'appliquent aux intermédiaires financiers qu'elle encadre. En matière de conflits d'intérêts, les

⁵²² C. L. FORD, préc., note 491, p. 25.

⁵²³ BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, *Enforcement of Outcomes-Based Securities Legislation*, 6 mai 2004, [en ligne: [http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Enforcement\(1\).pdf](http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Enforcement(1).pdf)], pp. 12 et suiv. Selon la CVMCB, sa proposition de réglementation fondée sur les résultats fournit une base plus concrète pour des prendre des mesures d'application relativement à des comportements qui sont actuellement sanctionnés via les pouvoirs de l'autorité de réglementation d'agir dans l'intérêt du public.

⁵²⁴ J. PARK, préc., note 493, 647-651.

⁵²⁵ *Id.*, 651-657

⁵²⁶ *Id.*, 662.

⁵²⁷ D'ailleurs, il appert que ces pratiques étaient ni plus ni moins connues de la SEC et même tolérées par cette dernière. Voir J. PARK, préc., note 493, 654. Selon la FSA, certaines des plus importantes pénalités à être imposées l'ont été sur la base de la violation de principes. Par exemple, en 2005, la poursuite de la FSA contre Citigroup relativement au fameux « Dr. Evil Bond Trade » s'est soldée par une pénalité de 13,9 million de livres sterling. Voir FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, « Citigroup Global Markets Limited », *Final Notice*, 28 juin 2005, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/cgml_28jun05.pdf] (14 avril 2010).

⁵²⁸ Voir FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Handbook*, [en ligne: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/2/1>] (15 avril 2010). Nombreux sont ceux qui attribuent à cette approche le succès récent de la ville de Londres, qui fait concurrence à New York et à d'autres centres financiers. En 2005, une majorité des plus importants appels publics à l'épargne internationaux se sont déroulés à Londres plutôt qu'à New York. Voir, entre autres, C. L. FORD, préc., note 511, 1.

principes s'articulent principalement autour d'une gestion équitable des conflits d'intérêts. Notamment, les principes 6 et 8 énoncent :

« [TRADUCTION]

6. *Intérêts des clients – L'entreprise doit tenir dûment compte des intérêts de ses clients et traiter ces derniers avec équité*⁵²⁹.
8. *Conflits d'intérêts – L'entreprise doit gérer équitablement les conflits d'intérêts, tant ceux entre elle et ses clients que ceux entre deux clients. »*

Au Canada, la Colombie-Britannique avait également proposé un tel virage en 2004 par le dépôt du projet de loi 38⁵³⁰ qui visait à établir le « modèle de la Colombie-Britannique » (*BC Model*), c'est-à-dire une réglementation des valeurs mobilières davantage fondée sur des résultats (*outcome-based legislation*). Bien que ce modèle ne soit pas entré en vigueur, ses dispositions auraient notamment prévu un code de conduite des courtiers et conseillers s'articulant autour de huit principes, dont le principe suivant:

« *Principle 6—Conflict of interest*

1. *Resolve*⁵³¹ *all significant conflicts of interest in favour of the client using fair, objective, and transparent criteria. If there is a conflict of interest between clients, use fair, objective and transparent criteria to resolve those conflicts. In both cases, apply the criteria consistently.*

⁵²⁹ La FSA a également mis de l'avant le concept du *Treating Customer Fairly* (« Traiter ses clients équitablement ou TCF »), qui correspond ni plus ni moins au principe que l'on doit traiter ses clients comme on aimerait être traité. Voir FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Treating customers fairly – towards fair outcomes for consumers*, juillet 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/tcf_towards.pdf] (14 avril 2010).

⁵³⁰ Projet de loi 38, *Securities Act*, 5th Sess., 37th Parl., Colombie-Britannique, 2004 (sanctionné le 13 mai 2004).

⁵³¹ Notons l'emploi du mot « résoudre » (*resolve*) les conflits d'intérêts par opposition aux termes « gérer » (*manage*) et « traiter ».

2. *Develop conflict of interest procedures and disclose them to the client.*
3. *Disclose promptly to the client any information that a reasonable client would consider important in determining your ability to provide objective service or advice.*
4. *When acting as an underwriter, act in the best interests of the investors and the securities market. Disclose to investors any direct or indirect relationships between you and the issuer or seller that would lead a reasonable investor to question whether you and the issuer or seller are in fact independent from each other.*
5. *When providing security analyst services, develop, establish, and enforce conflict of interest policies that adequately address the conflicts of interest that analysts face within your firm. »*

La Directive concernant les marchés d'instruments financiers⁵³² entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007 contient également des dispositions spécifiques consacrées exclusivement à la gestion des conflits d'intérêts. Elle impose aux prestataires de services d'investissement (ci-après, « **PSI** ») de détecter les conflits d'intérêts pouvant résulter de leurs multiples activités et de prendre les dispositions organisationnelles et administratives destinées à éviter que ces conflits puissent porter atteinte aux intérêts de leurs clients⁵³³. Si, en dépit des mesures qu'ils ont prises, des conflits qui sont susceptibles de porter atteinte aux intérêts des clients persistent, une obligation d'information pèse sur le PSI vis-à-vis des clients concernés. La Directive d'application de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers⁵³⁴ complète ces dispositions notamment en (a) définissant les critères minimums que le PSI doit prendre en compte pour la détection des conflits susceptibles de porter

⁵³² Préc., note 241.

⁵³³ Voir article 13, par. 3 et article 18 de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers.

⁵³⁴ Préc., note 241.

atteinte aux intérêts d'un client⁵³⁵ et en imposant aux PSI la mise en place d'une politique de gestion des conflits d'intérêts, qui soit appropriée au regard de la taille de l'organisation ainsi que de la nature, de l'échelle et de la complexité de son activité, en prenant en considération l'appartenance du PSI à un groupe⁵³⁶.

Au Canada, bien que le modèle de la Colombie-Britannique n'ait pas été ultimement retenu, les autorités de réglementation ont également choisi de réglementer les conflits d'intérêts des sociétés inscrites par une approche fondée sur les principes. S'inspirant vraisemblablement des principes de la FSA, des dispositions de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers et de l'article 912A (aa) du *Corporations Act 2001*⁵³⁷ mis en place par l'ASIC australienne, le Règlement 31-103⁵³⁸ exige que les sociétés inscrites prennent des mesures raisonnables pour relever tous les conflits d'intérêts importants actuels ou qu'elles s'attendent raisonnablement à voir survenir entre elles et leurs clients afin de traiter ces derniers adéquatement.

Tout comme en témoigne la rédaction de ces dispositions réglementaires, la latitude qu'offre le principe contraint l'intermédiaire financier à scruter à la loupe ses pratiques afin de prendre une réelle conscience de ses propres conflits d'intérêts et à s'impliquer activement dans le développement de politiques de gestion réfléchies, sans toutefois appliquer des solutions toutes faites dictées par le législateur⁵³⁹. Ceci requiert une implication directe de la haute direction dans l'élaboration et la supervision de ces politiques, de même que l'octroi à son personnel en charge de la

⁵³⁵ Art. 21 de la Directive d'application de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers, préc., note 241.

⁵³⁶ Article 22 de la Directive d'application de la Directive concernant les marchés d'instruments financiers, préc., note 241.

⁵³⁷ Préc., note 106.

⁵³⁸ Préc., note 32.

⁵³⁹ D'ailleurs, le professeur Boatright estime que les firmes de services financiers sont les mieux placées pour prévenir l'exploitation des conflits d'intérêts. Il écrit: « *Every firm is different and each one can provide better oversight if it has the flexibility to tailor measures to its own circumstances.* » Voir J. BOATRIGHT, préc., note 3, 233. Ainsi, l'autorité de réglementation doit accepter que l'uniformité dans les pratiques des différentes firmes n'est pas un but en soi.

conformité un rôle d'affaires plus stratégique et central à l'entreprise. À cette fin, il importe de redéfinir le rôle conféré à la conformité au sein de l'institution. Souvent perçue comme une activité génératrice de coûts (sans revenus corrélatifs), il est parfois difficile pour le personnel chargé de la conformité de capter l'attention et le respect des hauts gestionnaires qui préfèrent se concentrer sur les centres de profits de l'entreprise⁵⁴⁰.

La réglementation des conflits d'intérêts par les principes tend nécessairement à une amélioration de la conduite des intermédiaires financiers sur les marchés. En effet, la marge de manœuvre offerte par ce type de réglementation leur impose un exercice d'auto-évaluation, un exercice de jugement leur permettant de déterminer si leurs pratiques répondent (ou à l'opposé, sont contraires) aux valeurs et objectifs véhiculées par les principes⁵⁴¹. Dans cette perspective, elle favorise le développement d'une culture d'intégrité au sein d'une firme⁵⁴².

Comme le souligne Jeremy Cooper, un haut fonctionnaire de l'ASIC:

« By its nature, the management of conflicts is much more of an art than a science and certainly cannot be left to endless prescriptions from the regulator. Organisations will come to learn that while technology and systems are essential, some of the skills needed are nebulous and rely on 'feel'. You have to be able to 'get it', to recognise a conflict or a potential conflict when it arises; a bit like knowing the difference between a zebra and a horse with black and white stripes painted on it –

⁵⁴⁰ J. O'BRIEN, préc., note 20, 189: « *In this context, locating the focus of moral control within a submissive cost-centre with little corporate power merely provides the basis for transactional amorality.* »

⁵⁴¹ Le professeur Anand soulève toutefois un bémol: « *[d]etailed prescriptions about prohibited activity may be more effective in curbing the particular conduct at issue* ». Voir Anita I. ANAND, « Rules v. Regulations as Approaches to Financial Market Regulation », (2009) 49 *Harv. Int'l L.J. ONLINE* 111, 115. Voir également J. PARK, préc., note 493, 672.

⁵⁴² Hector SANTS, « Speech by Hector Sants, Chief Executive, FSA - Principles-Based Regulation - Lessons from the Sub-Prime Crisis », *Securities and Investments Institute Annual Conference*, 15 mai 2008, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0515_hs.shtml] (8 avril 2010): *[i]n regulation, as in life more generally, in times of uncertainty, it is our principles that guide us through* ».

*very easy, but try writing a set of rules for an organisation to follow to arrive at the right answer. »*⁵⁴³

Par ailleurs, les principes comportent un inconvénient non négligeable. Ils animent une forme d'incertitude chez les intermédiaires financiers parce que l'obligation de traiter ses conflits laisse une large place à interprétation. Ce qui semble une mesure adéquate pour l'un ne l'est peut-être pas pour l'autorité de réglementation⁵⁴⁴. Le principe confère à cette dernière une discrétion dont elle peut potentiellement abuser. C'est pourquoi, il devient impératif qu'un principe soit doté d'une certaine prévisibilité et qu'il s'accompagne de lignes directrices claires et consistantes formulées par les autorités réglementaires afin que ces dernières et les entités réglementées aient une compréhension commune des attentes⁵⁴⁵. En conséquence, il importe qu'une relation « nouvelle » se dessine entre l'autorité de réglementation et l'entité réglementée. Si traditionnellement, cette relation est teintée par une adversité basée sur la méfiance, une réglementation fondée sur les principes nécessite un dialogue constant, une collaboration entre les deux parties basée sur une confiance mutuelle⁵⁴⁶ et ce, tant sur le plan de l'élaboration des principes⁵⁴⁷ que sur le plan de leur mise en œuvre. Il faut reconnaître qu'à l'heure actuelle, certains défis se posent à une telle redéfinition du rapport régulateur-réglementé. Concrètement, le contexte des pratiques révélées dans la foulée de la crise financière actuelle nous semble peu propice à une relation imprégnée par un climat de confiance⁵⁴⁸. À cet égard, Julia Black soutient à juste titre que l'approche réglementaire fondée sur des

⁵⁴³ J. COOPER, préc., note 249, p. 10.

⁵⁴⁴ Il peut même exister des divergences d'opinion au sein même de l'autorité de réglementation. Voir. D. AWREY, préc., note 362, 25-26.

⁵⁴⁵ Par exemple, l'Instruction générale 31-103, préc., note 32, précise que trois méthodes peuvent être envisagées pour le traitement des conflits, soit l'évitement, le contrôle (par des mesures organisationnelles) et la déclaration. Nous discuterons ultérieurement de manière plus détaillée de ces trois méthodes.

⁵⁴⁶ C. FORD, préc., note 491, 28. Voir également Mark WAGSTAFF, « Principles-based Regulation: Stability, Risk and Trust », *Paper presented to the 2nd Annual Cambridge Conference on Regulation*, 12 septembre 2007, [en ligne: http://www.cbr.can.ac.uk/pdf/Wagstaff_Paper.pdf] (12 avril 2010). FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Principles-Based Regulation: Focusing on Outcomes that Matter*, avril 2007, [en ligne: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>] (10 mars 2010), p. 8.

⁵⁴⁷ C. FORD, préc., note 491, p. 25.

⁵⁴⁸ Voir H. SANTS, préc., note 542.

principes constitue un « paradoxe de confiance ». Elle explique: « *while principles-based regulation requires a high level of trust in order to be effective, it must first be effective in order to generate this level of trust* »⁵⁴⁹.

En ce qui concerne l'aspect de la mise en oeuvre d'un principe, notons que ce type de réglementation, en raison de la confiance mutuelle sur laquelle elle se fonde, requiert que l'application d'une sanction pour violation d'un principe ne soit ni incohérente⁵⁵⁰, ni trop intransigeante⁵⁵¹. L'entité réglementée ne doit pas être prise par surprise. Certaines critiques ont d'ailleurs été formulées à l'égard de la mise en application des principes, notamment par le professeur Park, qui met en garde contre l'incertitude causée par ce qu'il appelle la « réglementation par les mesures d'application » (*regulation by enforcement*)⁵⁵². Sans ignorer la possibilité que l'autorité de réglementation puisse abuser de son pouvoir d'application d'un principe, nous croyons, que dans la mesure où, la prédictibilité du principe est établie, c'est-à-dire, lorsque celui-ci est complété par des interprétations et positions claires disséminées par cette dernière, la stricte application du principe ne cause pas de préjudice à l'entité réglementée⁵⁵³. Dans le cas où une situation non envisagée par l'autorité de réglementation se produit, deux possibilités émergent. Si le comportement est à ce point contraire aux résultats recherchés par le principe si bien que toute personne raisonnable en conclurait ainsi, l'autorité de réglementation doit intervenir sans se voir reprocher un manque d'équité procédurale. Au cas contraire,

⁵⁴⁹ Julia BLACK, « Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation », (2008) 3 *Capital Markets L. J.* 425, 456.

⁵⁵⁰ Julia BLACK, et al., « Making a Success of Principles-Based Regulation », (2007) 1(3) *L. & Financial Markets Rev.* 191.

⁵⁵¹ GROUPE D'EXPERTS SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport final et recommandations*, janvier 2009, [en ligne: <http://www.expertpanel.ca/fra/rapports/index.html>] (15 avril 2010), p. 22.

⁵⁵² J. PARK, préc., note 493, 632: « *The "Regulation by Enforcement" critique notes that enforcement actions can cause significant economic disruption. Industry may be unfairly surprised when regulators advance broad principles in novel ways through enforcement.* »

⁵⁵³ Callum MCCARTHY, « Speech by Callum McCarthy, Chairman, FSA - Principles-Based Regulation: What does it mean for the industry ? », *Financial Services Skills Council 2nd Annual Conference*, 31 octobre 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1031_cm.shtml] (12 avril 2010).

c'est-à-dire dans le cas où le comportement en cause se situe dans une zone grise, elle doit chercher à travailler de concert avec l'entité réglementée afin que ce comportement ne se reproduise plus et faire part à l'industrie qu'elle considère ce comportement comme contraire au principe⁵⁵⁴.

Mais attention, même si l'autorité de réglementation doit, à certaines occasions, faire preuve d'une certaine souplesse et ne pas substituer son interprétation d'un principe à l'interprétation qu'en fait l'acteur de l'industrie, elle doit éviter tout laxisme si elle compte maintenir la crédibilité de sa réglementation. Ainsi, l'enjeu de l'efficacité des principes encadrant les conflits d'intérêts consiste pour cette dernière à rechercher un équilibre entre laxisme et intransigeance, afin que tant le public que les acteurs de l'industrie aient la perception que leurs intérêts sont conciliés.

En définitive, toute réglementation, qu'elle se traduise par des règles ou par des principes, pour atteindre ses objectifs, ne doit pas rester lettre morte: elle doit être appliquée et tous doivent s'attendre à ce qu'elle le soit⁵⁵⁵. Conséquemment, au-delà du choix entre les règles et les principes, le second défi des autorités de réglementation en matière de réglementation des conflits d'intérêts des intermédiaires financiers, repose sur la mise en application judicieuse de la réglementation⁵⁵⁶. À cet effet, le professeur O'Brien souligne:

« The answer does not lie in more proscriptive regulation, which itself is susceptible to creative compliance, but rather to a much more proactive and imaginative enforcement stratagem based on an acknowledgement that voluntary compliance and

⁵⁵⁴ GROUPE D'EXPERTS SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 551, p. 23.

⁵⁵⁵ Même les meilleurs principes au monde ne seront guère utiles si les responsables ne sont pas prêts à les appliquer. Voir P. MARTEL, préc., note 5, 94-95; Karen HOWLETT, « Securities review reveals discontent », *Globe & Mail*, 28 juillet 2003, p. B-1.

⁵⁵⁶ R. BAHAR et L. THÉVENOZ, préc., note 360, 26. Voir également Robert BALDWIN et Martin CAVE, *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*, New York: Oxford University Press, 1999, p. 96: « *Astute enforcement can remedy design defects in regulatory mechanisms and ill-enforcement can undermine the most sophisticated designs of regulation.* »

industry self policing without robust oversight pre-ordains future breaches. »⁵⁵⁷

Or, pour pouvoir appliquer sa réglementation, l'État doit d'abord être en mesure d'en détecter les violations. Dans ce dessein, il lui faut assurer une surveillance adéquate des acteurs à qui elle s'adresse. C'est dans cette perspective que nous aborderons la prochaine section.

5.3 Surveillance et mesures d'application

*« Like quality, ethics cannot be inspected »*⁵⁵⁸

Pour être en mesure de mettre en application ses règles ou ses principes, l'autorité réglementaire doit pouvoir identifier les comportements qui en constituent des manquements. Elle doit donc jouer un rôle de « surveillante » de l'entité réglementée. Pourtant, plusieurs facteurs font obstacle à une surveillance adéquate des institutions financières par les autorités réglementaires. Tout d'abord, sur le plan pratique, il s'avère relativement peu complexe d'adopter des règles et des principes imposant aux institutions financières de gérer adéquatement leurs conflits d'intérêts et s'assurer que, sur papier, des politiques de saine gestion ont été mises en place. Toutefois, le contrôle de l'application effective de ces mêmes procédures de gestion devient chose beaucoup plus fastidieuse et ce, en raison du fait que les comportements qui résultent de l'exploitation des conflits d'intérêts s'observent difficilement par des personnes externes à l'entreprise⁵⁵⁹.

⁵⁵⁷ J. O'BRIEN, préc., note 20, 191.

⁵⁵⁸ Harvey L. PITT et Karl A. GROSKAUFMANIS, « Minimising Corporate Civil and Criminal Liability : A second look at Corporate Codes of Conduct », (1990) 78 *Geo. L.J.* 1559, 1561, citant « Defense secretary Withdraws Proposal to Mandate Contractor Codes of Conduct », *Daily Report For Executives (BNA)*, No. 130, 10 juillet 1989, p. A-7.

⁵⁵⁹ Steven SHAVELL, « Law versus morality as regulators of conduct », *Discussion Paper No 340, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, novembre 2001, [en ligne : http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/] (15 avril 2010), pp. 12-14; Howell E. JACKSON et Mark J. ROE, « Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence », *Harvard Public Law Working Paper No 08-28*, 16 mars 2009, [en ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1000086] (15 avril 2010), p. 1: « *A public enforcement system is degraded because public actors have mixed and often weak incentives*

En pratique, il est beaucoup plus simple pour l'autorité de surveillance de s'assurer qu'une institution financière gère son risque financier adéquatement parce que, généralement, cette gestion se concrétise en chiffres sur le bilan de l'institution concernée⁵⁶⁰. Or, dans la grande majorité des cas, l'exploitation des conflits d'intérêts ne s'observe non pas sur papier mais sur le terrain⁵⁶¹. Il serait impensable pour l'État de s'infiltrer dans les activités quotidiennes de chaque institution financière. Comme l'expriment les professeurs Bahar et Thévenoz:

«The main problem with enforcement of conflict of interest rules stems from the very nature of the duty of loyalty. Compliance with this duty cannot be directly observed; at best it can be guessed at through proxies.»⁵⁶²

Qui plus est, le passé a démontré que les institutions financières ont bénéficié d'une certaine clémence de la part des organismes de réglementation. En plus de souffrir de carences en ressources (tant sur le plan de l'expertise humaine que sur le plan financier) nécessaires à une surveillance adéquate des banques⁵⁶³, il appert que ces organismes de réglementation s'isolent mal des pressions exercées par l'industrie des services financiers⁵⁶⁴. En effet, la relation entre le régulateur et le réglementé est

to do their jobs well and because they often suffer from poor information of both general market and specific firm conditions. » Voir également R. BAHAR et L. THÉVENOZ, préc., note 360, 25 : *«For instance, formal rules on Chinese walls are easy to monitor, whereas the information flow itself is difficult for even a regulator to supervise, let alone a customer. »*. Voir aussi ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, préc., note 320, p. 35 : *«It is not practical for the regulator to oversee adherence to those internal procedures on a day to day basis. »*

⁵⁶⁰ En supposant que l'institution financière ne dissimule pas sa prise de risque excessive par l'utilisation d'entités à vocation spécifiques.

⁵⁶¹ A. CROCKETT, T. HARRIS, F. MISHKIN et E. N. WHITE, préc., note 146, p. 8.

⁵⁶² R. BAHAR et L. THÉVENOZ, préc., note 360, 21.

⁵⁶³ *Id.*, 81. Voir aussi Peter J. HENNING, « Should the SEC Spin Off the Enforcement Division? », *Wayne State University Law School Research Paper No. 09-20*, 11 septembre 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1470857>] (15 avril 2010); P. MARTEL, préc., note 5, 95-96.

⁵⁶⁴ Le lobbying exercé par les acteurs de l'industrie des services financiers auprès des élus est très puissant, surtout aux États-Unis. Voir P. MARTEL, préc., note 5, 97-98. Voir également Martin WOLF, « New Revolution as Unfettered Finance Reshapes the Global Economy »,

souvent très étroite et ils deviennent ainsi obligés l'un envers l'autre d'une façon indûment collaborative⁵⁶⁵. En anglais, on décrit ce phénomène par l'expression « *regulatory capture* ». Ce phénomène serait d'autant plus présent au sein des OARs et ce, en raison du double mandat qu'assument ces organismes, soit la représentation à la fois des intérêts du public épargnant et ceux de l'industrie⁵⁶⁶. Cette proximité qui existe entre l'autorité de réglementation et l'entité réglementée s'explique d'une part par l'effet de la théorie des « portes tournantes »⁵⁶⁷. Selon cette théorie, les régulateurs sont séduits par des emplois beaucoup mieux rémunérés dans le secteur privé. Inversement, les cadres d'entreprises acceptent des postes importants au sein d'organismes gouvernementaux dont la tâche consiste à encadrer le secteur que ces cadres abandonnent. Il importe peu de savoir de quel côté les portes « tournent », le résultat est une relation étroite entre le régulateur et le réglementé⁵⁶⁸ :

« Moreover, even SEC commissioners and staff members as well as SRO regulatory personnel, who are without doubt dedicated people, may not always pursue fundamental reforms vigorously because they suffer from conflicts of interest. Given the constant movement

The Australian (Sydney), 25 juin 2007, p. 33; Istemi DEMIRAG et Justin O'BRIEN, « Conflicting and Conflating Interests in the Regulation and Governance of the Financial Markets in the United States », (2004) 15 *JCC* 111, 113; H. SALE, préc., note 5, 415.

⁵⁶⁵ Comme le rappelait Louis Brandeis, un des pères intellectuels du New Deal: « *Do not pin too much faith in legislation. Remedial institutions are apt to fall under control of the enemy and to become instrument of oppression. Seek for betterment within the broad lines of existing institutions. Do so by attacking evil in situ; and proceed from the individual to the general. Remember that progress is necessarily slow; that remedies are necessarily tentative; that because of varying conditions there must be much and constant enquiry into facts . . . and much experimentation; and that always and everywhere the intellectual, moral and spiritual development of those concerned will remain an essential-and the main factor-in real betterment* », propos cités dans Donald R. RICHBERG, « The Industrial Liberalism of Justice Brandeis », (1931) 31 no. 7 *Columbia Law Review* 1094, 1099. La fusion de la New York Stock Exchange avec la plateforme de négociation électronique Archipelago en 2005 illustre bien cette proximité. En effet, Goldman Sachs a agi à la fois comme conseiller financier de la NYSE, dont le PDG était un ancien de Goldman Sachs et à la fois comme conseiller d'Archipelago, dont elle était également actionnaire.

⁵⁶⁶ Julie BIRON, préc., note 94, pp. 42 et suiv.

⁵⁶⁷ David KOWALEWSKI, Thomas LEITKO et Robin LEONARD, « Revolving Doors, Corporate Performance, and Corruption of Markets », (1991) 18 *Crit. Sociol.* 93-108. Voir également Paul KRUGMAN, « The Madoff Economy », *The New York Times*, 19 décembre 2008, p. A-45.

⁵⁶⁸ Norman S. POSER, « Why the SEC Failed: Regulators Against Regulation », (2009) 3 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 289, 319-320.

*of individuals between the SEC and brokers-dealers, these regulators cannot be seen as being unaccommodating to the industry they regulate and that may be the source of their future employment ».*⁵⁶⁹

En somme, le rôle qu'auront à assumer les organismes de réglementation dans l'équation menant à un compromis efficace et équitable à la problématique des conflits d'intérêts chez les intermédiaires financiers nous apparaît crucial. La réglementation n'est pas suffisante. Elle doit s'accompagner d'une surveillance proactive et de sanctions réfléchies faisant en sorte que l'analyse coûts-bénéfices de l'exploitation des conflits d'intérêts soit renversée en faveur du traitement équitable du client.

On peut d'ailleurs se demander si la tendance des autorités de réglementation à conclure les poursuites qu'elles intentent par un règlement (généralement sans admission de responsabilité de la part de l'intermédiaire financier) ne s'éloigne pas du but que la mise en œuvre de la réglementation et ses sanctions corrélatives doit servir, soit la dissuasion générale d'enfreindre la loi⁵⁷⁰ et n'entache pas la crédibilité de celles-ci⁵⁷¹. Le professeur Condon soulève la question comme suit:

« While necessary for reasons of conserving enforcement resources, it does raise the issue of whether the use of settlements contributes to or derogates from the policy goals that enforcement is supposed to serve. For example, if one of the policy goals being sought is indeed deterrence, it is questionable whether this is achieved by a settlement outcome since the obvious implication is that the

⁵⁶⁹ R. BAHAR et L. THÉVENOZ, préc., note 360, 21.

⁵⁷⁰ Mary CONDON, « Your Money or Your Life? The Future of Litigation and Enforcement in Ontario Securities Litigation », dans Paul D. PATON (dir.), *Taking Stock, Challenge and Change in Securities Regulation*, Kingston, Queen's Annual Business Law Symposium, Faculty of Law, Queen's University, 2005, 222, 229. Voir également *Cartaway Resources Corp. (Re)*, [2004] 1 R.C.S. 672, 694.

⁵⁷¹ Keith MARQUIS, « 'Responsive' Securities Regulation: An Assessment of the Enforcement Practices of the Ontario Securities Commission », *Regulation Papers, Carleton University, School of Public Policy and Administration*, octobre 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1532366>] (15 avril 2010). Voir également C. FORD, préc., note 491, p. 40.

*enforcement staff is seeking a lesser sanction in a settlement than might otherwise be applicable in order to dispose of the matter ».*⁵⁷²

Récemment, dans *SEC v Bank of America Corporation*, le juge Rakoff qualifiait le règlement intervenu entre la SEC et la Bank of America dans un litige reprochant à cette dernière la non-divulgateion d'information matérielle à ses actionnaires, comme suit:

*« Its greatest defect is that it advocates very modest punitive, compensatory and remedial measures that are neither directed at the specific individuals responsible for the nondisclosures nor appear likely to have more than a very modest impact on corporate practices or victim compensation. While better than nothing, this is half-baked justice at best. »*⁵⁷³

Ceci met fin à notre examen des différents modes de contrôle de l'opportuniste des intermédiaires financiers. Celui-ci nous a, entre autres choses, permis de constater qu'à l'heure actuelle, une tendance s'est amorcée en matière de réglementation des conflits d'intérêts. Ainsi, on requiert de l'intermédiaire financier, non pas qu'il élimine ses conflits d'intérêts, mais qu'il les gère ou les traite. Conséquemment, nous nous intéresserons, dans les lignes qui suivent, à la notion de « traitement » des conflits d'intérêts, de même qu'à ses implications sur le plan pratique.

⁵⁷² M. CONDON, préc., note 570, 229.

⁵⁷³ *Securities and Exchange Commission v. Bank of America Corporation*, 09-cv-06829 et 10-cv-0215, U.S. District Court, Southern District of New York (Manhattan), [en ligne: <http://www.nysd.uscourts.gov/cases/show.php?db=special&id=108>] (15 avril 2010), p. 14. Il est à noter qu'en septembre 2009, le juge Rakoff avait refusé d'approuver un premier règlement entre la SEC et Bank of America au montant de 33 millions de dollars américains. Voir John C. COFFEE, « The End of Phony Deterrence? SEC v. Bank of America », *The New York Law Journal*, 17 septembre 2009 (Legal Trac): « Judge Rakoff's incisive opinion exposes a cozy, but 'cynical relationship between the parties' under which 'the S.E.C. gets to claim that it is exposing wrongdoing on the part of the Bank of America in a high-profile merger . . . [while] the Bank's management gets to claim that they have been coerced into an onerous settlement by overzealous regulator'. Such a settlement, he wrote, came not only at the expense of shareholders, 'but also of the truth'. »

B. LE TRAITEMENT DES CONFLITS D'INTERETS: UN APERÇU DES PRINCIPAUX MECANISMES

La prépondérance des principes réglementaires dont l'objectif est le traitement équitable des conflits d'intérêts découle du constat suivant : l'élimination complète de tous les conflits d'intérêts est virtuellement impossible. Le traitement implique alors une tentative de réaligner partiellement les intérêts en cause qui, sans éradiquer le conflit, est suffisante pour que les bénéfices associés à la tolérance du conflit en surpassent en apparence les coûts. Dans certaines circonstances cependant, cet alignement des intérêts est impraticable avec la conséquence que le conflit doit tout simplement être évité.

L'intermédiaire financier devra tout d'abord être en mesure d'identifier ses conflits, les évaluer selon des politiques et procédures de gestion des conflits⁵⁷⁴ et enfin, de façon relativement discrétionnaire, prendre une décision quant à la méthode de traitement appropriée. Trois méthodes sont généralement envisagées: (i) le contrôle par diverses mesures organisationnelles; (ii) la divulgation; et (iii) l'évitement.

1. Les mesures organisationnelles : le cas particulier de la muraille de Chine

*« Chinese walls are crucial part of the regulatory system for securities markets. They legitimise what would otherwise be unacceptable, conflicts of interests within integrated securities firms. »*⁵⁷⁵

De par sa dénomination même, l'expression « mesures organisationnelles » implique que l'institution doit concevoir ses structures internes de manière à contrôler efficacement les conflits. Cette conception se traduira par la mise en place d'une pluralité de mesures qui ont notamment trait à la formation des groupes de travail,

⁵⁷⁴ Il n'est pas suffisant d'adopter des procédures qui seront rangées dans un tiroir. Ces procédures et politiques doivent être constamment revues et réévaluées afin de déterminer si elles sont toujours efficaces et si nécessaire, modifiées.

⁵⁷⁵ A. BERG, « Chinese Walls Come Tumbling Down », (1991) 10 (10) *International Financial Law Review*, 23, 23. Voir aussi Ralph C. FERRARA, Herbert C. THOMAS et Donna NAGY, *Ferrara on Insider Trading and the Wall*, New York, Law Journal Seminars- Press, 1995, au paragraphe §9.02.

l'établissement des liens hiérarchiques, la gestion des documents, l'agencement des locaux, la mise sur pied d'une unité spéciale en charge des questions de conformité, l'élaboration de politiques et de procédures spécifiques⁵⁷⁶ de même que, dans une certaine mesure, l'établissement de politiques en matière de rémunération. Parmi ces mesures, la « muraille de Chine »⁵⁷⁷, comme méthode de contrôle⁵⁷⁸ des conflits d'intérêt fait figure de proue.

Au sujet de l'importance de ce mécanisme, le professeur McVea s'exprime d'ailleurs ainsi:

*« Indeed it may be no exaggeration to say that Chinese walls are the linchpin of the financial conglomerate regulatory system, since the operation of diversified institutions would be severely impeded if the Wall mechanism were not widely permitted. »*⁵⁷⁹

La muraille de Chine, constituant un élément incontournable de la gestion des conflits d'intérêts, nous nous proposons donc d'en tracer un portrait plus détaillé.

1.1 Définition

L'expression « muraille de Chine » est une métaphore utilisée pour désigner un ensemble effectif de principes, de règles, de procédures, de structures et d'autres moyens instaurés par une société et adaptés à la nature de son activité dans le but d'empêcher qu'une information qu'on la qualifie de sensible, confidentielle ou privilégiée, portée à la connaissance d'un de ses départements, divisions ou filiales ne soit communiquée, directement ou indirectement,

⁵⁷⁶ Ce qui peut inclure des codes de déontologie dont avons discutés précédemment. Voir *supra*, pp. 120-122.

⁵⁷⁷ On utilise également pour décrire ce type de structures les termes « barrière informationnelle », « muraille éthique » (*ethics wall*), « système de blocage d'informations » ou « écran déontologique ».

⁵⁷⁸ Mais attention, cette structure organisationnelle, comme le mentionnais le juge Jacobson dans l'affaire *Citigroup v. ASIC*, préc, note 100, 469, n'élimine pas les conflits d'intérêts, elle n'en est qu'une méthode de contrôle ou de gestion.

⁵⁷⁹ H. MCVEA, préc., note 364, 244.

intentionnellement ou de façon accidentelle, à un autre département, à une autre division ou à un autre membre du groupe⁵⁸⁰. En d'autres termes, elle a pour principal objectif de cloisonner les flux d'informations entre des secteurs d'activités clairement délimités afin d'empêcher une utilisation indue de ce type d'informations⁵⁸¹.

1.2. Les objectifs

L'établissement d'une muraille par une firme de services financiers vise donc deux objectifs. Premièrement, celle-ci constitue un moyen de prévenir effectivement la circulation d'informations au sein même d'une firme et, subsidiairement, elle pourra, dans une certaine mesure, constituer un moyen de défense⁵⁸² contre une éventuelle responsabilité pour opérations d'initiés (et, dans une mesure moins convaincante⁵⁸³, pour manquement à un devoir de loyauté envers ses clients)⁵⁸⁴.

À l'origine, la muraille de Chine (dont le nom fait référence à l'« infranchissable » mur qu'est la Grande Muraille de Chine) se présente comme une

⁵⁸⁰ Sébastien MIESSE, « Conflits d'intérêts et Chinese Walls au Sein des Intermédiaires Financiers », sous la supervision de Paul Nihoul, Université Catholique de Louvain, 2001, p. 22; N. S. POSER, préc., note 31, 93.

⁵⁸¹ La FINRA définit la muraille de Chine comme: «*A term used to describe procedures enforced within a securities firm that separate the firm's departments to restrict access to non-public, material information. The procedures help FINRA members avoid the illegal use "inside" information.*» Voir le glossaire contenu au site internet de la FINRA, [en ligne: <http://www.finra.org/Glossary/P010878>] (15 avril 2010).

⁵⁸² La muraille de Chine renverse la présomption générale selon laquelle l'information obtenue par une partie de l'entreprise doit être considérée comme connue de toute l'entreprise. Selon la doctrine de l'agence, la compagnie possède l'information que ses agents possèdent. Ceci dit, la firme, étant le principal, sera présumée connaître l'information que possède ses agents (ses gestionnaires). C'est pourquoi, en présence d'une muraille de Chine effective, on pourra soutenir à la non-connaissance de l'information par une division (comme par exemple, la division de négociation pour compte propre), alors qu'une autre division (par exemple, la division du conseil en fusions et acquisitions) est en possession de cette information.

⁵⁸³ Voir *infra*, p. 181.

⁵⁸⁴ N. S. POSER, préc., note 31, 93; Larry VARN, « The Multi-Service Securities Firm and The Chinese Wall: A New Look in the Light of the Federal Securities Code », (1984) 63 *NEB. L. Rev.* 197.

mesure préventive des opérations d'initiés⁵⁸⁵. La notion de cloisonnement d'information est apparue pour la première fois aux États-Unis dans un énoncé de politique⁵⁸⁶ élaboré par la firme Merrill Lynch dans le cadre d'un règlement avec la SEC, survenu dans le cadre d'une enquête concernant un délit d'initié⁵⁸⁷. Par la suite, il devint pratique courante pour les institutions financières d'établir (sur une base volontaire) une muraille de Chine afin d'éviter d'être visées par une enquête de la SEC. Le recours à cette procédure fut d'ailleurs reconnu formellement en 1980, année où la SEC a adopté une règle s'attaquant au problème des opérations d'initiés dans le cadre des offres publiques d'achat⁵⁸⁸. Un peu plus tard, en 1988, l'établissement de murailles de Chine par les firmes de courtage fut prescrit par l'article 15(f) de la Loi de 1934 qui requiert des courtiers inscrits aux États-Unis de maintenir des procédures afin de prévenir l'utilisation abusive d'information privilégiée⁵⁸⁹. En plus de d'imposer l'érection de murailles de Chine à une fin prophylactique, la législation américaine, prévoit que de telles mesures sont également susceptibles, dans certaines circonstances, de constituer pour une firme (et non pour une personne physique) un moyen de défense à une accusation de délit d'initié⁵⁹⁰.

⁵⁸⁵ Christopher GORMAN, « Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Brokers-Dealers ? », (2003-2004) 9 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 475, 475 ; N. S. POSER, préc., note 31, 103.

⁵⁸⁶ Dans cette affaire, la SEC a convenu un règlement avec la firme Merrill Lynch, règlement par lequel cette dernière a accepté d'adopter un énoncé de politique qui: « *prohibits disclosure by any member of the Underwriting Division of material information obtained from one corporation in connection with the consideration or negotiation of a public or private offering and which has not been disclosed by the corporation to the investing public [...]* ». Voir *In re Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith Inc.*, 43 S.E.C. 933, 938 (1968); H. MCVEA, préc., note 364, 257.

⁵⁸⁷ C.E. MENDEZ-PENATE, « The Bank 'Chinese Wall': Resolving and Contending With Conflicts of Duties », (1976) 93 *Ban. L. J.* 674; N. S. POSER, préc., note 31, 105-106.

⁵⁸⁸ Voir la Règle 14 e-3 de la SEC, codifiée à 17 C.F.R. § 240.14-e3. Voir également Arthur B. LABY, « Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships », (2004-2005) 54 *American University Law Review* 75, 140

⁵⁸⁹ L'article 15 (f) de la Loi de 1934, préc., note 34 et l'article 204A du *Investment Advisers Act of 1940*, préc., note 34.

⁵⁹⁰ Voir l'article 21A (b)(1)(B) de la Loi de 1934, préc., note 34 et la Rule 14e-3 (b) de la SEC - *Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers*, codifiée à 17 C.F.R. § 240.14-e3. Fait intéressant, lors de l'adoption de la Règle 14e-3, la SEC avait clairement déclaré, à propos des activités d'arbitrage et de négociation pour compte propre, qu'elle contrôlerait ces activités plus étroitement même dans les cas où une muraille de Chine et autres dispositifs de contrôle de l'information étaient présentés comme moyen de défense: « *One such practices that the Commission expects to*

Au Canada, l'érection d'une muraille de Chine n'est pas obligatoire de façon générale⁵⁹¹. Or, en pratique, cette mesure est bien établie dans toutes les grandes firmes de services financiers⁵⁹². De plus, en vertu de la réglementation ontarienne sur les valeurs mobilières, elle peut contribuer à la défense d'une firme accusée d'un délit d'initié. En effet, le paragraphe (3) de l'article 175 du *Règlement sur les valeurs mobilières* (Ontario)⁵⁹³ prévoit que l'existence de procédures et politiques visant à restreindre la transmission d'information privilégiée à l'intérieur d'une firme constitue un élément pertinent⁵⁹⁴ à considérer afin de déterminer si la ou les personnes impliquées dans une opération d'initié avaient une connaissance réelle des informations en cause. La politique ontarienne 33-601 - *Guidelines for Policies and Procedures Concerning Inside Information*⁵⁹⁵ de la CVMO fournit aux sociétés inscrites certaines indications relatives au développement, mise en application et au maintien de politiques raisonnables, des procédures et d'arrangements

continue is the practice that a broker dealer does not trade for its own account, such as arbitrage trading and other proprietary activities, when the broker dealer possess material non public information relating to a tender offer. In the Commission's view, the burden of proof with respect to the knowledge and the effectiveness of the policies and procedures would be more difficult to sustain if the purchases at issue involve such activities ». Voir U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Tender Offer Fraud Rule*, Exchange Act Release No. 17120, [1980 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 82,646 à 83,461 (4 septembre 1980). Voir également C. GORMAN, préc., note 585, 487.

⁵⁹¹ Par contre la Règle 3400 de l'OCRCVM l'impose relativement aux activités de recherche.

⁵⁹² Voir *Transpacific Sales Ltd. (Trustee for) v. Sprott Securities Ltd.*, [2001] O.J. No. 597, par. 92 (QL/LN): « *it appears that the existence and utilization of the 'Chinese wall' concept is widespread in the securities industry* ».

⁵⁹³ Règlement 1015 des R.R.O. de 1990.

⁵⁹⁴ Au Canada, la mise en place d'une muraille de Chine ne constitue pas en elle-même un moyen de défense à une accusation de délit d'initié, mais pourra faciliter la preuve de l'absence de connaissance des informations privilégiées. La CVMO mentionne dans cette politique que le choix et la mise en pratique des politiques et des procédures appropriées demeure à la discrétion de chacune des sociétés inscrites. L'absence de telles politiques en place au sein d'une société, en soi, n'équivaut pas forcément à dire que la société n'a pas pris de précaution raisonnable pour prévenir des contraventions à l'article 76 de la LVMO. Réciproquement, l'adoption de toutes les politiques et procédures contenues dans la politique 31-601 ne fournira pas l'assurance que des telles précautions raisonnables ont été prises.

⁵⁹⁵ ONTARIO SECURITIES COMMISSION, POLICY 33-601 - *Guidelines for Policies and Procedures Concerning Inside Information*, [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_pol_19980130_33-601_n.jsp] (15 avril 2010).

organisationnels visant à contrôler la circulation de l'information et à s'assurer qu'elles ne contreviennent pas aux dispositions relatives aux opérations d'initiés.

Plus récemment, au Canada, on lui a attribué, par l'adoption du Règlement 31-103, le statut officiel de méthode de traitement des conflits d'intérêts. Ainsi, le contrôle d'un conflit d'intérêts peut, entre autres, être effectué en : « *[bloquant] certaines communications internes en mettant des obstacles à l'information* »⁵⁹⁶. L'Instruction générale 31-103 fait également mention que : « *[d]es obstacles rigoureux à l'information peuvent aider la société inscrite à contrôler ces types de conflits d'intérêts* »⁵⁹⁷. De même, la Règle 3400 – *Restrictions et Informations à Fournir Relative à la Recherche* de l'OCRCVM requiert des courtiers membres l'établissement de politiques et procédures raisonnablement conçues en vue d'interdire « toute opération sur un titre fondée sur la connaissance ou l'anticipation de la diffusion d'un rapport de recherche, d'une nouvelle recommandation ou d'une modification de recommandation concernant un titre dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle ait un effet sur le cours du titre »⁵⁹⁸. Chaque courtier membre de l'OCRCVM doit avoir des politiques et des procédures en vue d'empêcher raisonnablement que les recommandations contenues dans les rapports de recherche ne soient influencées par le service de banque d'investissement ou par l'émetteur⁵⁹⁹. La législation américaine portant sur les activités de recherche est sensiblement au même effet⁶⁰⁰ et tente de minimiser les conflits d'intérêts affectant le travail des analystes financiers en isolant les activités de recherche de celles de la banque

⁵⁹⁶ Paragraphe 6.4.1 de l'Instruction générale 31-103, préc., note 32.

⁵⁹⁷ *Id.*, paragraphe 6.4.2.

⁵⁹⁸ Paragraphe 7 de la Règle 3400 de l'OCRCVM – *Restrictions et Informations à Fournir Relative à la Recherche*, [en ligne : <http://iirc.knotia.ca/Knowledge/View/Document.cfm?Ktype=445&linkType=toc&dbID=201002341&tocID=833>] (15 avril 2010).

⁵⁹⁹ Paragraphe 11 de la Règle 3400 – *Restrictions et Informations à Fournir Relative à la Recherche*, préc., note 598. Les courtiers membres doivent notamment établir des systèmes visant à contrôler l'échange d'information entre les analystes et le service de banque d'investissement au sujet des émetteurs qui font l'objet de rapports de recherche courants ou à venir et à consigner en dossier cet échange d'information.

⁶⁰⁰ Voir NASD Rule 2711 – *Research Analysts and Research Reports*, [en ligne : http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3675] (25 avril 2010) et NYSE Rule 472 – *Communications With The Public*, [en ligne : http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6575].

d'investissement⁶⁰¹. Parallèlement, l'OICV reconnaît l'utilité des barrières informationnelles notamment pour (i) limiter les conflits d'intérêts potentiels des analystes (œuvrant du côté de la vente) reliés aux relations d'affaires de la firme qui les emploie⁶⁰²; et (ii) gérer les flux d'informations et les conflits d'intérêts qui peuvent possiblement survenir à l'occasion de placements de valeurs mobilières⁶⁰³.

1.3 Éléments de la muraille de Chine

Les procédures qui constituent la « muraille de Chine » prévoient l'organisation matérielle conduisant à la séparation des différentes activités susceptibles de générer des conflits d'intérêts. Il ne s'agit pas d'opérer une séparation en confiant ces activités à des entités juridiquement distinctes. La séparation des activités implique plutôt la mise en place de barrières matérielles ou techniques entre les différentes activités de la banque d'investissement qui peuvent se concrétiser par⁶⁰⁴:

- ⇒ la séparation physique des différents départements ou activités (occupation d'immeubles ou d'étage différents, localisation des activités dans plusieurs villes);
- ⇒ la restriction de l'accès physique des personnes à un bâtiment (carte d'accès, mot de passe, etc.);
- ⇒ la tenue de fichiers et bases de données séparés de même que l'imposition de restrictions à l'accès aux documents et à la copie de ceux-ci;
- ⇒ la restriction et la protection de l'accès aux données et réseaux informatiques (gestion des accès par un administrateur de réseau, mise en place de règles d'accès, mot de passe, etc.);

⁶⁰¹ Voir *supra*, pp. 98-100.

⁶⁰² ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Report on Analyst's Conflicts of Interest*, septembre 2003, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf>] (16 avril 2010).

⁶⁰³ Notamment durant: (i) la période où le mandat relatif au placement est évalué par la banque d'investissement et par l'émetteur potentiel; (ii) la période de vérification diligente et de rédaction du prospectus; et (iii) la période de détermination du prix d'émission. Voir ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, préc., note 243, p. 11.

⁶⁰⁴ Voir *Prince Jefri Bolkiah v. K.P.M.G.*, [1999] 1 All ER 517.

⇒ l'engagement signé personnellement par les employés de respecter les mesures de confidentialité établies par la muraille de Chine.

Afin que de telles procédures et structures soient efficaces, elles doivent cependant s'accompagner d'une formation adéquate et continue des employés de la banque relativement aux obligations qui leur incombent⁶⁰⁵. À cette fin, il est impératif que les principes, règles et procédures mis en œuvre pour assurer l'efficacité de la muraille de Chine soient consignés par écrit dans un document mis à la disposition des employés. Ce document, en plus d'identifier les multiples possibilités de conflits d'intérêts pouvant émaner des activités de la banque, devrait établir des procédures strictes et soigneusement définies relatives aux situations où la muraille peut être traversée⁶⁰⁶ et faire l'objet d'une mise à jour périodique. Enfin, la muraille devrait être supervisée par un gestionnaire de la conformité⁶⁰⁷ et des sanctions disciplinaires imposées en cas de transgression non autorisée de celle-ci⁶⁰⁸. Dans l'affaire *Prince Jefri Bolkiah v. KPMG*⁶⁰⁹, la Chambre des Lords britannique, se penchant sur une muraille de Chine établie au sein d'une firme comptable, déclarait que, pour être efficace, un écran déontologique doit faire partie de la structure institutionnelle du cabinet⁶¹⁰.

⁶⁰⁵ Voir *ASIC v. Citigroup*, préc., note 100, 485: « *Adequate arrangements require more than a raft of written policies and procedures. They require a thorough understanding of the procedures by all employees and a willingness and ability to apply them to a host of possible conflicts.* »

⁶⁰⁶ Charles HOLLANDER Q.C. et Simon SALZEDO, *Conflicts of Interest & Chinese Walls*, London, Thomson: Sweet & Maxwell, 2004, p. 131. Voir également ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, préc., note 243, p. 11; Harry MCVEA, *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*, Oxford, Clarendon Press, 1993, p. 128.

⁶⁰⁷ *Id.*

⁶⁰⁸ Voir *Newman v Phillips Fox*, (1999) 21 W.A.R. 309.

⁶⁰⁹ Préc., note 604.

⁶¹⁰ *Id.*, 530.

1.4 Types de murailles

1.4.1 La muraille imperméable ou simple

La muraille imperméable ou, comme certains la surnomment en anglais, le « *naked Chinese wall* », comme son nom l'évoque, bloque totalement et sans exception le flux d'informations entre les différents services ou divisions d'une même firme. Bien que cette méthode s'avère une méthode efficace pour prévenir les opérations d'initiés, elle n'est pas suffisante pour dégager la responsabilité de la firme face à une accusation de violation d'une obligation de loyauté, comme l'a démontré la décision américaine *Slade v. Shearson, Hammill & Co.*⁶¹¹. Dans cette affaire, un courtier avait recommandé à ses clients de détails les titres de Tidal Marine, alors que la division de banque d'investissement de Shearson, Hammill & Co. (ci-après, « **Shearson** ») possédait de l'information pouvant affecter négativement le cours des titres de Tidal. Puisqu'une muraille de Chine empêchait cette information d'être portée à la connaissance des courtiers au détail, ceux-ci poursuivirent leurs recommandations d'achat. Un des clients de Shearson intenta une action contre Shearson en arguant que cette dernière avait l'obligation de ne pas recommander les titres de Tidal⁶¹². Le juge de la cour de district de New York, reconnaissant qu'il serait excessivement « *difficult for any brokerage firm to function as an investment banker for a company and the same time as a broker-dealer in the company's securities* », rejeta l'argument de Shearson à l'effet que l'existence d'une muraille de Chine puisse constituer un moyen de défense à cette accusation. Il ajouta:

« Defendant Shearson is no doubt troubled by the realization that among the consequences of applying the rule enunciated in Texas Gulf Sulphur to transactions

⁶¹¹ 1974 U.S. Dist. LEXIS 13000 (QL/LN). Cette cause fut subséquemment réglée hors cours.

⁶¹² Le demandeur fondait entre autres ses prétentions sur l'affaire *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) où le tribunal avait déclaré, à la page 848, que: « *anyone in possession of material inside information must either disclose it to the investing public, or, if he is disabled from disclosing it in order to protect a corporate confidence, or he chooses not to do so, must abstain from trading in or recommending the securities concerned while such inside information remains undisclosed.* »

such as the one here at issue is that an investment banker/broker-dealer who possesses adverse inside information about a security in which it is dealing is disadvantaged vis-a-vis other broker-dealers who do not possess such information, and hence are not disabled from soliciting purchasers. It must be remembered, however, that Shearson voluntarily entered into a fiduciary relationship with Tidal Marine, as a consequence of which it received confidential information. Shearson also voluntarily entered into fiduciary relationships with its customers. It cannot recognize its duty to the former while ignoring its obligation to the latter. Having assumed fiduciary responsibilities, Shearson is required to incur whatever commercial disadvantage fulfillment of those obligations entails. »⁶¹³

1.4.2 La muraille « renforcée »

Bien que le deuxième circuit ait renvoyé l'affaire Slade, sans se prononcer sur l'issue du litige et que les parties en soient subséquemment arrivées à un règlement, la SEC a exprimé sa position relative à la problématique créée par la muraille imperméable dans un bref *amicus curiae*. Elle préconisait alors le recours à une liste restrictive comme mesure renforçant la muraille de Chine⁶¹⁴. C'est ainsi que la muraille « renforcée » a vu le jour. Ce second type de muraille, tout comme la muraille imperméable, vise à restreindre la circulation de toute information au sein d'un fournisseur de services financiers⁶¹⁵. Toutefois, elle implique une étape supplémentaire, soit la création d'une « liste restrictive ». En pratique, cela signifie que lorsque qu'un intermédiaire entame une relation avec un émetteur et qu'il est susceptible d'obtenir des informations privilégiées à son sujet, il doit immédiatement

⁶¹³ *Id.*, par. 6.

⁶¹⁴ Voir le mémoire de la SEC en tant qu'*amicus curiae*, aux pages 11 et 12. La SEC fit par contre une mise en garde: « *placing a security on such a list must be effected in a manner which avoids disclosure as to whether any material information possessed by the firm is in accordance with or contrary to the recommendation. Ideally an issuer's security would be placed on such a list whenever the bank began a relationship with an issuer likely to result in the disclosure of inside information.* » Voir aussi *Nelsen v. Craig-Hallum, Inc.*, 1989 U.S. Dist. LEXIS 11339 (QL/LN).

⁶¹⁵ Martin LIPTON et Robert B. MAZUR, « The Chinese Wall Solution to the Conflict Problems of Securities Firms », (1975) 50 *N.Y.U.L. Rev.* 459.

inscrire cet émetteur sur une liste restrictive et, en conséquence, les titres de ce dernier ne pourront être négociés ni recommandés par les autres secteurs d'activités de la firme. Cette pratique aurait notamment permis d'éviter une situation comme il s'est produit dans l'affaire Citigroup où, le *trader* fautif, ignorant l'implication de Citigroup pour la compagnie-cible dans une transaction de prise de contrôle, a acheté des titres de cette compagnie⁶¹⁶. Elle n'est cependant pas exempte de toute critique. Par exemple, on peut s'interroger sur le moment où il devient opportun de placer les titres d'un émetteur sur une liste restrictive. Certains affirment que l'ajout d'une société sur une liste restrictive risque fort bien d'alimenter les rumeurs et soupçons au sein des départements «non informés» et ainsi favoriser les opérations d'initiés⁶¹⁷. Au surplus, cette mesure n'est pas sans soulever de nombreuses difficultés d'applications. Parmi celles-ci : à quel moment le courtier doit-il informer son client du fait qu'il ne peut émettre de recommandation sur certains titres, ceux-ci apparaissant sur la liste restrictive de la firme? Doit-il l'en informer à chaque fois qu'une société s'ajoute sur la liste ou doit-il simplement lui divulguer le fait que la firme possède une liste restrictive qui contient les noms des émetteurs avec qui la firme entretient une relation confidentielle? Qu'en est-il si le client possède déjà des titres d'un de ces émetteurs? Dans un autre ordre d'idées, est-ce que la muraille renforcée s'avère nécessaire lorsque la firme agit comme teneur de marché ou arbitragiste? Qu'en est-il lorsque cette dernière transige pour son propre compte ou agit comme gestionnaire de fonds?

⁶¹⁶ *Citigroup v. ASIC*, précitée, note 100.

⁶¹⁷ En parlant de la liste restrictive, Gorman écrit: « *These attempts at improving Chinese walls ultimately have proved ineffective and simply perpetuate their disadvantages.* » Voir N. C. GORMAN, préc., note 585, 475.

1.5 Critique des murailles de Chine

*« Chinese walls, however high, are always likely to fall at the first assault from deal-hungry bankers. It would be wiser for investors and issuers always to act on the assumption that conflicts exist. »*⁶¹⁸

Est-ce que le mécanisme de la muraille de Chine fournit un équilibre acceptable entre les principes concurrents d'équité et d'efficience dont nous avons discuté précédemment? Parvient-il véritablement à concilier les intérêts des clients des institutions financières et des investisseurs? Selon plusieurs commentateurs, les murailles de Chine sont trop souvent « poreuses »⁶¹⁹ et rien de plus qu'une fiction implantée aux fins de se prémunir contre une éventuelle responsabilité pour abus de marché⁶²⁰. Quiconque connaît la nature humaine peut effectivement se permettre de douter de leur efficacité⁶²¹. En effet, comme elles impliquent un exercice fondée presque exclusivement sur l'autodiscipline⁶²², leur succès dépend entièrement du niveau d'intégrité des personnes impliquées⁶²³. Or, durant les périodes de prospérité économique où l'attrait de l'enrichissement à court terme l'emporte fréquemment sur le respect de l'éthique, la tentation de faire fi de la muraille de Chine sera

⁶¹⁸ « Redesign flaws », (2002) *The Economist*, vol. 365, tirage 8299, 16 novembre 2002, p. 11.

⁶¹⁹ Dans une étude réalisée par le professeur Hasan Nejat Seyhun, ce dernier conclut comme suit: « *My findings suggest that all clients of securities firms should start with the assumption that the Chinese Walls are porous and monitor security prices and trading activities of the securities firms for potential leakage.* » Voir Hasan Nejat SEYHUN, « Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms », (2007-2008) 4 *J.L. Econ. & Pol'y* 369, 387. Voir également J. E. FISCH et H. A. SALE, préc., note 337, 1095.

⁶²⁰ N. S. POSER, préc., note 31, 93.

⁶²¹ Voir propos tenus par le Sénateur William Proxmire à l'occasion d'une audition devant le comité du Sénat sur les affaires bancaires: « *[i]n case after case after case [involving insider trading], the Chinese wall is a phony, it's a fake, it doesn't work, there is too much temptation* ». Voir UNITED STATES. CONGRESS. SENATE. COMMITTEE ON BANKING, HOUSING, AND URBAN AFFAIRS, *Improper activities in the securities industry : hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, United States Senate, One hundredth Congress, first session, Wahsington D.C., 1987.

⁶²² La muraille de Chine représente une situation de pure auto-régulation.

⁶²³ N. POSER, préc., note 31, 130. John H. Gutfreud, alors président du conseil de la firme Salomon Brothers, a décrit le concept de la muraille de Chine comme: « *a very difficult concept [that] still depend[s] on the ethics of the persons who run the business* ». Voir James STERNGOLD, « Wall Street is Facing Reappraisal », *The New York Times*, 2 mars 1987, à D1, col 6. Au Royaume-Uni, le président du conseil de la firme James Capel & Co se montra encore plus cynique en s'exprimant ainsi: « *Anyone who believes in Chinese walls in the secondary markets believes in fairies.* » Voir entrevue de Peter Quinnen, président de James Capel & Co., 25 février 1987, propos cités dans N. S. POSER, préc., note 31, 131.

omniprésente. Conséquemment, la mise en place de telles structures parvient mieux à prévenir la transmission accidentelle d'informations privilégiées qu'à en prévenir la divulgation délibérée⁶²⁴.

Sur le plan pratique, la gestion efficace d'une muraille de Chine présente certains défis et soulève plusieurs questions. Par exemple, les multiples activités exercées au sein d'un même conglomérat peuvent requérir la mise en place d'un nombre important de murailles⁶²⁵. À cet effet, le professeur Poser est éloquent:

*« A large multi-service firm has so many sources of material, non-public information that an interlocking network of walls would be necessary – in effect an entire Chinese city – to be reasonably sure that all of this information remains pent-up in the department in which it belongs. A modern securities firm would have to isolate its underwriting, corporate finance, and mergers and acquisitions departments not only from each other, but also from the firm's trading, over-the-counter market making, arbitrage, institutional sales, retail brokerage, investment advisory, individual account management, fund management, and research departments. Besides being fearfully complicated, the system would be difficult and expensive to police. »*⁶²⁶

⁶²⁴ C. GORMAN, préc., note 585, 491. Au Canada, l'affaire Andrew Rankin constitue un excellent exemple de la facilité avec laquelle l'information peut circuler. Voir *R v. Rankin*, [2005] O.J. No. 3202 (QL/LN), aux paragraphes 193 et 194: « *In such an establishment particularly one as relatively small as [Dominion Securities], trying to learn about all the deals coming in and their status would be natural. Can anyone really accept that only those on the deal teams would know what was going on? It is the antithesis of that environment and the type of individuals it attracted. I had to suppress a chuckle each time a [Dominion Securities] witness advised that what was discussed over pizza during long working nights by junior staff was only personal and social business. I dismiss without reservation the idea that material information was not freeflowing among staff within the M & A group of Dominion Securities* ».

⁶²⁵ Ralph Ferrara, ancien avocat-principal de la SEC déclarait: « *[t]here is only one Great Wall of China... Regrettably, when you attempt to transport the phrase to fit the needs of brokers-dealers, it doesn't fit. There are very few multi-services financial institutions that have come to grips with the problem* », propos cités dans John FEINBERG, « Wall Street Investigates Its Chinese Walls », *Investment Dealers' Digest*, 18 mai 1987, p. 22.

⁶²⁶ Norman S. POSER, « Conflicts of Interest within Securities Firms », (1990) 16 *Brooklyn Journal of International Law* 111, 114-115.

Autre aspect significatif: où la muraille doit-elle s'arrêter? D'un point de vue opérationnel, les hauts-dirigeants d'une firme doivent être en mesure d'accéder à toute l'information concernant les opérations de celle-ci et ainsi en posséder une vue d'ensemble⁶²⁷. Or, plus on compte de personnes qui possèdent cette vue d'ensemble, plus l'efficacité de la muraille en sera réduite. Dans cette optique, comment croire sérieusement que la situation d'un client d'une institution financière puisse être gérée de manière indépendante par le département de banque d'affaires d'un côté, l'activité de crédit de l'autre, ne serait-ce que pour permettre une évaluation correcte des risques? De plus, en isolant les qualifications et la connaissance disponibles au sein d'une société, la muraille de Chine peut diminuer la capacité de l'entreprise à fournir des services de qualité à ses clients. On peut également se demander dans quelles circonstances la muraille peut et/ou doit être traversée? En effet, l'imperméabilité de celle-ci pourra dans certaines circonstances emporter des conséquences indésirables. À titre d'illustration, en 2001, le comportement de la Deutsche Bank avait soulevé l'indignation dans la presse financière. En effet, le département de recherche de l'institution financière avait émis une recommandation d'achat pour les titres de Telekom. Le lendemain, le groupe de négociation pour compte propre vendait un bloc important d'actions de cette société et le cours du titre de Telekom chuta⁶²⁸. Rappelons qu'une situation semblable s'est produite dans l'affaire Citigroup.

Le cloisonnement accompli par une muraille de Chine peut donc avoir pour effet d'amplifier plutôt que de réduire la problématique du conflit d'intérêts. En effet, la muraille retient l'information qui pourrait être employée au bénéfice d'autres clients

⁶²⁷ L'affaire *Pezim c. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557, 604, illustre les difficultés que peut présenter une muraille de Chine trop « haute ». Dans cette affaire, la muraille de Chine avait empêché que les gestionnaires soient mis au courant d'un changement important dans les affaires de la société, changement qui n'avait pas été divulgué en contravention de la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique. La Cour suprême du Canada jugea que, préalablement à toute opération sur valeurs mobilières, les hauts-dirigeants ont une obligation positive de s'enquérir de tout changement important. Si la muraille de Chine établie a permis d'empêcher que les gestionnaires soient mis au courant, elle ne les a pas pour autant libérés de cette obligation de s'enquérir.

⁶²⁸ Voir Klaus J. HOPT, « Takeovers, Secrecy and Conflicts of Interest », dans Jennifer PAYNE (dir.), *Takeovers in English and German Law*, Portland, OR, Hart Publishing, 2002, 33, 57.

de la firme qui s'attendent légitimement à ce que leurs courtiers agissent dans leur meilleur intérêt. Par exemple, les preneurs fermes peuvent posséder de l'information qui risque d'affecter négativement le cours des titres d'une société, information qui, en raison de la muraille, ne peut être communiquée aux courtiers de détail et aux gestionnaires de fonds. Ainsi, les conseils et décisions d'investissement de ces derniers ne représenteront pas toute l'information que possède la firme. Même en présence d'une liste restrictive qui tempère cette situation en évitant que ces derniers recommandent les titres de ladite société, ces courtiers devront tout de même demeurer silencieux si un client souhaite faire l'achat de ces titres. De plus, même si la muraille de Chine prévient effectivement la circulation d'information à travers la firme, elle ne met pas un terme au conflit et certains auteurs, dont le professeur Tuch, estiment, qu'à elle seule, elle ne peut protéger la firme contre une violation de l'obligation de loyauté envers ses divers clients. Ce dernier écrit:

*« In responding to conflicts such as these, there can be no assurance that the existence in investment banks of structural measures such as Chinese walls alone would as a matter of legal principle prevent the breach of a duty to avoid conflicts of interest. »*⁶²⁹

D'ailleurs sur cette question, la *UK Law Commission* a émis des réserves quant à la compatibilité entre la muraille de Chine et le respect du devoir fiduciaire, lorsque le client n'est pas clairement informé du fait que l'intermédiaire exerce ses activités en présence de murailles⁶³⁰.

Dans un tout autre ordre d'idées, la logique de mise en place de la muraille de Chine se heurte à celle de la réalisation des « sacro-saintes » synergies entre les différentes fonctions exercées au sein des groupes financiers multicapitaires. Rappelons que ce sont les législateurs qui, par leurs efforts de décloisonnement du secteur financier, ont été les catalyseurs de la prolifération de ce type de firmes. Or,

⁶²⁹ A. TUCH, préc., note 110, 510.

⁶³⁰ UNITED KINGDOM, LAW COMMISSION, *Fiduciary Duties and Regulatory Rules*, Report No. 236, p. 49.

l'imposition d'une étanchéité entre les diverses fonctions exercées par ces firmes semble, à notre avis, contradictoire aux objectifs mêmes de la conglomération.

Comme l'exprime Kruithof:

*« And last but not least, one can wonder whether a truly effective Chinese Wall would not in effect undo the advantages of conglomeration can bring ».*⁶³¹

En effet, lorsqu'une firme opérant sous une structure conglomérée ne peut transmettre l'information qu'elle détient au sein de ses divers départements, plusieurs avantages de cette structure sont perdus ou fortement réduits. Ces avantages incluent des économies d'échelle et de portée, les opportunités de pensée collective, etc. Les détracteurs des murailles de Chine soutiennent que, dans cette perspective, ces dernières sont extrêmement inefficaces. Au surplus, puisque le propre de la muraille réside dans le contrôle des flux d'informations à l'intérieur d'une organisation donnée, on peut affirmer qu'elle n'est appropriée que pour le traitement des conflits d'intérêts de nature organisationnelle, c'est-à-dire, comme nous l'avons vu précédemment, ceux qui sont causés par la multiplication des activités au sein d'une même institution⁶³²:

*« Chinese walls might be effective in avoiding that an institution uses one client's privileged information against the interests of that client to further the interests of another client or itself, but these cases only represent a very small fraction of the conflicts problems financial institutions face. »*⁶³³

Entre autres, l'isolement des activités de recherche des autres activités de la banque d'investissement provoque un certain scepticisme. Il nous apparaît tout à fait légitime pour l'émetteur-client de la banque d'investissement de s'attendre, à tort ou à raison, à ce que les analystes oeuvrant au sein de celle-ci n'émettent pas de

⁶³¹ M. KRUIHOF, préc., note 249, 324.

⁶³² Par exemple, la muraille ne serait pas une méthode de gestion appropriée en ce qui concerne le conflit relatif à la sous-évaluation initiale qui constitue un conflit individuel.

⁶³³ M. KRUIHOF, préc., note 249, 323.

recommandation négative au sujet de ses titres. Bien qu'en vertu des nouvelles règles relatives aux activités de recherche, la rémunération de l'analyste ne puisse désormais plus être tributaire des revenus provenant des activités de la banque d'investissement, comment peut-on réellement croire que ce dernier sera apte à faire fi de cette réalité? L'adage voulant qu'on ne morde pas la main qui nous nourrit prend ici tout son sens. Les propos à cet égard, tenus sous le couvert de l'anonymat par un analyste à l'emploi d'une grande banque américaine sont instructifs:

*« No one is explicitly saying anything to you as an analyst, but if you're helping to bring in a banking deal, everyone knows it and your bonus will reflect it, and your job will be secure. That's the way it goes, that's what pays the bills. Banks have put in new Chinese wall restrictions, but at the end of the day, it's still going to be hard for analysts to say something negative about a banking client. »*⁶³⁴

En définitive, bien que certains commentateurs voient en la muraille de Chine représente un compromis satisfaisant entre les principes concurrents d'équité et d'efficience des marchés⁶³⁵, nous constatons que ce mécanisme, comme méthode de première ligne de traitement des conflits d'intérêts, constitue une solution imparfaite. En plus de réduire considérablement les bénéfices associés à la conglomération, des bénéfices qui découlent des synergies créées par la libre circulation et le partage de l'information, l'établissement de la muraille de Chine ne parvient vraisemblablement pas, pour les raisons évoquées précédemment, à prévenir ce dont elle est censée prévenir⁶³⁶. À la lumière de ce qui précède, nous estimons que ses coûts sont disproportionnés par rapport aux bénéfices qu'elle produit. Ceci nous amène donc à nous pencher sur le statut de la divulgation comme seconde méthode de traitement des conflits d'intérêts.

⁶³⁴ Christopher O'LEARY, « Cracks in the Chinese Wall: Four years after SEC settlement, is Wall Street research withering in the shadows? », *Investment Dealer's Digests*, 5 mars 2007, 19, 20.

⁶³⁵ Voir, entre autres, M. LIPTON et R. B. MAZUR, préc., note 615, 459.

⁶³⁶ Sans négliger le fait que, dans certaines circonstances, la muraille de Chine ne permet pas, à elle seule, à l'intermédiaire de s'acquiescer de son obligation de loyauté.

2. La divulgation

« *Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policemen.* »⁶³⁷

Le droit canadien et américain des valeurs mobilières confère à la notion de transparence un rôle central en matière de protection des investisseurs⁶³⁸. L'information est la matière première qui leur permet de prendre des décisions d'investissement et de désinvestissement, de contrôler l'efficacité avec laquelle les dirigeants gèrent leur patrimoine et de protéger leurs propres intérêts⁶³⁹. De façon similaire, la *common law*, comme nous en avons discuté en première partie de ce mémoire, fait également de la divulgation des conflits d'intérêts un élément important du devoir fiduciaire. En effet, le principe général veut que le fiduciaire, confronté à un conflit d'intérêts, doive en informer pleinement le bénéficiaire et obtenir son consentement informé. Dans la négative, il doit alors s'abstenir d'agir au nom du bénéficiaire⁶⁴⁰.

Puisqu'on la considère comme un instrument flexible, la divulgation constitue conséquemment une réponse répandue aux conflits d'intérêts. En effet, la plupart des solutions proposées incluent la divulgation comme élément-clé⁶⁴¹. Ceci s'explique en

⁶³⁷ Louis D. BRANDEIS, *Other People's Money*, National Home Library Foundation, 1933, p. 62.

⁶³⁸ Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISCHER, « Mandatory Disclosure and the Protection of Investors », (1984) 70 *Virginia Law Review*, 669, 670. Voir également Paul MAHONEY, « Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems », (1995) 62 *U. Chi. L. Rev.* 1047, 1051; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 147, pp. 560 - 563; F. MISHKIN, préc., note 155, 229.

⁶³⁹ Simon C. Y. WONG, « A Call to Reform US Disclosure-Based Regulation », *Northwestern University School of Law; Governance for Owners, Northwestern Law & Econ Research Paper No. 10-07*, février 2010, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1556542], (16 avril 2010), p. 78.

⁶⁴⁰ Il s'agit du principe du droit fiduciaire que l'on appelle « *disclose or abstain* ». Voir M. KRUIHOF, préc., note 249, 325.

⁶⁴¹ Sur la question de l'efficacité de la divulgation en général, voir Archon FUNG, David WEIL, Mary GRAHAM et Elena FAGOTTO, *The Political Economy of Transparency: What Makes Disclosure Policies Effective?*, Ash Institute for Democratic Governance and Innovation, John Kennedy School of Management, Harvard University, Working Paper OP-03-04, décembre 2004, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=766287] (16 avril 2010); Archon FUNG, Mary GRAHAM et David WEIL, *Full*

grande partie par le fait qu'elle ne perturbe que très minimalement le *statu quo*⁶⁴². En effet, cette méthode se veut beaucoup moins intrusive que certaines autres. Conséquemment, le professionnel financier n'a pas à mettre un terme à la situation de conflit d'intérêts, pour autant qu'il la divulgue à son client ou aux investisseurs. À ce sujet, le professeur Schotland écrit:

*« In more than forty years of experience with federal securities regulation, disclosure has proved to be one of the most successful legal devices for the regulation of financial activity. Disclosures impose no governmental impediment on lawful activity, however venturesome or even silly any particular may be. Without reducing innovation, flexibility, or individuality, it maximizes the efficacy of market forces and individual judgments. Disclosure deters illegal and improper conduct and increases the probability that, if such conduct does occur, it will be corrected. Disclosure is an appropriate measure in situations in which it is believed that with adequate information, markets forces will produce more acceptable or desirable results than would any governmental decision about what is acceptable or desirable. »*⁶⁴³

Contrairement à la muraille de Chine qui vise à contrôler les flux d'information, la divulgation vise à réduire l'asymétrie informationnelle entre les experts financiers et les investisseurs ou clients⁶⁴⁴. En diminuant cette asymétrie d'information, elle diminue également les coûts de surveillance de l'agent par le principal et donc, les pertes d'agence⁶⁴⁵. En théorie, la divulgation d'un conflit d'intérêts offre au principal la possibilité de réévaluer son rapport avec l'agent et de

disclosure: The perils and promise of transparency, Cambridge, Cambridge University Press, 2007.

⁶⁴² D.M. CAIN, G. LOEWENSTEIN et D.A. MOORE, préc., note 249, 3; D.M. CAIN, G. LOEWENSTEIN et D.A. MOORE, « Coming Clean but Playing Dirty: The Shortcomings of Disclosure as a Solution to Conflicts of Interest », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), préc., note 359, 104, 107-108.

⁶⁴³ R. A. SCHOTLAND, préc., note 380, 577.

⁶⁴⁴ Paul M. HEALY et Krishna G. PALEPU, « Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature », (2001) 31 *Journal of Accounting and Economics* 405, 412.

⁶⁴⁵ P. MAHONEY, préc., note 638, 1051.

déterminer si cette relation doit se poursuivre ou non, ou si celle-ci doit se poursuivre mais à des conditions différentes⁶⁴⁶. Du point de vue de l'autorité de réglementation, la divulgation constitue une solution privilégiée parce qu'elle a notamment pour effet de la libérer de sa fonction de surveillance en transférant cette responsabilité au principal (que ce soit le client ou l'épargnant)⁶⁴⁷. La divulgation impose également à l'intermédiaire financier une certaine discipline qui n'existe pas si le conflit d'intérêts est gardé secret⁶⁴⁸.

2.1 Conditions de la divulgation

Afin de permettre au destinataire de la divulgation de prendre une telle décision, celle-ci doit nécessairement être pleine, entière et effectuée au moment opportun⁶⁴⁹. Cela signifie que l'information communiquée devrait être mise en évidence et rédigée de façon précise, claire et explicite pour les clients⁶⁵⁰. Les déclarations type (*boiler plate*) sont alors à éviter de même que les communications partielles et la dissimulation des conflits dans de l'information trop complexe et détaillée⁶⁵¹. Non seulement le destinataire doit être au courant de la situation factuelle

⁶⁴⁶ R. BAHAR et L. THÉVENOZ, préc., note 360, 19.

⁶⁴⁷ A. ARGANDOÑA, préc., note 253, p. 10.

⁶⁴⁸ ONTARIO SECURITIES COMMISSION, préc., note 95, p. 35.

⁶⁴⁹ Le conflit devrait être déclaré au plus tard au moment de recommander une opération ou de fournir un service donnant lieu à un conflit d'intérêts, afin de donner au client un délai raisonnable pour apprécier le conflit. Crawford et Sobel (1982) présentent une analyse théorique d'un conflit d'intérêts entièrement divulgué ; voir Vincent P. CRAWFORD et Joel SOBEL, « Strategic Information Transmission », (1982) 50 *Econometrica*, 1431–1451.

⁶⁵⁰ Voir Instruction générale 31-103, préc., note 32. L'ASIC reconnaît, au paragraphe 181.58 de son guide d'interprétation réglementaire 181, que la divulgation effectuée à l'intention d'un client corporatif ou institutionnel n'a pas à être aussi détaillée qu'elle devrait l'être pour un client de détail. Voir AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, préc., note 240, p. 18. Les facteurs suivants doivent être pris en compte : (a) le niveau de sophistication du client ; (b) la mesure dans laquelle des tierces personnes se fieront, directement ou indirectement, sur le service rendu par l'intermédiaire.

⁶⁵¹ Voir Instruction générale 31-103, préc., note 32. Dans l'affaire *CIBC World Markets Inc.*, (2003) 26 OSCB 2013, la CVMO a énoncé une mise en garde contre la divulgation déficiente dans les rapports de recherche. Dans cette affaire, la banque CIBC portait quatre chapeaux vis-à-vis la société Shoppers Drug Mart : prêteur, courtier, analyste et actionnaire. Elle a entre autres affirmé que la divulgation générique dans les rapports de recherche n'est pas suffisante et qu'une divulgation spécifique et factuelle est requise pour protéger l'intérêt du public et de l'intégrité des marchés. Voir ONTARIO SECURITIES COMMISSION, Statement of

qui donne lieu au conflit, mais il doit de surcroît être en mesure de comprendre son effet possible sur le service offert et/ou ses propres intérêts⁶⁵².

De surcroît, il n'est pas clair à quel moment la divulgation doit être effectuée. Peut-elle l'être une fois pour toutes au tout début de la relation contractuelle ou doit-elle être réitérée à chaque fois, qu'en relation à une transaction ou une recommandation particulière, un conflit d'intérêts survient⁶⁵³? À ce sujet, Enriques énonce:

*«It is still unclear whether conflicts of interest may be disclosed once and for all at the outset of the contractual relationship (or, later on, when the conflict situation arises, again once and for all), or whether each single conflict of interest relating to any individual transaction or recommendation will require disclosure in writing and the investor's consent. According to the Technical Advice, this will depend on the nature of the client, so there could be a requirement for more frequent disclosure to unsophisticated retail investors. However, more "standard" conflicts of interest may well be disclosed once and for all even to retail clients, as is suggested by the reference to the relevant "business" rather than "transaction." And in any event, there is no bright-line rule on this point, so that compliance will have to be judged case-by-case ex post, depending on the nature of the recipient and the circumstances. »*⁶⁵⁴

Allegations, CIBC World Markets, [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/en/Enforcement/Allegations/2003/soa_20030127_cibc.htm].

⁶⁵² Steven L. SCHWARCZ, « Regulating Complexity in Financial Markets », *Duke Law School Public Law & Legal Theory Paper No. 217*, février 2010, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1240863] (20 avril 2010), p. 13.

⁶⁵³ Le paragraphe 13.4 de l'Instruction générale 31-103, préc., note 32, précise que la société inscrite et ses représentants devraient déclarer les conflits d'intérêts aux clients au plus tard au moment de recommander une opération ou de fournir un service donnant lieu à un conflit d'intérêts, afin de donner aux clients un délai raisonnable pour apprécier le conflit.

⁶⁵⁴ Luca ENRIQUES, « Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework », [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=782828>] (16 avril 2010), p. 11.

Enfin, il est parfois inopportun de divulguer un conflit d'intérêts. Certains conflits d'intérêts peuvent mettre en cause de l'information confidentielle ou sensible sur le plan commercial, ou encore de l'«information privilégiée» en vertu des dispositions de la législation en valeurs mobilières.

2.2 Les effets pervers

Pour plusieurs, la divulgation, comme instrument de contrôle des conflits d'intérêts, constitue un « compromis de dernière heure » qui crée une simple illusion qu'un problème a été traité tout en produisant un impact minimal⁶⁵⁵. Elle équivaut à soigner une situation malsaine par des mots qui n'engagent à rien.

À ce sujet, un chroniqueur d'un magazine New Yorkais s'exprimait comme suit:

*« It has become a truism on Wall Street that conflicts of interest are unavoidable. In fact, most of them only seem so, because avoiding them makes it harder to get rich. That's why full disclosure is suddenly so popular; it requires no substantive change. Transparency is well and good, but accuracy and objectivity are even better. Wall Street doesn't have to keep confessing its sins. It just has to stop committing them. »*⁶⁵⁶

On peut d'emblée s'interroger quant au bien-fondé de ces critiques. Après tout, un client qui est informé du conflit d'intérêts à la suite d'une divulgation pleine et entière et qui décide néanmoins de poursuivre sa relation avec son conseiller le fait vraisemblablement en toute connaissance de cause. Il en va de même pour un investisseur qui, après avoir pris connaissance d'un rapport de recherche lui indiquant

⁶⁵⁵ A. FUNG, M. GRAHAM et D. WEIL, préc., note 641, p. 15. Le professeur Sale en questionne également son efficacité. Voir H. A. SALE, préc., note 5, 414. Voir aussi Rashid BAHAR, « Executive Compensation : Is Disclosure Enough ? », dans R. BAHAR et L. THÉVENOZ (dir.), préc., note 249, 85, 103; M. KRUIHOF, préc., note 249, 325; R. A. SCHOTLAND, préc., note 380, 589.

⁶⁵⁶ James SUROWIECKI, « The Financial Page : The Talking Cure », *The New Yorker Magazine*, 9 décembre 2002, p. 54.

que son auteur n'est pas impartial quant aux titres recommandés, achète tout de même ces titres. Ce raisonnement omet toutefois la prise en compte de divers facteurs psychologiques qui limitent l'efficacité de la divulgation⁶⁵⁷. Le problème survient du fait que, même en présence d'une divulgation qui répond aux critères énoncés précédemment, le destinataire de l'information n'est pas nécessairement en mesure d'analyser celle-ci de façon rationnelle lorsqu'il doit prendre une décision⁶⁵⁸. Une étude réalisée par les professeurs Cain, Loewenstein et Moore tend à démontrer que la transparence n'est pas un remède optimal aux conflits d'intérêts et, pire encore, elle pourrait avoir un effet aggravant. En effet, le destinataire de la divulgation doit être capable d'évaluer l'impact que le conflit d'intérêts peut avoir sur le travail du conseiller pour ainsi escompter la valeur de ses conseils ou recommandations. Il s'agit d'une tâche complexe. Il lui faut tout d'abord estimer dans quelle mesure l'expert adhère aux principes éthiques de sa profession, quelles sont les incitations qui pourraient l'en détourner et la probabilité d'occurrence d'un tel comportement⁶⁵⁹. Cette estimation est rendue encore plus difficile par le fait que le biais résulte souvent de motivations inconscientes ou non intentionnelles⁶⁶⁰.

Phénomène aggravant, on a toujours tendance à faire une confiance excessive à son conseiller. À titre d'exemple, dans la sphère médicale, les recherches démontrent que peu de gens doutent de l'impartialité de leur propre médecin, malgré le fait qu'ils reconnaissent que l'objectivité des médecins qui travaillent avec des sociétés pharmaceutiques peut être teintée par les conflits d'intérêts que cette relation suscite. En outre, il s'avère que lorsque l'expert dévoile son conflit d'intérêt, le degré de confiance de la part du client peut même s'accroître⁶⁶¹ (alors la situation inverse devrait se produire):

« In sum, diverse lines of suggest that estimators may not discount advice from biased advisors as much as

⁶⁵⁷ D.M. CAIN, G. LOEWENSTEIN et D.A. MOORE, préc., note 249, 4.

⁶⁵⁸ A. FUNG, M. GRAHAM et D. WEIL, préc., note 641, p. 30.

⁶⁵⁹ D.M. CAIN, G. LOEWENSTEIN et D.A. MOORE, préc., note 249, 5.

⁶⁶⁰ *Id.* Voir D. A. MOORE et G. LOEWENSTEIN, « Self Interest, Automaticity, and the Psychology of Conflicts of Interest », (2004) 17 *Social Justice Research* 189-202.

⁶⁶¹ J.C. COFFEE, préc., note 420, p. 335.

they should when conflicts of interest are disclosed, and that in some circumstances disclosure may even lead estimators to put greater research weight on biased advice.»⁶⁶²

Un effet d’ancrage peut également se produire⁶⁶³. En effet, le conseil que l’on sait être biaisé influence néanmoins la prise de décision par le destinataire car ce dernier peut difficilement faire abstraction de cette information, c’est-à-dire, « oublier » que le conseil a été donné.

De plus, l’intermédiaire qui divulgue le conflit d’intérêts peut adopter deux attitudes contraires : il peut être incité à plus de rigueur dans son analyse, ou bien il peut accentuer le caractère biaisé de son analyse afin de compenser la méfiance que le destinataire pourrait entretenir à son égard⁶⁶⁴. Cain, Loewenstein et Moore comparent cette exagération stratégique en ces termes: « *this strategic exaggeration is like expecting disclosure to cause one’s audience to cover its ears and thus compensating for this by yelling even louder*»⁶⁶⁵.

Au surplus, la divulgation du conflit d’intérêts entraîne souvent une diminution du sentiment de culpabilité que l’intermédiaire entretient à propos de ce conflit. Il s’agit d’un effet secondaire de la divulgation que les auteurs Cain, Moore and Loewenstein qualifient de « permis moral » (*moral licensing*). Ils décrivent ce phénomène comme suit:

« Disclosing conflicts of interest can potentially backfire by reducing advisors’ feelings of guilt about misleading estimators and thereby giving advisors moral license to bias advice even further than they would without disclosure. With disclosure of a conflict of interest, giving biased advice might seem like fair play. »⁶⁶⁶

⁶⁶² D. M. CAIN, G. LOEWENSTEIN et D. A. MOORE, préc., note 249, 6.

⁶⁶³ A. ARGANDOÑA, préc., note 253, p. 11.

⁶⁶⁴ D. M. CAIN, G. LOEWENSTEIN et D. A. MOORE, préc., note 249, 7.

⁶⁶⁵ *Id.*; J.C. COFFEE, préc., note 420, p. 335.

⁶⁶⁶ D.M. CAIN, G. LOEWENSTEIN et D.A. MOORE, préc., note 249, 7. Voir également Benoit MONIN et Dale T. MILLER, « Moral Credentials and the Expression of Prejudice », (2001) 81

Dans un autre ordre d'idées, alors que certains préconisent les politiques de transparence parce qu'elles libèrent en théorie l'autorité de réglementation de son rôle de surveillance, d'autres affirment que la divulgation n'est véritablement efficace que si elle s'accompagne de mesures d'application⁶⁶⁷. Or, on peut aisément entrevoir les difficultés que pose cette condition. En effet, comment et qui doit s'assurer que la divulgation qui doit être accomplie l'a été en temps opportun et que celle-ci est adéquate? Comme nous l'avons évoqué précédemment, il s'agit d'un défi que l'autorité de réglementation a peine à relever.

Tournons nous maintenant vers une troisième méthode de traitement des conflits d'intérêts qui consiste pour l'intermédiaire financier à éviter le conflit, c'est-à-dire à renoncer à agir pour un client dans certaines circonstances précises.

3. L'évitement

L'emploi du terme « traiter⁶⁶⁸ » par le législateur nous porte instinctivement à écarter l'inclusion du terme « éviter » de son champ d'application et ce, parce que l'élimination ou l'évitement semble, à première vue, constituer un acte qui va au-delà du simple traitement ou de la gestion. C'est aussi ce à quoi semble conclure le juge Jacobson dans l'affaire Citigroup. En effet, ce dernier déclare: « *Of course, one way of managing conflicts would be to eliminate them but s912A(1)(aa) does not require a licensee to take that step* »⁶⁶⁹. Puis, plus loin, discutant du contenu de l'obligation de gestion des conflits d'intérêts se trouvant au cœur du paragraphe de A de l'article 912 du *Corporations Act (2001)*, il écrit :

« First, the subsection uses the words 'management of conflicts of interest'. I do not see that "management" »

Journal of Personality and Social Psychology 33-43 qui discute du concept du « permis moral » (*self-licensing*).

⁶⁶⁷ A. FUNG, M. GRAHAM et D. WEIL, préc., note 641, p. 45.

⁶⁶⁸ En anglais, on utilise plutôt le terme « *respond to* » ou « *manage* ».

⁶⁶⁹ *ASIC v. Citigroup*, préc., note 100, 469.

requires elimination of a possible conflict, although of course it would be open to a licensee to take that further step if it chooses to do so. Second, the phrase 'management of conflicts of interest' assumes that there will be potential conflicts which must be managed by adequate arrangements rather than totally eliminated.»⁶⁷⁰

Pourtant, si on s'attarde à la définition du terme « traitement », on s'aperçoit que celle-ci ne fait pas formellement obstacle à l'inclusion de l'évitement comme façon de traiter ses conflits⁶⁷¹. C'est l'interprétation à laquelle adhère le professeur Tuch, de même que l'ASIC et les ACVM. En effet, l'Instruction générale 31-103 précise que dans certaines situations où le conflit ne peut être mitigé par la divulgation et/ou par des mesures organisationnelles, l'évitement pur et simple devient incontournable. Par conséquent, en l'absence d'interdiction expresse⁶⁷², si le conflit d'intérêts est à ce point contraire aux intérêts d'un client et qu'il n'y a pas d'autre traitement raisonnable du conflit, celui-ci doit être évité⁶⁷³. Bien que la plupart des dispositions réglementaires qui prévoient une obligation de traitement des conflits d'intérêts offrent une très grande latitude à l'intermédiaire quant à l'évaluation et la détermination de ces situations, certains guides d'interprétation fournissent des exemples de situations pour lesquelles l'évitement est recommandé. Par exemple, l'OICV énumère certaines situations où un intermédiaire financier doit éviter d'agir lors d'un placement de valeurs mobilières : (i) lorsque la rémunération du placeur est démesurée par rapport aux pratiques courantes de l'industrie; (ii) lorsqu'il existe un risque que la confidentialité d'une information importante ne puisse être préservée; (iii) lorsque l'émetteur est en difficulté financière et qu'il est endetté envers l'intermédiaire ou une entité de son groupe; ou (iv) lorsque l'intermédiaire agit

⁶⁷⁰ *Id.*, 484.

⁶⁷¹ Le dictionnaire Petit Larousse définit le mot traitement comme l': «[a]ction d'examiner et de régler une question, un problème. ». Voir Philippe MERLET (dir.), *Petit Larousse, Grand Format*, 100^e édition, Paris, Éditions Larousse, 2005, p. 1069.

⁶⁷² C'est-à-dire, des règles qui interdisent clairement certains comportements, comme par exemple, les règles interdisant le barrattage financier, *le front running*, etc.

⁶⁷³ Instruction générale 31-103, préc., note 32, par. 13.4. Voir ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, préc., note 243, p. 14.

simultanément dans le cadre d'un autre placement directement en concurrence⁶⁷⁴. En Australie, le Regulatory Guide 181 – *Licensing : Managing conflicts of interest*⁶⁷⁵ identifie quatre situations qui doivent être évitées: (i) les sociétés ne doivent pas permettre à leur personnel de publier ou de donner une recommandation positive relativement à un produit financier, ou inclure ce produit sur une liste de recommandation, en contrepartie de bénéfices ou d'une relation d'affaires avec l'émetteur de ce produit; (ii) les sociétés inscrites ne doivent pas divulguer des ordres clients pendants à des tierces parties (ce qui permettrait à ces tierces parties de négocier les titres avant le client (*trade ahead of*)); (iii) les sociétés inscrites qui agissent à titres de gestionnaires de fonds ne doivent pas permettre le « *late trading* » par certains de leurs clients; et de façon plus générale; (iv) lorsqu'un conseiller est significativement affecté par un conflit d'intérêts relativement un produit financier en particulier, le conseiller peut devoir s'abstenir de fournir un conseil relativement à ce produit⁶⁷⁶.

En définitive, comme la décision d'éviter ou non un conflit est en grande partie laissée à la discrétion de l'intermédiaire et pourra différer d'un cas à l'autre en fonction des faits spécifiques entourant une situation donnée, il nous semble que l'autorité de réglementation aura peine, en l'absence de disposition expresse, à contester cette décision après le fait, comme ce fut le cas dans l'affaire Citigroup, d'où une relative difficulté d'application.

⁶⁷⁴ Voir ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, préc., note 243, p. 14. Kumpans et Leyen soulèvent toutefois certains bémols quant aux bienfaits de l'abstention dans certains cas. Ils s'inquiètent du fait qu'une abstention puisse être mal interprétée par des investisseurs et ainsi mettre en péril le succès du placement. Ils écrivent: « *This can lead to negative consequences for the market as a whole, in particular if an offering in a highly competitive business sector is not executed and that fact produces negative publicity on the whole sector.* » Voir C. KUMPMAN et P. LEYENS, préc., note 242, 90.

⁶⁷⁵ Préc., note 240.

⁶⁷⁶ *Id.*, par. 181.42.

CONCLUSION

Dans un marché où chacun est libre de poursuivre son intérêt personnel sans se soucier des répercussions de ses actions sur les intérêts d'un autre, le conflit d'intérêts ne cause pas de problème; il n'existe pas. Or, dans une industrie qui repose en grande partie sur l'intermédiation financière, où l'un fonde ses décisions et actions sur les connaissances et l'expertise d'un autre, l'exploitation des conflits d'intérêts dérange. Au-delà des situations où le droit cherche à protéger la vulnérabilité du cocontractant, la perception qu'un intermédiaire financier puisse légitimement promouvoir son propre intérêt ou des intérêts divergents au détriment de son client est, à elle seule, suffisante pour ébranler la confiance que l'on porte à l'intégrité des marchés dans lesquels celui-ci transige.

La problématique des conflits d'intérêts au sein de la banque d'investissement en tant qu'institution regroupant un amalgame d'intermédiaires financiers aux intérêts multiples est multidimensionnelle. Elle découle d'une part de l'exploitation des asymétries d'information et d'expertise qui existent entre l'intermédiaire financier et son client, de l'exercice d'une multitude d'activités au service de différents destinataires sous un même toit, mais plus fondamentalement, de la nature humaine et de sa propension vers l'appât du gain. Ainsi, les conflits d'intérêts dans la banque d'investissement se définissent comme un mal aux causes hétérogènes et interreliées. Une pluralité de mesures palliatives sont disponibles, bien qu'aucune d'entre-elles ne soit en elle-même omnisciente. Il devient alors inéluctable de les associer pour tirer parti de leurs vertus respectives et pallier les défauts de chacune. D'une part, en raison de l'irrationalité des investisseurs et de l'imperfection des forces du marché et des régimes de responsabilité civile, le *private ordering* du rapport banque-client est insatisfaisant. Dans ce contexte, l'État est alors justifié d'intervenir, c'est-à-dire d'établir un encadrement normatif des comportements de l'intermédiaire financier. Une telle intervention doit toutefois s'effectuer avec parcimonie, de façon à ce que les coûts globaux imposés par son action ne surpassent pas les bénéfices qu'elle rapporte.

Concrètement, il s'agit de soupeser les effets de l'action étatique sur l'efficacité et l'équité du marché, deux attributs concurrents, mais qui doivent néanmoins coexister.

Notre étude nous porte donc à dresser un premier constat. Toute solution durable passe intrinsèquement par une redéfinition des valeurs nourries par cette industrie des services financiers: une réalité qui relève à la fois de l'utopie et de la nécessité. C'est donc autour de ce paradoxe que doit s'articuler l'action réglementaire. En l'absence d'une culture d'entreprise axée sur l'éthique professionnelle, la réglementation des conflits d'intérêts par des règles conduit à un résultat imparfait. D'une part, la complexité et le caractère évolutif du système financier rendent quasi impossible la mise en place d'une règle précise visant chaque source potentielle de conflits d'intérêts. De plus, l'éthique ne peut résulter des normes qui sont imposées aux acteurs économiques. Elle en est plutôt le substrat culturel indispensable. Au contraire, telle réglementation incite l'intermédiaire à traiter une question qui relèverait normalement d'un jugement moral en une pure question de transaction de marché, où il doit soupeser le coût associé à la violation de la règle par rapport aux bénéfices que cette violation lui apportera. Dans la mesure où, d'une part, la règle incite à une certaine « conformité créative », et où, d'autre part, la rigueur de l'application par l'autorité de réglementation est tempérée par le fait que les comportements qui résultent en l'exploitation des conflits d'intérêts s'observent difficilement par des personnes externes à l'entreprise, il est fort à parier que l'intermédiaire transgressera la règle s'il estime qu'il est dans son intérêt de le faire dans un rapport coûts-bénéfices acceptable.

Par conséquent, la réglementation fondée sur des principes semble s'imposer comme un élément prépondérant à la résolution de ce paradoxe. Plus flexible, cette approche réglementaire vise une gestion équitable des conflits d'intérêts et permet aux acteurs du marché de jouir d'une latitude quant au choix des mécanismes internes leur permettant d'atteindre ce résultat. Elle requiert inévitablement une redéfinition du rapport que l'autorité de réglementation entretient avec l'intermédiaire financier. Celui-ci passe alors d'une relation teintée par l'adversité, où le régulateur méfiant

cherche à punir les comportements fautifs, à une relation de collaboration fondée sur une confiance mutuelle. Or, tout comme les autres stratégies dont nous avons discuté, cette approche comporte des risques évidents, pour la simple raison qu'elle se fonde en grande partie sur l'autodiscipline des acteurs de la banque d'investissement⁶⁷⁷. Toutefois, dans la mesure où elle peut certainement contribuer au façonnement d'une culture d'intégrité, elle constitue probablement une stratégie qui tend à réduire l'écart qui perturbe le délicat équilibre entre les objectifs d'équité et d'efficacité des marchés.

Dans un autre ordre d'idées, la réflexion qu'a suscitée la réalisation de ce mémoire nous mène à un second constat qui, bien qu'à première vue contradictoire, se veut selon nous complémentaire à notre premier constat. En effet, si dans un passé peu lointain, le fonctionnement harmonieux des marchés ne pouvait être conçu qu'à condition que ceux-ci soit «déréglementés », de sorte que ses acteurs puissent effectuer leurs choix en toute liberté dans un monde concurrentiel, l'heure est peut-être venue de remettre en question cette prémisse. Inévitablement, dans un monde d'après-crisis, notre perspective face aux bénéfices nets de la conglomération sur l'efficacité de notre économie est appelée à changer. Les abus des dix dernières années, aussi nombreux que variés, ne peuvent que forcer nos dirigeants à admettre qu'ils avaient peut-être sous-estimé les coûts sociaux liés à cette « déréglementation ». En conséquence, nous croyons que la recherche de l'équilibre entre la multiplicité d'intérêts présents au cœur de la banque d'investissement passe inexorablement par une autorégulation fondée sur l'éthique, qui doit toutefois s'opérer à l'intérieur d'une industrie dont la structure est à redéfinir par nos gouvernements.

⁶⁷⁷ Hector Sants, actuel chef de la direction de la FSA, affirmait récemment: « *The limitations of a pure principles-based regime have to be recognised. I continue to believe that the majority of market participants are decent people; however, a principles-based approach does not work with individuals who have no principles.* », Voir Hector SANTS, « Speech by Hector Sants, Chief Executive, FSA », *The Reuters Newsmakers event*, 12 mars 2009, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/0312_hs.shtml] (16 avril 2010).

BIBLIOGRAPHIE

LÉGISLATION ET RÉGLEMENTATION**CANADA****Fédéral**

An Act relating to Banks and Banking, 34 Vic., c. 5.

Loi sur les banques, L.C. 1991, c. 46.

Loi sur les banques de 1980, L.C. 1980-81-82-83, c. 40.

Loi constitutionnelle de 1867, 30-33 Victoria, R-U., c. 3 (R.-U.).

Loi modifiant certaines lois sur les institutions financières, L.C. 1987, c. 26.

Québec

Code civil du Bas-Canada, (1865, c. 41).

Code civil du Québec, L.Q. 1991, c. 64.

Loi sur les valeurs mobilières du Québec, L.R.Q., c. V-1.1.

Ontario

Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario, L.R.O. 1990, ch. S.5.

Règlement sur les valeurs mobilières (Ontario), Règlement 1015 des R.R.O. de 1990.

Colombie-Britannique

Projet de loi 38, *Securities Act*, 5th Sess., 37e Parl., Colombie-Britannique, 2004 (sanctionné le 13 mai 2004).

ÉTATS-UNIS

Banking Act of 1933, Pub. L. 73-66, Ch. 89, 48 Stat. 162 (codifiée, telle que modifiée, en sections dispersées à 12 U.S.C.).

Bank Holding Company Act of 1956, Pub. L. 84-511, 70 Stat. 133 (codifiée à 12 U.S.C. §§1841 *et suiv.*).

Bank Holding Company Act Amendments of 1970, Pub. L. 91-607, 84 Stat. 1760 (codifiée à 12 U.S.C. §§1841 *et suiv.*).

Gramm-Leach-Bliley Act of 1999, Pub. L. No. 106-102, 113 Stat. 1338.

Investment Advisers Act of 1940, ch. 686, title II, Sec. 201, 54 Stat. 847 (22 août 1940), codifiée à 15 U.S.C. § 80b-1 à § 80b-21.

Investment Company Act of 1940, ch. 686, title I, Sec. 1, 54 Stat. 789. (22 août 1940), codifiée à 15 U.S.C. § 80a-1 - 15 U.S.C. § 80a-64.

National Securities Market Act of 1996, § 106, Pub. L. No. 104-290, 100 Stat. 3416.

National Banking Act de 1863, ch. 58, 12 Stat. 665 (25 février 1863).

Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737 (codifiée à 15 U.S.C., en paragraphes dispersés).

Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No.1 07-204, 116 Stat. 745 (2002).

Securities Act of 1933, ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74. (27 mai 1933) (codifiée à 15 U.S.C. §§ 77a. *et suiv.*).

Securities Exchange Act of 1934, ch. 404, title I, Sec. 1, 48 Stat. 881 (6 juin 1934) codifiée à 15 U.S.C. §§ 78a *et suiv.*).

AUSTRALIE

Corporations Act (2001) (Cth), [en ligne: http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol_act/ca2001172].

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

CANADA

Règlements et instruction générales des ACVM

Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/inscriptions-sujets-connexes/090928-31-103IGf-vadmin.pdf>].

Instruction générale 51-201 - *Lignes directrices en matière de communication de l'information* des ACVM, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/51-201fr.pdf>].

Règlement 23-101 sur les règles de négociation, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/historique/23-101/2010-01-28/100128-23-101fr-vadmin.pdf>].

Règlement 23-102 sur l'emploi des courtages, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/marches-capitaux/100630-23-102f-vadmin.pdf>].

Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/inscriptions-sujets-connexes/090928-31-103f-vadmin.pdf>]

Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/33-105fr.pdf>]

Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/opc/090928-81-102f-vadmin.pdf>].

Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/opc/090928-81-105f-vadmin.pdf>].

Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-106fr.pdf>].

Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/opc/090928-81-107f-vadmin.pdf>].

CVMO

Policy 33-601 - *Guidelines for Policies and Procedures Concerning Inside Information*, [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_pol_19980130_33601_n.jsp].

OCRCVM

OCRCVM, *Règle 29 - Conduite des affaires*, Règles régissant les courtiers membres, en ligne: <http://iroc.knotia.ca/Knowledge/View/Document.cfm?Ktype=446&linkType=toc&dbID=201002342&tocID=387>].

OCRCVM, *Règle 3400 – Restrictions et Informations à Fournir Relative à la Recherche*, Règles régissant les courtiers membres, [en ligne: <http://iroc.knotia.ca/Knowledge/View/Document.cfm?Ktype=445&linkType=toc&dbID=201002341&tocID=833>].

OCRCVM, *Règles Universelles d'Intégrité du Marché*, [en ligne: <http://www.iroc.ca/French/ComplianceSurveillance/RuleBook/Pages/UMIR.aspx>].

ACCFM

ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERs DE FONDS MUTUELS, *Règle 2 – Conduite des affaires*, [en ligne : <http://www.mfda.ca/regulation/rules.html>].

ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERs DE FONDS MUTUELS, Avis aux membres RM-0065 - *Multiplification des opérations*, 4 octobre 2007, [en ligne: <http://www.mfda.ca/regulation/notices.html>].

ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERs DE FONDS MUTUELS, Avis aux membres, RM- 0023 - *Opérations hors délai et synchronisation du marché*, 19 décembre 2003, [en ligne: <http://www.mfda.ca/regulation/notices.html>].

ÉTATS-UNIS**FINRA (incluant règles incorporées de la NASD et de la NYSE)**

FINRA Rule 2010 - Standards of Commercial Honor and Principles of Trade, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=5504].

FINRA, Règle 5110 - *Corporate Financing Rule - Underwriting Terms and Arrangements*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6831].

FINRA Rule 5130 - *Restrictions on the Purchase and Sale of Initial Equity Public Offerings*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=4894].

FINRA Rule 5150 - *Fairness Opinions*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6832]

NASD, *NASD Requests Comment on Proposed New Rule 2712 (IPO Allocations and Distributions) and on an Amendment to Rule 2710 (Corporate Financing Rule)*, Notice to members 02-55, août 2002, [en ligne: <http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2002/P003491>]

NASD - *Notice to Members 03-50 September 2003, NASD Reminds Member Firms of their Obligations Regarding Mutual Fund Transactions and Directs Review of Policies and Procedures*, [en ligne: <http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2003/P003177>].

NASD Rule 2010 - *Standards of Commercial Honor and Principles of Trade*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=5504].

NASD Rule IM-2110-3 - *Front Running Policy*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3608].

NASD Rule 2310 - *Recommendations to Customers (Suitability)*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3638].

NASD Rule IM-2310-2 - *Fair Dealing with Customers*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=3640].

NASD Rule 2711 - *Research Analysts and Research Reports*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3675].

NASD Rule 2720 - *Public Offerings of Securities With Conflicts of Interest*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3676].

NYSE Rule 472 - *Communications With The Public*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6575].

SEC

SEC, Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934, Interpretative Release, [en ligne: <http://www.sec.gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf>].

SEC Rule 10b-5 - *Employment of Manipulative and Deceptive Devices*, codifiée à 17 C.F.R. § 240.10b-5 à § 240.10b-5.

SEC Rule 14 e-3 - *Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers*, codifiée à 17 C.F.R. § 240.14-e3.

SEC Rule 15c1-7 - *Discretionary Accounts*, codifiée à 17. C.F.R. §240.15c1-7.

SEC Rule 22c-1 - *Pricing of Redeemable Securities for Distribution, Redemption and Repurchase*, codifiée à 17 C.F.R. § 270.22c-1.

SEC Rule 30b1-4 - *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, codifiée à 17 C.F.R. § 270.30b1-4.

SEC Rule 38a-1 - *Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers*, codifiée à § 17 C.F.R. 270.38a-1.

SEC Rule 206(4)-6 - *Proxy Voting by Investment Advisers*, codifiée à 17 C.F.R. § 275.206(4)-6.

SEC Rule - *Disclosure regarding Portfolio Managers of Registered Investment Companies*, [en ligne: <http://www.sec.gov/rules/final/33-8458.htm>].

SEC Rule - *Regulation Analyst Certification*, 17 C.F.R. §242.500 - §242.505.

SEC Rule - *Selective Disclosure and Insider Trading*, Exch. Act. Rel. No 34-43154, 21 août 2001, [en ligne: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>], codifiée à 17 C.F.R., parties 240, 243 et 249.

ROYAUME-UNI

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, Handbook, [en ligne: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/2/1>].

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Distribution of Retail Investments, Delivering the RDR - feedback to CP09/18 and final rules*, mars 2010, [en ligne : http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps10_06.pdf].

AUSTRALIE

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION, *Regulatory Guide 181 - Licensing: Managing Conflicts of Interest*, [en ligne: <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byheadline/Regulatory+guides?openDocument#181>].

INTERNATIONAL

Directive du Parlement européen concernant les marchés d'instruments financiers, Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004, J.O. L145/1 du 30 avril 2004, telle que modifiée par la Directive 2006/31/EC du 5 avril 2006, J.O. L114/60 du 27 avril 2006 et la Directive 2007/44/CE, du 5 septembre 2007, J.O. L247/1 du 21 septembre 2007 et la Directive 2008/10/CE du 11 mars 2008, J.O. L76/33 du 19 mars 2008.

Directive 2006/73/EC du 10 août 2006, J.O. L241/26 du 2 septembre 2006.

JURISPRUDENCE

CANADA

Fédéral

Canadian Aero Service Ltd. c. O'Malley, [1974] R.C.S. 592.

Cartaway Resources Corp., [2004] 1 RCS 26.

Frame c. Smith, [1987] 2 R.C.S. 99.

Hodgkinson c. Simms, [1994] 3 R.C.S. 377.

Lac Minerals Ltd. c. International Corona Resources Ltd., [1989] 2 R.C.S. 574.

Laflamme c. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd., [2000] 1 R.C.S. 638.

Pezim c. British Columbia (Superintendent of Brokers), [1994] 2 R.C.S. 557.

Québec

Groupe Albatros International inc. c. Financière McLario inc., REJB 2003-42340 (C.A.)

Markarian c. Marchés mondiaux CIBC inc., [2006] J.Q. no 5467 (QL/LN).

Ontario

Abrams v. Sprott Securities Ltd., 67 O.R. (3d) 368 (Ont. C.A.).

CIBC World Markets Inc., (2003) 26 OSCB 2013.

Hudbay Minerals Inc. (Re), 2009 LNONOSC 269 (QL/LN).

Hunt v. TD Securities, [2003] O.J. No. 4868 (Ont. C.A.) (QL/LN).

Gold Reserve Inc. v. Rusoro Mining Ltd., (2009) 54 B.L.R. (4th) 226.

YBM Magnex International Inc. (Re), (2003) 26 OSCB 5285.

Alberta

Kent v. May, [2001] A.J. No. 552 (Q.B.) (QL/LN).

British Columbia

In re Cartaway, [2000] B.C.S.C.D. No. 92 (QL/LN).

Pirie v. Armstrong, [2004] B.C.J. No. 2184 (BCSC) (QL/LN).

ÉTATS-UNIS

Anixter v. Home-Stake Prod. Co., 77 F.3d 1215 (10th Cir. 1996).

Baker v. Goldman Sachs & Co., 2009 U.S. Dist. LEXIS 84416 (QL/LN).

Bankers Trust New York Corporation, 73 Fed. Res. Bull. 138 (1987).

Bear Stearns & Co. v. Daisy Sys. Corp., 97 F.3d 1171 (9th Cir. 1996).

Cafe La France, Inc. v. Schneider Secs., Inc., 281 F. Supp. 2d 261 (D.R.I. 2003).

Central Bank of Denver N.A. v. First Interstate Bank of Denver N.A., 511 U.S. 164 (1994).

EBC I, Inc. v. Goldman Sachs & Co., 799 N.Y.S.2d 170, 2005 N.Y. LEXIS 1178 (QL/LN).

Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp., 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971).

First Chicago Corporation, 74 Fed Res. Bull. 706 (1988).

HF Mgmt. Servs. LLC v. Pistone, 818 N.Y.S.2d 40 (N.Y. App. Div. 2006).

Higgins v. New York Stock Exch, Inc., 10 Misc. 3d 257 (2005).

Howard v. Everex System, Inc., 228 F. 3d. 1057, 1061 (9th Cir. 2000).

Independent Order of Foresters v. Donald, Lufkin and Jenrette, 157 F.3d 933 (2nd Cir. 1998).

In Re Dynergy Inc. Securities Litigation, 339 F. Supp. 2d 804 (S.D. Texas 2004).

In re Enron Corp Derivative Securities & ERISA Litigation, 529 F. Supp. 2d 644 (2006).

In re Initial Public Offering Securities Litigation, Master File no. 21 MC 92 (SAS).

In re Refco, Inc. Securities Litigation, 609 F. Supp. 2d 304 (2009).

In re Software Toolworks, 50 F. 3d 615, 628 n.3, 629 (9th Cir. 1994).

In re Toys 'R' Us, Inc., Shareholders Litigation, 877 A.2d 975 (2005).

In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004).

Investment Co. Institute v. Camp, 401 U.S. 617 (1971).

Joyce v. Morgan Stanley & Co., 2008 U.S. App. LEXIS 17588 (QL/LN).

Kardon v. National Gypsum Co., 73 F. Supp. 798 (E.D. Pa. 1947).

Kenney v. Bear Stearns & Co., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P97729 (N.D. Cal. Feb. 3, 1993).

Lowe v. SEC, 472 U.S. 181, 210 (1985).

Meinhard v. Salomon, 249 N.Y. 458, 464 (1928).

McNamara v. Bre-X Minerals Ltd., 57 F. Supp. 2d. 396, 426 (E.D. Tex. 1999).

MDCM Holdings, Inc. v. Credit Suisse First Boston Corp., 216 F. Supp. 2d 251 (2002).

Quintus Corporations et al. v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc. (f/k/a Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporations), 397 B.R. 710, 2008 Bankr. LEXIS 3001. (Bankr. D. Del., Nov. 7, 2008).

Regents of Univ. of Cal. v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc., 482 F.3d 372 (5th Cir. 2007).

Regents of University of California v. Credit Suisse First Boston (USA) Inc., Supplement Brief On Petition for Writ of Certiorari to the United States Court of Appeal for the Fifth Circuit, Docket 06-1341, 17 janvier 2008, [en ligne: http://www.csgr.com/pdf/enron/suppl_brief_080117.pdf].

Regents of the University of California v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., et al., 2008 U.S. LEXIS 1120.

Schneider v. Lazard Freres & Co., 552 N.Y.S. 2d 571. (N.Y. App. Div. 1990).

Slade v. Shearson, Hammill & Co., 1974 U.S. Dist. LEXIS 13000 (QL/LN).

SEC v. Bank of America Corporation, 09-cv-06829 et 10-cv-0215, U.S. District Court, Southern District of New York (Manhattan), [en ligne: <http://www.nysd.uscourts.gov/cases/show.php?db=special&id=108>].

SEC v. Bradbury, D.C. Cir., 06-1319, United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, 11 janvier 2008, [en ligne: <http://www.sec.gov/info/municipal/dcccdolphinopinion011108.pdf>].

SEC v. Capital Gains, 375 U.S. 180 (1963).

Securities Industry Association v. Board of Governors of the Federal Reserve System, 839 F.2d. 47 (2d Cir.), cert. denied, 108 S. Ct. 2830 (1988).

Shapiro v. Canter, 123 F.3d. 717 (2d. Cir. 1997).

Simpson v. AOL Time Warner Inc., 452 F.3d 1040 (9th Cir. 2006).

Smith v. Van Gorkom, 488 A 2d. 858 (Del. 1985).

Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc. and Motorola, Inc., 128 S.Ct. 761 (2008).

Superintendent of Insurance of the State of New York v. Bankers Life and Casualty Co., 404 U.S. 6 n. 9 (1971).

The Chase Manhattan Corporation, 73 Fed. Res. Bull. 145 (1987).

The HA 2003 Liquidating Trust v. Credit Suisse Sec. (USA) LLC, 517 F.3d 454 (7th Cir. 2008).

Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11, 17 (1979).

Wright v. Ernst & Young LLP, 152 F. 3d. 169, 175 (2d Cir. 1998).

Xpedior Creditor Trust v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc., 309 F. Supp. 2d 459 (S.D.N.Y. 2003).

Young v. Goldman Sachs & Co., No. 08 CH 28542 (Ill. Cir. Ct. Jan. 13, 2009).

AUSTRALIE

Aequitas Ltd v. Sparad No 100 Ltd (formerly Australian European Finance Corporation Ltd), (2001) 19 ACLC 1006.

Australian Securities and Investments Commission v. Citigroup Global Capital Markets Australia Pty Limited (No 4), [2007] 62 ACSR 427.

Daly v. Sydney Stock Exchange Ltd., (1986) 160 CLR 371.

Hadid v. Lenfest Communications Inc., (1999) FCA 1798.

Hospital Products Ltd. v. United States Surgical Corp., (1984) 55 A.L.R. 417.

Newman v Phillips Fox, (1999) 21 W.A.R. 309.

ROYAUME-UNI

Prince Jefri Bolkiah v. K.P.M.G., [1999] 1 All ER 517.

MONOGRAPHIE ET RAPPORTS

BALDWIN, R. et M. CAVE, *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*, New York: Oxford University Press, 1999.

BANQUE DU CANADA, *L'efficience des marchés canadiens de capitaux: survol des travaux de recherche de la Banque du Canada*, été 2004, [en ligne: <http://www.banqueducanada.ca/fr/revue/ete04/hendryf.htm>].

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Compendium of documents produced by the Joint Forum*, Bank for International Settlements, juillet 2001, [en ligne: www.iaisweb.org/view/element_href.cfm?src=1/243.pdf].

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, The Joint Forum, *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*, avril 2008, [en ligne: www.iasplus.com/crunch/0804jointforumretail.pdf].

BAUDOIN, J.-L. et P. DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 6^e édition, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003.

BEAUDOIN, L.I., *Le contrat de gestion de portefeuille de valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1994.

BENSTON, G. J., *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass Steagall Act Revisited and Reconsidered*, Oxford, Oxford University Press, 1990.

BOATRIGHT, J., *Ethics in Finance*, 2^e éd., Wiley-Blackwell, 2007.

BRANDEIS, L. D., *Other People's Money*, National Home Library Foundation, 1933.

BRÉARD, J.-P., *Les contrats de souscription à forfait de valeurs mobilières*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1984.

CANADA, ministère des Finances, *Feuillelet d'information sur le secteur des services financiers - L'industrie canadienne des valeurs mobilières*, Ottawa, 2005, [en ligne: http://www.fin.gc.ca/toc/2005/cansec05_-fra.asp].

CANADA, ministère des Finances, *La réglementation des institutions financières du Canada: Propositions à considérer*, Ottawa, 1985.

CANADA, ministère des Finances, *Le secteur financier: nouvelles directions*, Ottawa, 1986.

CANADA, ministère des Finances, *White Paper on the Revision of Canadian Banking Legislation*, Ottawa, 1976.

CAROSSO, V. P., *Investment Banking in America: A history*, Cambridge Massachussets, Havard University Press, 1970.

CENTER FOR EUROPEAN POLICIES STUDIES, *Tying and Other Potentially Unfair Commercial Practices in the Retail Financial Service Sector*, Final Report, 24 novembre 2009, [en ligne: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/tying/report_en.pdf].

COFFEE, J. C., *Gatekeepers - The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006.

COMTE-SPONVILLE, A., *Le capitalisme est-il moral ?*, Albin Michel, Paris, 2004.

CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *Concurrence et stabilité: L'encadrement du système financier*, Ottawa, 1986.

CONSEIL ECONOMIQUE DU CANADA, *Responsible Regulation: An Interim Report*, novembre 1979.

CROCKETT, A., T. HARRIS, F. S. MISHKIN et E. N. WHITE, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry, What should we do about them?*, Geneva Reports on the World Economy, International Center for Monetary and Banking Studies, 2003.

FERRARA, Ralph C., H. C. THOMAS et D. NAGY, *Ferrara on Insider Trading and the Wall*, New York, Law Journal Seminars- Press, 1995.

FINN, P.D. *Fiduciary Obligations*, Sydney, Lawbook Co., 1977.

FLEURIET, M., *Banques d'investissement et de marché : Les métiers des banques d'affaires*, Paris, Economica, 2007.

FOK KAM, A., *From Conflict to Trust: How Mutual Funds Manage Conflicts of Interest*, Toronto, Carswell, 2009.

FUNG, F., M. GRAHAM et D. WEIL, *Full disclosure: The perils and promise of transparency*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007.

GEISST, C., *Investment Banking in the Financial System*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1995.

GOLDMAN SACHS, *Rapport annuel 2007*, [en ligne: <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/investors/financials/current/annual-reports/2007-annual-report.html>].

GOLDMAN SACHS, Form 10-Q, *Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1933 for the quarterly period ended August 31, 2007*, [en ligne: <http://www2.goldmansachs.com/our-firm/investors/financials/archived/10q/10q-2007-3q.pdf>].

GOODE, R.M. (dir.), *Conflicts of Interest in the Changing Financial World*, London: The Institute of Bankers, Hyperion Books, 1986.

GROUP OF THIRTY (CONSULTATIVE GROUP ON INTERNATIONAL ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS, INC.), *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, 2009, [en ligne: <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>].

GROUPE D'EXPERTS SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport final et recommandations*, janvier 2009, [en ligne: <http://www.expertpanel.ca/fra/rapports/index.html>].

GROUPE DE TRAVAIL SUR LES DELITS D'INITIÉS, *Délits d'initiés au Canada: Recommandations en matière de prévention, de dépistage et de dissuasion*, novembre 2003, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/salle-de-presse/nouvelles/2004/nouvelle-116/Rapport-IITTF.pdf>]

GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION EN VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Rapport final – Le Canada s'engage*, volume 1, 2006, [en ligne : http://www.tfmsl.ca/index_fr.html].

HAMILTON, S. et A. MICKLETHWAIT, *Greed and Corporate Failure*, New York, Palgrave Macmillan, 2006.

HESSLER, P., *Médias et Scandales des Entreprises*, Éditions Bréal, 2006.

INSTITUT DES FONDS D'INVESTISSEMENT DU CANADA, *Report on Market Timing and Short Term Trading*, 25 août 2004.

LEFEBVRE, B., *La bonne foi dans la formation du contrat*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1998.

LIAW, T.K., *The Business of Investment Banking*, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1999.

LITAN, R. E. et J. RAUCH, *American Finance for the 21st Century*, Washington D.C.; Brookings Institution Press, 1998.

MACKAAY, E. et S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2^e éd., Paris/Montréal, Éditions Dalloz/Thémis, 2008.

MALONE, M. S., *Going Public: MIPS Computer and the Entrepreneurial Dream*, New York, E. Burlingame Books, 1991.

MARSHALL, J. F. et M. E. ELLIS, *Investment Banking and Brokerage*, New York, McGraw-Hill, 1993.

MCGHEE J., *Snell's Equity*, 30^e éd., London, Sweet & Maxwell, 2000.

MCVEA, H., *Financial Conglomerates and the Chinese Wall*, Oxford, Clarendon Press, 1993.

MORRISON, A.D. et W.J. WILHELM, Jr., *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*, Oxford, Oxford University Press, 2007.

NYSE/NASD IPO ADVISORY COMMITTEE, *Report and Recommendations of a committee convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD at the request of the U.S Securities and Exchange Commission*, mai 2003, [en ligne: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@guide/documents/industry/p010373.pdf>]

QUÉBEC, *Rapport du comité sur les institutions financières*, Québec, 1969.

ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *Report on Mutual Fund Trading Practices Probe*, mars 2005.

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, Rapport du Comité Technique, octobre 2005, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>].

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Compliance Function at Market Intermediaries*, Rapport du Comité Technique, *Final report*, mars 2006, [en ligne: www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf].

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Conflicts of interest of CIS operators*, Rapport du Comité Technique, mai 2000, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>].

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offering*, Rapport du Comité Technique, novembre 2007, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>].

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Objectives and*

Principles of Securities Regulation, mai 2003, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>].

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Principles for the supervision of operators of collective investment schemes*, septembre 1997, Comité technique, [en ligne : <http://www.isoco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>].

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Principles for Regulation of Collective Investment Schemes*, Report on Investment Management, octobre 1994, [en ligne : <http://iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf>].

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Report on Analysts' Conflicts of Interest*, Rapport du Comité Technique, septembre 2003, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO152.pdf>].

OICV, *Principles on Point of Sale Disclosure*, Consultation Report, 16 novembre 2009, [en ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO310.pdf>].

ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Soft Commissions Arrangements for Collective Investment Schemes* – Rapport du Comité Technique, novembre 2007, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>].

RAJAN, R. G. et L. ZINGALES, *Saving Capitalism From the Capitalists*, New York, Crown Business, 2003.

SALZEDO, S. et C. HOLLANDER Q.C., *Conflicts of Interest & Chinese Walls*, London, Thomson: Sweet & Maxwell, 2004.

SPENCER, P. D., *The Structure and Regulation of the Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press, 2000.

STEVENS, D.P., *Trust Law Implications of Proposed Regulatory Reform of Mutual Fund Governance Structures. A Background Research Report to Concept Proposal 81-402 of the Canadian Securities Administrators*, 1^{er} mars 2002, [en ligne: http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/2-Trust_Law_implications_81-402.pdf].

SENAT DU CANADA, *Vers une plus grande compétitivité dans le secteur financier*, Seizième rapport du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, Ottawa, 1986.

UNITED KINGDOM, LAW COMMISSION, *Fiduciary Duties and Regulatory Rules*, Report No. 236, 1995.

U.S. COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION, *Interim Report of the Committee on Capital Markets*, Washington, D.C.: Committee on Capital Markets, 2006.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, 17 juin 2009, [en ligne: http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf].

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Securities and Exchange Commission Report of Special Study of Securities Markets*, H.R. Doc., No 95, 88th Cong., 1st session, pt. 1, p. 439 (1963).

U.S., CONGRESS. SENATE. COMMITTEE ON BANKING, HOUSING, AND URBAN AFFAIRS, *Improper activities in the securities industry: hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, United States Senate, One hundredth Congress, first session, Wahsington D.C., 1987.

MEMOIRES ET THESES

BIRON, J., *La responsabilité de l'intermédiaire de marché et la protection du petit investisseur: à la recherche d'un certain équilibre*, mémoire de maîtrise, Montréal, Faculté des études supérieures, Université de Montréal, 2005.

BORGERS, O. J., *Conflicts of Interest and the Integration of The Banking and Securities Industries in Canada*, Mémoire de Maîtrise, Faculté de droit, Université de Toronto, 1988.

LADOUCEUR, N., *Le Contrôle des Conflits d'Intérêts: Mesures Législatives et Murailles de Chine*, Mémoire de maîtrise, Faculté de droit, Université d'Ottawa, 1993.

MEIR, L., *The Involvement of Commercial Banks in Securities Activities*, Toronto: S.J.D. Thesis, Faculté de Droit, Université de Toronto, 1984.

PÉRIODIQUES, ARTICLES PARUS DANS UN RECUEIL D'ÉTUDES ET ARTICLES SUR SUPPORT ÉLECTRONIQUE

ABDUL RAHIM MOUSA, A., « In Search of Honesty and Altruism », (2007) 27 *Finance & The Common Good/Bien Commun* 41.

ANAND, A. I., « Rules v. Regulations as Approaches to Financial Market Regulation », (2009) 49 *Harv. Int'l L.J.* 111.

ANAND, A. et L. JOHNSON, « Are Underwriters Essentials? Empirical Evidence on Non Book-Built Offerings », (2006-2007) 3 *N.Y.U.J.L. & Bus.* 1.

ARGANDOÑA, A., « Conflicts of interest: the ethical viewpoint », *Working Paper No 552, publié par la Chair of Economics and Ethics, IESE Business School, University of Navarra*, mars 2004, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=683784>].

ANDERSON, A. G., « Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure », (1978) 25 *UCLA L. Rev.* 738.

AWREY, D., « Principles, Prescriptions and Polemics: Regulating Conflicts of Interest in the Canadian Investment Fund Industry », (2009) 32 (1) *Dalhousie Law Journal* 69.

BAHAR, R. et L. THÉVENOZ, « Conflicts of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market », dans R. BAHAR et L. THÉVENOZ (dir.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Kluwer Law International, 2006, 277.

BAHAR, R., « Executive Compensation: Is Disclosure Enough? », dans R. BAHAR et L. THÉVENOZ (dir.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Kluwer Law International, 2006, 103.

BALFOUR, R., « Ownership of the Securities Industry in Canada: The Collapse of One Pillar », dans P. E. S. JEWETT (dir.), *Securities law for the specialist: securities regulation*, 1987 Annual Institute on Continuing Legal Education, Toronto, Canadian Bar Association-Ontario, Continuing Legal Education, 1987.

BAND, C., « Conflicts of interests in Financial Services and Markets », (2006) *J.I.B.L.R.* 677.

BARNEY, J. J., « Missing the Mark: NASD Rule 2711 and NYSE Rule 472 Mistakenly Emphasize Disclosure Rather Than Amending The Pleading Requirements of PSLRA », (2003-2004), 48 *N.Y. L. Sch. L. Rev.* 537.

BEBCHUK, L.A et M. KAHAN, « Fairness Opinions: How fair Are They and What Can Be Done About It? », (1989) *Duke L. J.* 27.

BARONDES, R. de R., « NASD Regulation of IPO Conflicts of Interest – Does Gatekeeping Work? », (2005) 79 *Tul. L. Rev.* 859.

BERG, A., « Chinese Walls Come Tumbling Down », (1991) 10 (10) *International Financial Law Review* 23.

BOATRIGHT, J. R., « Financial Services », dans Micheal DAVIS et Andrew STARK (dir.), *Conflicts of Interest in the Professions*, Oxford, Oxford University Press, 2001, 217.

BODNARUK, A., M. MASSA et A. SIMONOV, « Investment Banks as Insiders and the Market for Corporate Control », *EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper*, 2007, [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=966202>].

BLACK, B., « The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets », (2001) 48 *UCLA L. Rev.* 781.

BLACK, J., « Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation », (2008) 3 *Capital Markets L. J.* 425, 456.

BLACK ET AL., J., « Making a Success of Principles Based Regulation », (2007) 1(3) *L. & Financial Markets Rev.* 191.

BLOCK, D. J. et J. M. HOFF, « Reliance on Fairness Opinions », *New York Law Journal*, no 115, 16 juin 1994 (Legal Trac).

BLOMMESTEIN, H. J., « Why is Ethics Not Part of Modern Economics and Finance? A Historical Perspective », (2006) 24 *Finance & The Common Good/Bien Commun* 54.

BRADLEY, D. J., J. R. RITTER et B. D. JORDAN, « Analyst Behavior Following IPOs: The ‘Bubble Period’ Evidence », juillet 2005, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=758388>].

BONI, L., « Analyzing the Analysts after the Global Settlement », dans R. E. LITAN and Y. FUCHITA (dir.), *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Brookings Institution Press and Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006, 139.

CALOMIRIS, C. W et H. J. SINGER, « How Often Do ‘Conflicts of Interests’ in the Investment Banking Industry Arise During Hostile Takeovers? », 26 février 2004, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=509562>].

CAIN, D. M., G. LOEWENSTEIN et D. A. MOORE, « The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest », (2005) 34(1) *Journal of Legal Studies* 1

CAIN, D.M, G. LOEWENSTEIN et D.A. MOORE, « Coming Clean but Playing Dirtier: The Shortcomings of Disclosure as a Solution to Conflicts of Interest », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), *Conflicts of interests : Challenges and Solutions in Business, Law, Medecine and Public Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, 104.

CAROZZI, M. A., « Financial Institutions Playing Different Roles: The Parmalat Case » , (2006) *European Business Law Review* 1535.

CARNEY, W. J., « Fairness Opinions: How Fair Are They and Why We Should Do Nothing About It », (1992) 70 *Wash. U. L. Q.* 523.

CARSON, T. L., « Conflicts of Interest and Self-Dealing in the Professions: A Review Essay », (2004) 14 no. 1 *Business Ethics Quarterly* 161.

CHANT, J., *La crise du PCAA au Canada : incidence sur la réglementation des marchés financiers*, Étude préparée à l'intention du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2009, [en ligne: <http://www.expertpanel.ca/fra/rapports/etudes-de-recherche/crise-pcaa-canada-chant.html>].

CHARREAUX, C., « La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature », dans Alain COURET, Patrick JOFFRE, Gérard KOENIG et Bernard de MONTMORILLON, *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Paris, Economica, 1987, 23.

CHOI, S. J., « A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries », (2004) 1 *Berkeley Business Law Journal* 1.

CHOI, S. J., « Market Lessons for Gatekeepers », (1998) 92 *N.W. U. L.* 916.

CHOI, S. J. et A. C. PRITCHARD, « Behavioral Economics and the SEC », (2003) 56 *Stan L. Rev.* 1.

CHOI, S. J. et J. A. FISCH, « How to Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for the Securities Intermediaries », (2003-2004) 113 *Yale L. J.* 269.

CHUGH, D., M. H. BAZERMAN et M. R. BANAJI, « Bounded Ethicality as a Psychological Barrier to Recognizing Conflicts of Interest », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), *Conflicts of interests: Challenges and Solutions in Business, Law, Medecine and Public Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, 74.

CLEEK, M. A. et S. L. LEONARD, « Can Corporate Codes of Ethics Influence Behavior? », (1998) 17 *Journal of Business Ethics* 619.

COFFEE, J. C., « The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting », *Columbia Law and Economics Working Paper No. 191*, 2001, [en ligne: <http://papers.ssrn.com/abstract=270944>].

COFFEE, J. C., « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », (2004) 84 *Boston U.L. Rev.* 301.

COFFEE, J. C., « IPO Underpricing and Dutch Auctions », (1999) 55 *N.Y.L.J.* 5.

COFFEE, J. C., « Law and the Market: The Impact of Enforcement », (2007) 156 *U. Pa. L. Rev.* 229.

COFFEE, J. C., « Re-Engineering Corporate Disclosure: The Company Debate Over Company Registration », (1995) 52 *Wash. & Lee L. Rev.* 1143.

COFFEE, J. C., «The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC », (2003) 103 *Colum. L. Rev.* 1293.

COFFEE, J. C., « The End of Phony Deterrence ? SEC v. Bank of America », *The New York Law Journal*, 17 septembre 2009 (Legal Trac).

COFFEE, J. C., «Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid », (2002) 57 *Bus. Law.* 1403.

COFFEE, J. C., «What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's», (2004) 89 *Cornell L. Rev.* 269.

COOPER, J., « *Managing Conflicts of Interest in the Australian Financial Service Industry* », *Paper presented at the Securities & Derivatives Industry Association 2006 Conference*, Melbourne, 26 juin 2002, [en ligne: [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/managing_conflicts_of_interest.pdf/\\$file/managing_conflicts_of_interest.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/managing_conflicts_of_interest.pdf/$file/managing_conflicts_of_interest.pdf)].

COOPER ALEXANDER, J. « The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings Are Underpriced », (1993) 41 *UCLA L. Rev.* 17.

CONDON, M., « Your Money or Your Life? The Future of Litigation and Enforcement in Ontario Securities Litigation », dans Paul D. PATON (dir.), *Taking Stock, Challenge and Change in Securities Regulation*, Kingston, Queen's Annual Business Law Symposium, Faculty of Law, Queen's University, 2005, 222.

COX, J. D., « Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct », (1997) 60 *Law & Contemp. Probs* 1.

CRAWFORD, V. P. et J. SOBEL, « Strategic Information Transmission », (1982) 50 *Econometrica* 1431.

CRÊTE, R., « Les investisseurs institutionnels et leurs conflits d'intérêts dans le contexte des mesures défensives », dans R. CRÊTE (dir.), *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada: aspects juridiques et financiers*, Cowansville, Les Éditions Yvon Blais, 1991, 193.

CRÊTE, R., avec la collaboration de P. MCSWEENEY, «Les vérificateurs après la tempête financière: un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », (2005) 35 *Revue Générale de Droit* 207.

CURTIS, G., « The Financial Crisis and The Collapse of the Ethical Behaviour », *White Paper No. 44*, Greycourt & Co. Inc, 2008, [en ligne:

<http://www.greycourt.com/whitepapers/WhitePaper044-FinancialCrisis.pdf>].

CUNNINGHAM, L. A., « A Prescription to Retire the Rhetoric of Principles-Based Systems in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting », (2007) 60 *Vand. L. Rev.* 141.

DAVIDOFF, S. D., « Fairness Opinions », (2006) 55 *American University Law Review* 1557.

DAVIES H., « The Future of Financial Regulation », (2008) 9 (1) *World Economics* 11.

DIAMOND, D.W., « Financial intermediation and delegated monitoring », (1984) 51 *Review of Economic Studies* 393-414.

DEMIRAG, I. et J. O'BRIEN, « Conflicting and Conflating Interests in the Regulation and Governance of the Financial Markets in the United States », (2004) 15 *JCC* 111.

DERRIEN, F. et Kent L. WOMACK, « Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets », (2003) 16 *R. Fin. Studs.* 31.

DRUCKER, S. et M. PURI, « Tying Knots: Lending to Win Equity Underwriting Business », *AFA 2004 San Diego Meetings*, septembre 2003, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=444160>].

DRYANCOUR, G., « Les chartes éthiques sont-elles des outils de gestion? », dans J.-Y. NAUDET (dir.), *Éthique économique, fondements, chartes éthiques, justice*, Actes du colloque organisé par le Centre de Recherches en Éthique Économique et des Affaires et Déontologie Professionnelle de la Faculté de Droit d'Aix-Marseille, Aix-en-Provence, juillet 1995, 107.

EASTERBROOK, F. H. et D. R. FISCHER, « Mandatory Disclosure and the Protection of Investors », (1984) 70 *Virginia Law Review* 669.

ELSON, C. M., « Fairness Opinions: Are They fair or Should We Care ? », (1992) 53 *Ohio State Law Journal* 951.

ENRIQUES, L., « Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View », (2009) 30 no 4 *U. Pa. J. Int'l L.* 1147.

ENRIQUES, L., « Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework », [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=782828>].

FABIEN, C., « Le nouveau droit du mandat » dans *La réforme du Code civil*, Volume II, Textes réunis par le Barreau et la Chambre des notaires, Québec, Les Presses de l'Université Laval, 1993, 881.

FANTO, J., « The Continuing Need for Broker-Dealer Professionalism in IPOs », (2007-2008) 2 *Entrepreneurial Bus. L.J.* 679

FANTO, J., « Subtle Hazards Revisited – The Corruption of a Financial Holding Company By a Corporate Client’s Inner Circle », (2004) 70 (1) *Brooklyn Law Review* 7.

FEINBERG, J., « Wall Street Investigates Its Chinese Walls », *Investment Dealers’ Digests*, 18 mai 1987, p. 22.

FERRARINI, G. A. et P. GIUDICI, « Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case », *ECGI - Law Working Paper No. 40/2005*, 2005, [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=730403>].

FINN, P. D., « Conflicts of Interest and Professionals », dans *Professional Responsibility*, New Zealand Legal Research Foundation Inc., Document présenté à un séminaire sur la responsabilité professionnelle, University of Auckland, 29 mai 1987.

FINN, P.D., « The Fiduciary Principle », in T. G. YODAN (dir.), *Equity, Fiduciaries and Trusts*, Toronto, Carswell, 1989.

FISCH, J. E., « Fiduciary Duties and the Analyst Scandals », (2007) 58(5) *Alabama Law Review* 1083.

FISCH, J. E., « The Analyst as Fiduciary: A Misguided Quest for Analyst Independence », *University of Pennsylvania Law School, Working Paper*, septembre 2006, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=934850].

FISCH, J. E. et H. A. SALE, « The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analyst », (2002-2003) 88 *Iowa L. Rev.* 1035.

FISCHEL ET AL., D. R., « The Regulation of Banks and Bank Holding Companies », (1987) 73 *Va. L. Rev.* 301.

FLANNIGAN, R., « The Boundaries of Fiduciary Accountability », (2004) 83 *Revue du Barreau Canadien* 35.

FLANNIGAN, R., « Commercial Fiduciary Obligation », (1998) 36 *Alberta Law Review* 905.

FRIEDMAN, H. H. et L. W. FRIEDMAN, « The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong », 9 mars 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1356193>].

FORD, C., *La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes*, Une étude préparée pour le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2009, [en ligne: <http://www.expertpanel.ca/fra/rapports/etudes-de-recherche/index.html>].

FORD, C., « New Governance, Compliance and Principles-based Securities Regulation » (2008) 45 (1) *American Business Law Journal* 1.

FOX, M., « Gatekeeper Failures: Why Important, What to do », (2008) 106 *Michigan Law Review* 1089.

FRASER, D., G. M. HEBB et G. H. MACKINNON, « Lending and Underwriting: Evidence on Tying Behavior by Banks », [en ligne: www.fsa.ulaval.ca/nfa2003/papiers/Greg%20MacKinnon.pdf]

FUNG, A., D. WEIL, M. GRAHAM et E. FAGOTTO, « The Political Economy of Transparency: What Makes Disclosure Policies Effective? », *Ash Institute for Democratic Governance and Innovation, John Kennedy School of Management, Harvard University, Working Paper OP-03-04*, décembre 2004, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=766287].

GÉRARD, M., « L'Argent, l'Autre et le Temps », (1999) 3 *Reflets et Perspectives* 97.

GERDING, E. F., « The Next Epidemic: Bubbles and the Growth and Decay of Securities Regulation », (2006) 38 (3) *Connecticut Law Review* 393.

GILSON, R.J. et R. H. KRAAKMAN, « The Mechanisms of Market Efficiency », (1984) 70 *Va. L. Rev.* 549.

GNEEZY, U. et A. RUSTICHINI, « A fine is a price », (2000) *Journal of Legal Studies* 29.

GODLEWSKI, C.J., « Rôle de la Nature de l'Information dans l'Intermédiation Bancaire », *LaRGE Research Center, University of Strasbourg; EM Strasbourg Business School*, avril 2004, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=588165>].

GORMAN, G., « Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Brokers-Dealers ? », (2003-2004) 9 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 475.

GRIFFITH, S., « Spinning and Underpricing, A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings », (2003-2004) 69 *Brook. L. Rev.* 583.

HALL, R., « Stapled finance packages under scrutiny », (2006) *International Financial Law Review, Supplement – The 2006 Guide to Mergers and Acquisitions*, [en ligne: <http://www.iflr.com/Article/1984558/Stapled-finance-packages-under-scrutiny.html>].

HAMON, J., « Le Rôle et l'Évolution des Institutions de Surveillance », (2002) 5 no 141 *Revue Française de Gestion* 397.

HANRAHAN, P. F., « ASIC v. Citigroup : Investment Banks, Conflicts of Interest, and Chinese Walls », dans J. O'BRIEN (dir.), *Private Equity, Corporate Governance and the Dynamics of Market Capital Regulation*, London, Imperial College Press, 2007, 117.

HANRAHAN, P. F., « Fiduciary Duty and the Market: Private Law and the Public Good », *University of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 347*, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract-1184443>].

HAUBRICH, J. G. et J. A. C. SANTOS, « Alternative Forms of Mixing Banking with Commerce: Evidence from American History », Février 2003, [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=305281>].

HAUTCOEUR, P.-C., « La crise de 1929 et ses enseignements », dans J. GRAVEREAU et J. TRAUMAN (dir.), *Crises financières*, Paris, Economica, 2001.

HAWKE, J. D., « The Glass-Steagall Act: A Historical Perspective », (1986) 31 *N.Y.L. Sch. L. Rev.* 255.

HAYES III, S., « The Impact of Recombining Commercial and Investment Banking », (2004-2005) 70 *Brook. L. Rev.* 39.

HEALEY, P. M. et J. ISLES, « The Establishment and Enforcement of Codes », (2002) 39 *Journal of Business Ethics* 329.

HEALY, P. M. et K. G. PALEPU, « Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets : A Review of the Empirical Disclosure Literature », (2001) 31 *Journal of Accounting and Economics* 405.

HENNING, P. J., « Should the SEC Spin Off the Enforcement Division? », *Wayne State University Law School Research Paper No. 09-20*, 11 septembre 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1470857>].

HERRING, R. J. et A. M. SANTOMERO, « The Role of the Financial Sector in Economic Performance », *Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper 95-0*, juillet 1995, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=7647>].

HOGAN, J. M., « Shareholder Rights Plans: Self-Limiting Features and Redemptions: What's up with Stapled Financing? », (2006) 34 no. 3 *Securities Regulation Law Journal* 221.

HOPT, K. J., « Takeovers, Secrecy and Conflicts of Interest », dans Jennifer PAYNE (dir.), *Takeovers in English and German Law*, Portland, OR, Hart Publishing, 2002, 33.

HUNSICKER, S. R., « Conflicts of interest, Economic Distortions and the Separation of Trust and Commercial Banking Functions », (1977) 50 *Southern California Law Review* 611.

HURT, C., « Moral Hazard and the Initial Public Offering », (2004) 25 *Cardozo Law Review* 711.

ISSACHAROFF, S., « Legal Responses to Conflicts of Interest », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), *Conflicts of interests : Challenges and Solutions in Business, Law, Medecine and Public Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, 189.

JACKSON, H. E. et M. J. ROE, « Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence », *Harvard Public Law Working Paper No 08-28*, 16 mars 2009, [en ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1000086].

JENSEN, M. C. et W. ERHARD, « Beyond Agency Theory: The Hidden and Heretofore Inaccessible Power of Integrity », *Harvard Business School NOM Unit Working Paper No. 10-068; Barbados Group Working Paper No. 10-02*, 11 février 2010, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1552009>].

JENSEN, M.C., W. ERHARD et S. ZAFFRON, « Integrity: A Positive Model that Incorporates the Normative Phenomena of Morality, Ethics and Legality », *Harvard Business School NOM Working Paper No. 06-11*, 23 mars 2008, [en ligne http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=920625] (13 avril 2010).

JENSEN, M. C. et W. H. MECKLING, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305.

JOHNSON, B. D., «The SEC's 2006 Soft Dollar Guidance: Law and Economics », (2009) 30 (4) *Cardozo Law Review* 1545.

JOHNSON, C. A., « Holding Credit Hostage for Underwriting Ransom, Rethinking Bank Antitying Rules », (2002) 64 *U. Pitt. L. Rev.* 157.

KESNER, I. F, D. L. SHAPIRO et A. SHARMA, « Brokering Mergers: An Agency Theory Perspective on the Role of the Representatives », (1994) 37 *Acad. Mgmt. J.* 703.

KINGSEN, D. J., J. QIAN ET S. WEIHONG, « Are Fairness Opinions Fair: The Case of Mergers and Acquisitions, (2009) 91 no 2 *Journal of Financial Economics* 179.

KLEIN B. et K. B. LEFFLER, « The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance », (1981) 89 *J. POL. ECON.* 615.

KLINCK, D. R., « The Rise of the ‘Remedial’ Fiduciary Relationship: A Comment on *International Corona Resources Ltd. v. Lac Minerals Ltd.* », (1988) 33 *McGill L.J.* 600.

KOWALEWSKI, D., T. LEITKO et R. LEONARD, « Revolving Doors, Corporate Performance, and Corruption of Markets », (1991) 18 *Crit. Sociol.* 93.

KRAAKMAN, R. H., « Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls », (1983-1984) 93 *Yale L. J.* 857.

KRAAKMAN, R. H., « Gatekeepers: The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy », (1986) 2 *J.L. Econ. & Org* 53.

KRUIHOF, M., « Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate? », dans L. THÉVENOZ et R. BAHAR (dir.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Kluwer Law International, 2006, 277.

KUMPMAN, C. et P. C. LEYENS, « Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Toward a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation », (2008) 4 no. 1 *European Company and Financial Law Review* 72.

LABY, A. B., « Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships », (2004-2005) 54 *Am. U. L. Rev.* 75.

LAROCQUE, F., « La dissuasion et le No-Fault », (2001) 9 *Health Law Journal* 171.

LANGEVOORT, D.C., « Taming the Animal Spirits of the Stock Market: A Behavioral Approach to Securities Regulation », (2002) 97 *Nw.U.L.Rev.* 135.

LAW, W. A., « Wall Street and the Public Interest », dans Samuel L. HAYES III (dir.), *Wall Street and Regulation*, Boston, Harvard Business School Press, 1987, 169.

LEBEL, L. et P.-L. LESAULNIER, « L’interaction du droit civil et de la *common law* à la Cour suprême du Canada », (2006) 47(2) *Cahiers de Droit* 179.

LEFEBVRE, O., « La crise financière 2007 – 20??, Mise en perspective et premières leçons », décembre 2008, [en ligne: <http://www.uclouvain.be/cps/ucl/doc/econ/documents/OLefebvre-Dec08.doc>].

LELAND, H. E. et D. H. PYLE, « Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation », (1977) 32 no 2 *The Journal of Finance* 371.

LIPTON, M. et R. B. MAZUR, « The Chinese Wall Solution to the Conflict Problems of Securities Firms », (1975) 50 *N.Y.U.L. Rev.* 459.

LOEWENSTEIN, G., « Commentary. Conflicts of Interest Begin Where Principal-Agent Problems End », dans R. BAHAR et L. THÉVENOZ (dir.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Kluwer Law International, 2006, 202.

LOUGHRAN, T., « NASD Rule 2110 and the VA Linux IPO », (2005) 52 *Journal of Business Ethics* 141.

LJUNGQVIST, A. P. et W. J. WILHELM JR., « IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary ? », (2002) 65 *Journal of Financial Economics* 167

MACEY, J. R., « Special Interest Group Legislation and the Judicial Function: The Dilemma of Glass-Steagall », (1984) 33 *Emory L.J.* 1.

MACKAAY, E., « La responsabilité civile extracontractuelle – une analyse économique », dans Pierre-Claude LAFOND (dir.), *Mélanges Claude Masse – En quête de justice et d'équité*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, 316.

MANNE, H. G., « Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog That Did Not Bark », (2005) 31 (1) *Journal of Corporation Law* 167.

MARQUIS, K., « 'Responsive' Securities Regulation: An Assessment of the Enforcement Practices of the Ontario Securities Commission », *Regulation Papers, Carleton University, School of Public Policy and Administration*, octobre 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1532366>].

MARTEL, P., « Après Enron, Worldcom et les autres: Veut-on vraiment protéger les investisseurs? », dans *Valeurs mobilières et protection du public : Le point de vue de l'investisseur*, Actes du colloque UQAM/CVMQ, Montréal, Éditions Wilson & Lafleur Martel Ltée, 2004, 67.

MARTEL, P., « Les devoirs de loyauté des administrateurs de sociétés par actions fédérales – impact du Code civil du Québec », (2001) 61 *R. d. B.* 323.

MASON, A., « Themes and Prospects », dans P. D. FINN (dir.), *Essays in Equity*, Sydney, Lawbook Co., 1985, 242.

MATTEWS, M. C., « Code of Ethics: Organizational Behavior and Misbehaviors », (1987) 9 *Research in Corporate Social Performance* 107-130.

MAHONEY, P., « Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems », (1995) 62 *U. Chi. L. Rev.* 1047.

MAYNARD, T. H., « Spinning in Hot IPO – Breach of Fiduciary Duty or Business as Usual ? », (2002) 43 *Wm. & Mary L. Rev.* 2023.

MAYNARD T. H., « Spinning in Hot IPOs: A Matter of Business Ethics », *Loyola-LA Public Law Research Paper No. 22*, octobre 2002, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=337300>].

MCVEA, H. « Financial Conglomerates and Conflicts of Interest: Resolving a Regulatory Dilemma, (1996) 47 *N. Ir. Legal Q.* 239.

MEHRAN, H. et R. M. STULZ, « The Economics of Conflicts of Interests in Financial Institutions, (2007) 85 *Journal of Financial Economics* 267.

MENDEZ-PENATE, C. E., « The Bank ‘Chinese Wall’: Resolving and Contending With Conflicts of Duties », (1976) 93 *Ban. L. J.* 674.

MERTON, R. C. et ZVIE BODIE, « A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment », dans DWIGHT B. CRANE ET AL., *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Global Financial System Project, Harvard Business School, 1995, 3.

MIESSE, S., « Conflits d’intérêts et Chinese Walls au Sein des Intermédiaires Financiers », sous la supervision de Paul Nihoul, Université Catholique de Louvain, 2001.

MILLER, D. T., « Psychologically Naive Assumptions about the Perils of Conflicts of Interest », dans DON A. MOORE, DAYLIAN M. CAIN, GEORGE LOEWENSTEIN et MAX H. BAZERMAN (dir.), *Conflicts of interests: Challenges and Solutions in Business, Law, Medicine and Public Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, 126.

MILLER, K., « In Defense of Stapled Finance », (2006) 10 no. 1 *The M&A Lawyer* 1.

MISHKIN, F. S., « Policy Remedies fo Conflicts of Interest in the Financial System », dans *Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability: A Festschrift for Charles Freedman*, Ottawa, Conférence de la Banque du Canada, Juillet 2003, [en ligne: <http://www.bankofcanada.ca/en/conference/2003/remedies.pdf>], 217.

MONIN B. et D. T. MILLER, « Moral Credentials and the Expression of Prejudice », (2001) 81 *Journal of Personality and Social Psychology* 33.

MOORE, D. A et G. LOEWENSTEIN, « Self Interest, Automaticity, and the Psychology of Conflicts of Interest », (2004) 17 *Social Justice Research* 189.

NANDA, A., T. DELONG et L. VILLADOLID ROY, « History of Investment Banking », *Harvard Business School Cases*, 16 janvier 2002.

NOHEL, T., Z. J. WANG et L. ZHENG, « Side-by-Side Management of Hedge Funds and Mutual Funds », 2 décembre 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1516965>].

NOLAN, R. C., « The Legal Control of Directors' Conflicts of Interest in the United Kingdom: Non-Executive Directors Following the Higgs Reports », (2005) 6 *Theoretical Inquiries in Law* 413.

NORTON, J. J., « Up Against the « Wall »: Glass-Steagall and the Dilemma of a Deregulated ('Reregulated') Banking Environment », (1986-87) 42 *Bus. Law*. 327.

O'BRIEN, J. P., « Ethics and Corporate Governance: Banking on Scandal », (2006) 2 *Int. J. Business Governance and Ethics*, nos 1/2, 183.

O'BRIEN, J. P., « Managing Conflicts or Pre-Ordaining Failure: The Sisyphean Tragedy (or Absurdity) of Corporate and Capital Market Governance Reform », [en ligne : [https://www97.griffith.edu.au/govnet/tiki/tiki-download_file.php?fileId=31]].

OH, P. B., « The Dutch Auction Myth », (2007) *Wake Forest Law Review* 42.

O'LEARY, C., « Cracks in the Chinese Wall: Four years after SEC settlement, is Wall Street research withering in the shadows? », *Investment Dealer's Digests*, 5 mars 2007, p. 19.

O'NEAL, M. K., « Summary and Analysis of the Gramm-Leach-Bliley Act », (2000) 28 *Sec. Reg. L.J.* 95.

PARK, J., « The Competing Paradigms of Securities Regulation », (2007) 57 *Duke Law Journal* 625.

PARTNOY, F., « Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal For A Modified Strict Liability Regime, (2001) 79 *Wash. U. L. Q.* 491.

PERKINS, E. J., « The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History », (1971) 88 *Banking L.J.* 483.

PITT, H. L. et K. A. GROSKAUFMANIS, « Minimising Corporate Civil and Criminal Liability : A second look at Corporate Codes of Conduct », (1990) 78 *Geo. L.J.* 1559.

POSER, N. S., « Conflicts of Interest within Securities Firms », (1990) 16 *Brooklyn Journal of International Law* 111.

POSER, N. S., « Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K. », (1988) 9 *Mich Y.B. Int'l Legal Stud.* 91.

POSER, N. S., « Why the SEC Failed: Regulators Against Regulation », (2009) 3 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 289.

PRENTICE, R. A., « The Inevitability of a Strong SEC », (2005-2006) 91 *Cornell L. Review* 799.

PRENTICE, R. A., «Whiter Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for its Future », (2002) 51 (5) *Duke Law Journal* 1397.

RETHEL, L. et G. PALAZZO, « Conflicts of Interest in Financial Intermediation », *Working paper 0514, Institut Universitaire de Management International*, [en ligne: http://www.hec.unil.ch/cms_irm/WP0514.pdf].

RICHBERG, D. R., « The Industrial Liberalism of Justice Brandeis », (1931) 31 no. 7 *Columbia Law Review* 1094.

RITCHIE, T., « ASIC v Citigroup: An Amber Light For Proprietary Trading », (2008) *Corporate Governance eJournal* 5.

RITTER, J. R., « Some Factoids about the 2009 IPO Market », *University of Florida*, 6 avril 2010, [en ligne: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2009Factoids.pdf>].

RUEDA, R., « The Hot IPO Phenomenon and the Great Internet Bust », (2001) 7 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 21;

RODRIGUES, U., « From Loyalty to Conflict: Addressing Fiduciary Duty at the Officer Level », (2009) 61 no 1 *Florida Law Review* 1.

ROSSOUW, G. et L. VAN VUUREN, « Modes of managing morality; a descriptive model of strategies for managing ethics », (2003) 46 (4) *Journal of Business Ethics* 389.

ROUSSEAU, S., « La gouvernance d'entreprise à la croisée des chemins : comment restaurer la confiance des investisseurs à la suite de l'affaire Enron ? », dans BARREAU DU QUEBEC, SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE, *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003.

ROUSSEAU, S., « La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fautive ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières », (2000) 34 *R.J.T.* 193.

ROUSSEAU, S. et J. BIRON, « La relation entre les courtiers et les gestionnaires en valeurs mobilières et leurs clients : quelques observations sur l'influence du Code civil du Québec », *Texte présenté lors de la conférence Insight, La réglementation des courtiers et gestionnaires en valeurs mobilières*, 17 octobre 2005, [en ligne: http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/qui-sommes-nous/fonds-reserve-education-promotion/projets-acceptes/SC-74Rousseau_Biron.pdf].

ROY, J., *La réglementation du secteur financier: Pour une évolution dynamique et prudente*, Mémoire présenté au groupe de travail Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, 9 octobre 1997.

SALE, H.A., « Gatekeepers, Disclosure, and Issuer Choice », (2002) 81 *Washington University Law Quarterly* 403.

SCHWARCZ, S. L., « Regulating Complexity in Financial Markets », *Duke Law School Public Law & Legal Theory Paper No. 217*, février 2010, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1240863].

SCHOTLAND, R. A., « Conflicts of Interest within the Financial Firm: Regulatory Implications », dans Franklin R. EDWARDS (dir.), *Issues in Financial Regulation*, New York, McGraw Hill, 1979.

SCHOTLAND, R. A., « Conclusions and Recommendations », dans REPORT OF THE TWENTIETH CENTURY FUND, STEERING COMMITTEE ON CONFLICTS OF INTEREST IN THE SECURITIES MARKET, préc., note 280, 565.

SCIANNI, G. N., « From Behind the Corporate Veil: The Outing of Wall Street Investment Banking's Scandals : Why Recent Regulations May Not Mean the Dawn of a New Day », (2003-2004) 9 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 257.

SEYHUN, H. N., « Insider Trading and the Effectiveness of Chinese Walls in Securities Firms », (2007-2008) 4 *J.L. Econ. & Pol'y* 369, 387.

SHAVELL, S., « Law versus morality as regulators of conduct », *Discussion Paper No 340, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, novembre 2001, [en ligne : http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/].

SHERMAN, A. E. et S. TITMAN, « Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information », (2001) 65 *Journal of Financial Economics* 3.

SHER, N., « Underwriters' civil liability for IPOs: An Economic Analysis », (2006) 27 *U. Pa. J. Int'l Econ. L.* 389.

SIELAND, R. P., « Note. Caveat Emptor ! After All the Regulation Hoopla, Securities Analysts Remain Conflicted on Wall Street », (2003) *U. Ill. L. Rev.* 531.

SIMING, L., « Dual Role Advisors and Conflicts of Interest », 23 septembre 2009, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1376124>].

SIRRI, E., « Investment Banks, Scope and Unavoidable Conflicts of Interest », (2004) *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review* 23.

SIMARD, J. et M.-A. MORENCY, « Droit, déontologie et éthique: distinctions et applications en gestion », (2002) *Organisations et territoires* 13.

SMITH, J. E., « Glass-Steagall Act, A History of Its Legislative Origins and Regulatory Construction », (1975) 92 *Banking L. J.* 38.

STEVENS, B. « Corporate Ethical Codes: Effective Instruments for Influencing Behavior », (2008) 78 *Journal of Business Ethics* 601.

TCHOUTOURIAN, I., « Devoirs et responsabilités des administrateurs d'entreprises d'investissement: les récentes précisions de la Securities and Exchange Commission », (2008) 6 *Revue de Droit Bancaire et Financier*, 14-20.

THÉVENOZ, L. (interview de), « Le conflit d'intérêts : une composante inéluctable des marchés financiers », (2006) 24 *Finance & The Common Good/Bien Commun* 65.

TOMANSIC, R., « Chinese Walls, Legal Principle and Commercial Reality in Multi-Service Professional Firms », (1991) 14 *U.N.S.W.L.J.* 46.

TOWNSEND, L. C., « Can Wall Street's Global Resolution Prevent Spinning? A Critical Evaluation of Current Alternatives », (2003-2004) 34 *Seton Hall L. Rev.* 1121.

TUCH, A., « Investment Banking: Immediate Challenges and Future Directions », (2006-2007) *Commercial Law Quarterly* 37.

TUCH, A., « Investment Banks as Fiduciaries: Implications for Conflicts of Interest », (2005) 29 (2) *Melbourne University Law Review* 478.

TUCH, A., « Obligations of Financial Advisers in Change-of-Control Transactions: Fiduciary and Other Questions », (2006) 24 no 88 *Company and Securities Law Journal* 488-521.

TUCH, A., « The Paradox of Financial Services Regulation: Preserving Client Expectations of Loyalty in an Industry Rife with Conflicts of Interest », *Legal Studies Research Paper No. 08/21*, 2008, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1086480>].

TUCH, A., « Securities Underwriters in Public Capital Markets: The Existence, Parameters and Consequences of the Fiduciary Obligation to Avoid Conflicts », (2007) *Journal of Corporate Law Studies* 51.

TYLER, R. « Managing Conflicts of Interest within Organizations - Does Activating Social Values Change the Impact of Self-Interest on Behavior? », dans Don A. MOORE, Daylian M. CAIN, George LOEWENSTEIN et Max H. BAZERMAN (dir.), *Conflicts of interests: Challenges and Solutions in Business, Law, Medecine and Public Policy*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005, 13.

VARN, L., « The Multi-Service Securities Firm and The Chinese Wall: A New Look in the Light of the Federal Securities Code », (1984) 63 *NEB. L. Rev.* 197.

VINOD, H. D., « Divest Investment Banking from Financial Institutions », *IEEP, Fordham U., Economics Working Paper No. 02-01.*, 12 août 2002, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=323280>].

WAGSTAFF, M., « Principles-based Regulation: Stability, Risk and Trust », *Paper presented to the 2nd Annual Cambridge Conference on Regulation*, 12 septembre 2007, [en ligne : http://www.cbr.can.ac.uk/pdf/Wagstaff_Paper.pdf].

WALTER, I., « Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Services Firms », (2004) 22 (4) *European Management Journal* 361.

WALTER, I., « Conflicts of Interest and Market Discipline in Financial Firms », dans Michael FRANKEL, Ulrich HOMMEL et Markus RUDOLF (dir.), *Risk Management – Challenge and Opportunity*, 2^e éd., Springer, 2005, 25.

WALTER, I., « Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: the Evidence so Far », *New York University - Leonard N. Stern School of Business*, 20 décembre 2006, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=952682].

WEEKS, W. A. et J. NANTEL, « Corporate Codes of Ethics and Sales Force Behavior: A Case Study », (1992) 11 *Journal of Business Ethics* 753.

WELCH, I., « Herding Among Security Analysts », (2000) 58 *Journal of Financial Economics* 369.

WHITE, E. N., « Quis Custodiet Ipsos Custodes? Controlling Conflicts of Interest in the Financial Industry », dans Claudio BORIO, William Curt HUNTER, George G. KAUFMAN et Kostas TSATSARONIS (dir.), *Market Discipline Across Countries and Industries*, Cambridge, MA, MIT Press, 2004, 287.

WIESENFELD, J., « Dealing with Dealers – Conflicts of Interest Issues », dans A. ANAND et W. F. FLANAGAN, *Conflicts of Interest in Capital Market Structures*, Queen's Law School 2003 Annual Business Law Symposium, Faculty of law, Queen's University, Kingston, Ont., 2004.

WILMARTH JR., A. E., « Did Universal Banks Play a Significant Role in the U.S. Economy's Boom-and Bust Cycle of 1921-1933 ? A Preliminary Assessment », dans FOND MONÉTAIRE INTERNATIONAL. *Current Developments in Financial and Monetary Law*, volume 4, Washington D.C., International Monetary Fund Publication Services, 2005, 559.

WILMARTH JR., A. E. « How Should We Respond to the Growing Risks of Financial Conglomerates », *Public Law and Legal Theory Working Paper no. 034*, 2001, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=291859>].

WITMER MCTAGUE, R., « Unger Says Securities Firms Complied Poorly With Rules Relating to Analyst's Investments », (2001) 33 *Sec. Reg. & L. Rep.* 1136.

WOLFSON, N., « Investment Banking », dans REPORT OF THE TWENTIETH CENTURY FUND, STEERING COMMITTEE ON CONFLICTS OF INTEREST IN THE SECURITIES MARKET, *Abuse on Wall Street: Conflicts of Interest in the Securities Markets*, Westport, Quorum, 1980, 365.

WONG, S.C.Y., « A Call to Reform US Disclosure-Based Regulation », *Northwestern University School of Law; Governance for Owners, Northwestern Law & Econ Research Paper No. 10-07*, février 2010, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1556542].

ZINGALES, L., « The Costs and Benefits of Financial Market Regulation », *ECGI Law Working Paper N° 21/2004*, avril 2004, [en ligne: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=536682].

BULLETTINS ET AUTRES

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, *Enforcement of Outcomes-Based Securities Legislation*, 6 mai 2004, [en ligne: [http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Enforcement\(1\).pdf](http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Enforcement(1).pdf)].

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, « Citigroup Global Markets Limited », *Final Notice*, 28 juin 2005, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/cgml_28jun05.pdf].

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Principles-Based Regulation: Focusing on Outcomes that Matter*, avril 2007, [en ligne: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>].

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Reforming remuneration practices in financial services*, Document de consultation, mars 2009, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp09_10.pdf] (12 avril 2010).

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Treating customers fairly – towards fair outcomes for consumers*, juillet 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/tcf_towards.pdf].

ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, *Lignes directrices sur les sanctions disciplinaires des courtiers membres*, mars 2009, [en ligne: http://www.iroc.ca/French/Enforcement/Policies/Documents/DisciplinarySanctionGuidelines_fr.pdf].

ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *Fair Dealing Model. Concept Paper*, 2004, [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/cp_33-901_20040129_fdm.pdf].

NASD, « NASD Charges Robertson Stephens with Sharing in Millions of Dollars of Customers' Profits in Exchange for « Hot » IPO Shares », *News Release*, 9 janvier 2003, en ligne: [http://www.nasdr.com/news/pr2003/release_03_001_.html].

NASD, « NASD Sanctions Investment Bankers for IPO Violations », *News Release*, 18 mai 2004.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, « The SEC Charges Goldman Sachs With Fraud In Connection With The Structuring and Marketing of a Synthetic CDO », *Litigation Release No. 21489*, 16 avril 2010, [en ligne: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21489.htm>].

ARTICLES DE PRESSE

« The Bottom Line: A Hippocratic oath to heal the business world, but is there a cure for human greed? », *Business Day*, 15 juin 2009, [en ligne: <http://www.businessday.co.za/articles/Content.aspx?id=73403>] (20 avril 2010).

« Goldman Sachs: Behind the Brass Plate », *The Economist*, vol. 379, tirage 8475, 29 avril 2006, pp. 69-70.

« Redesign flaws », (2002) *The Economist*, vol. 365, tirage 8299, 16 novembre 2002 p. 11.

« The price of atonement », (2002) *The Economist*, vol. 365, tirage 8299, 16 novembre 2002, pp. 61-63.

ANDREW, E.L., « A 'Moral Hazard' for a Housing Bailout: Sorting the Victims From Those Who Volunteered », *The New York Times* (Online), 23 février 2008, [en ligne: <http://www.nytimes.com/2008/02/23/business/23housing.html>].

COMSTOCK, C., « Goldman's NY CDO Prop Trading Desk Is Right Next To Its Client Trading Desk And Both Share The Same Director », *Business Insider*, 12 mars 2010, [en ligne: <http://www.businessinsider.com/goldmans-ny-cdo-prop-trading-desk-is-right-next-to-its-client-trading-desk-and-both-share-the-same-director-2010-3>].

DEN TANDT, M., « Wall Street deal smacks of hypocrisy », *Globe & Mail*, 1^{er} mai 2003, Chronique « In Focus ».

ELSTROM, P., « Jack Grubman: The Power Broker - From his Wall Street perch, he's reshaping telecom and stirring up controversy », *The Business Week Online*, 15 mai 2000, [en ligne: <http://www.businessweek.com/archives/2000/b3681212.arc.htm>].

HENRY, D., « A Fair Deal – But For Whom? », *Business Week Online*, 24 novembre 2003, [en ligne: http://www.businessweek.com/magazine/content/03_47/b3859105_mz020.htm].

KRUGMAN, P., « The Madoff Economy », *The New York Times*, 19 décembre 2008, p. A-45.

MERCURE, P., « Stephen Jarislowsky: la nature humaine guide la finance », *Cyberpresse*, 21 février 2009, [en ligne: <http://lapresseaffaires.cyberpresse.ca/economie/grande-entrevue/200902/21/01-829786-stephen-jarislowsky-la-nature-humaine-guide-la-finance.php>].

MORGANS, O., « Wall Street's inscrutable titan takes a tumble », *Observer*, 11 juin 2006, [en ligne : <http://www.guardian.co.uk/business/2006/jun/11/theobserver.observerbusiness1>].

MORGENSON, G. et L. STORY, « Banks Bundled Bad Debt, Bet Against It and Won », *The New York Times* (Online), 23 décembre 2009, [en ligne: <http://www.nytimes.com/2009/12/24/business/24trading.html>].

REUTERS, « Obama statement on limiting bank risk-taking », 21 janvier 2010, [en ligne: <http://www.reuters.com/article/idUSN2120707120100121>].

SMITH, R., « Bear Bid Was 'Fair' at \$2 and \$10, Bankers Blessed Both Deal Prices, Rising Critics of the Practice », *The Wall Street Journal*, 25 mars 2008, p. C-3.

SORKIN, A. R. « Goldman Acknowledges Conflicts With Clients », *The New York Times* (Online), Deal Book, 12 janvier 2010, [en ligne: <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2010/01/12/goldman-executive-discloses-conflicts-policy>]

STERNGOLD, J., « Wall Street is Facing Reappraisal », *The New York Times*, 2 mars 1987, à D1, col 6.

SUROWIECKI, J., « The Financial Page: The Talking Cure », *The New Yorker Magazine*, 9 décembre 2002, p. 54.

SYMONDS, W. C., « In a Lather Over the Gillette Deal, Critic of its Merger with P&G say Conflicted Investment Banks Pushed the Move and Execs Put their Own Hefty Gain Above Investors' », *Business Week Online*, 16 juin 2005, [en ligne: http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/jun2005/nf20050616_1121_db016.htm].

THORNTON ET AL., E. « Inside Wall Street's Culture of Risk », *Business Week Online*, 12 juin 2006, [en ligne: http://www.businessweek.com/magazine/content/06_24/b3988004.htm].

WAYNE, L. « A Promise to Be Ethical in an Era of Immorality », *The New York Times* (Online), 29 mai 2009, [en ligne: <http://www.nytimes.com/2009/05/30/business/30oath.html>] (16 avril 2010).

WOLFE, M., « New Revolution as Unfettered Finance Reshapes the Global Economy », *The Australian* (Sydney), 25 juin 2007, p. 33.

WOLFE, M., « Why regulators should intervene in bankers' pay », *Financial Times* (Online), 16 janvier 2008, [en ligne: <http://www.ft.com/cms/s/0/67d6a4e4-c3d7-11dc-b083-0000779fd2ac.html>].

DISCOURS ET ALLOCUTIONS

CANIVET, G., « Propos introductifs, Les conflits d'intérêts - Une question majeure pour le droit des affaires du XXI^e siècle », *Colloque organisé par l'association Droit et commerce*, Deauville, 2 avril 2006, [en ligne: http://www.courdecassation.fr/institution_1/autres_publications_discours_2039/discours_2202/2_avril_8453.html].

COX, C., « Speech by SEC Chairman of the SEC. Address to the National Italian-American Foundation », 31 mai 2007, [en ligne: <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch053107cc.htm>].

GREENSPAN, A. D., *Testimony of Chairman Alan Greenspan Before the Committee on Banking and Financial Services*, U.S. House of Representatives, 22 mai 1997, [en ligne: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/Testimony/1997/19970522.htm>].

GREENSPAN, A. D., « Remarks by Chairman Alan Greenspan - Commencement address », *Wharton School, University of Pennsylvania*, Philadelphia, 15 mai 2005, [en ligne: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050515>].

MCCARTHY, C., « Speech by Callum McCarthy, Chairman, FSA - Principles-Based Regulation: What does it mean for the industry? », *Financial Services Skills Council 2nd Annual Conference*, 31 octobre 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1031_cm.shtml].

MERSCH, Y., « AMCHAM – principes versus rules », *Discours prononcé par Yves Mersch, Gouverneur de la banque centrale du Luxembourg à une conférence organisée par la Chambre de commerce américaine et ALFI, Luxembourg*, 14 juin 2007, [en ligne: <http://www.bis.org/review/r070712e.pdf?noframes=1>].

SANTS, H., « Speech by Hector Sants, Chief Executive, FSA », *The Reuters Newsmakers event*, 12 mars 2009, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/0312_hs.shtml].

SANTS, H., « Speech by Hector Sants, Managing Director, Wholesale & Institutional Markets - Market abuse and conflicts of interest: The FSA approach », *The Financial Crime Forum Asia Pacific*, Hong Kong, 5 juin 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/0605_hs.shtml].

SANTS, H., « Speech by Hector Sants, Chief Executive, FSA - Principles-Based Regulation - Lessons from the Sub-Prime Crisis », *Securities and Investments Institute Annual Conference*, 15 mai 2008, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0515_hs.shtml] (8 avril 2010).

RICHARDS, L. A., « Speech by SEC Staff. Fiduciary Duty: Return to First Principles », *Eighth Annual Investment Adviser Compliance Summit*, 27 février 2006, [en ligne: <http://www.sec.gov/news/speech/spch022706lar.htm>].

TINER, J., « Speech by John Tiner, Chief Executive, FSA - Principles based regulation: the EU context », *APCIMS Annual Conference Hotel Arts*, Barcelone, 13 octobre 2006, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1013_jt.shtml].

WILSON, D., « Allocution de David Wilson, Président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Favoriser la confiance envers nos marchés financiers, une priorité en matière de réglementation », *Superconférence sur les valeurs mobilières*, Toronto, 22 février 2007, [en ligne : http://www.osc.gov.on.ca/fr/NewsEvents_sp_20070222_dw_confidence-cap-markets.htm].

**ANNEXE A
RÉGLEMENTATION EN VIGUEUR**

CANADA	ÉTATS-UNIS	TEXTES INTERNATIONAUX
Dispositions générales sur les conflits d'intérêts		
<p>Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription¹ (ci-après le «Règlement 31-103 »): une société inscrite doit relever tous les conflits d'intérêts réels ou potentiels en son sein et les traiter soit par:</p> <ul style="list-style-type: none"> - des mesures organisationnelles; - la divulgation; ou - l'évitement. <p>Règlement canadien 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement², art. 5.1 (ci-après le «Règlement 81-107 »), dans le cas des questions de conflits d'intérêts propres aux fonds communs de placement, ceux-ci doivent être soumis à comité d'examen indépendant pour approbation ou recommandation.</p>	<p>NASD Rule 2010 - <i>Standards of Commercial Honor and Principles of Trade</i>³: Un courtier membre doit observer dans la conduite de ses affaires, des normes élevées d'honneur et des principes de commerce justes et équitables.</p> <p><i>Investment Advisers Act</i>⁴, art. 206: définit un standard fédéral fiduciaire qui gouverne la conduite des conseillers en investissements.</p> <p>SEC Rule 204A-1 -- <i>Investment Adviser Codes of Ethics</i>⁵: Les conseillers en investissement doivent établir, maintenir et mettre en application un code de déontologie.</p>	<p>OICV, <i>Objectives and Principles of Securities Regulation</i>⁶, p. 37: une firme devrait tenter d'éviter tout conflit d'intérêts. Toutefois, lorsqu'un conflit potentiel surgit, et qu'il ne peut être évité, elle doit s'assurer du traitement équitable de tous ses clients par une divulgation appropriée, des règles internes de confidentialité ou par un refus d'agir. Une firme ne doit pas placer ses intérêts au-delà des intérêts de ses clients.</p> <p>D'autres juridictions ont incorporé dans leurs corpus législatifs des obligations relatives aux conflits d'intérêts des prestataires de services d'investissement. Notamment, les pays membres de l'Union européenne ont incorporé les dispositions prescrites par la Directive de la Commission européenne concernant les</p>

<p>OCRCVM, Règle 29 des Règles régissant les courtiers membres – Conduite des affaires⁷ : les courtiers membres doivent observer des normes élevées d'éthique et de conduite professionnelle dans l'exercice de leur activité et ne pas se conduire de façon ou exercer des pratiques commerciales inconvenantes ou préjudiciables aux intérêts du public.</p> <p>Règles Universelles d'Intégrité du Marché⁸ (ci-après, les « RIUM »), art. 2.1 : les courtiers membres de l'OCRCVM doivent effectuer leurs transactions en faisant preuve de transparence et de loyauté conformément aux principes d'équité dans le commerce.</p> <p>LVMQ⁹, art. 159.3 et 160 : une personne inscrite à titre de courtier, de conseiller ou de représentant est tenue d'agir de bonne foi et avec honnêteté, équité et loyauté dans ses relations avec ses clients. L'art. 159.3 de cette loi prévoit cette même exigence de conduite pour le gestionnaire de fonds d'investissement.</p> <p>ACCFM, Règle 2.1.4¹⁰ : si un conflit d'intérêts réel ou éventuel se présente, il doit être traité en suivant une appréciation commerciale raisonnable qui ne peut être</p>		<p>marchés d'instruments financiers¹¹, instrument qui impose aux prestataires de services d'investissement de détecter les conflits d'intérêts pouvant résulter de leurs multiples activités et de prendre les dispositions organisationnelles et administratives destinées à éviter que ces conflits puissent porter atteinte aux intérêts de leurs clients. Si, en dépit des mesures prises, des conflits qui sont susceptibles de porter atteinte aux intérêts des clients persistent, une obligation d'information pèse sur le prestataire vis-à-vis des clients concernés, avant de pouvoir agir en leur nom.</p> <p>Autres textes d'intérêt :</p> <p>OICV, <i>Compliance Function at Market Intermediaries</i>, mars 2006¹².</p>
--	--	---

	influencée que par l'intérêt du client.		
Dispositions spécifiques relatives aux conflits individuels et personnels			
4.1.1	N/A	N/A	OICV, <i>Market Intermediary Management of Conflicts of Interest That Arise in Securities Offerings</i>¹⁸, pp. 15-16. Ce document propose deux approches possibles pour le traitement de ce conflit, soit une approche de groupe (établissement de politiques de gestion interne entre les différentes unités opérationnelles du groupe) et la divulgation.
4.1.2	LVMQ¹³, art. 193 : conduite prohibée. ACCFM, Avis RM-0065 - Multiplication des opérations¹⁴.	NASD Rule IM 2310-2 (b) 2¹⁵ : pratique contraire au traitement équitable du client. SEC Rule 15c1-7¹⁶ : conduite prohibée.	OICV, <i>Principles for the supervision of operators of collective investment schemes</i>¹⁹, par. 1.3, p. 7 : La supervision des organismes de placement collectif (« OPC ») devrait s'assurer que le gestionnaire de l'OPC a des procédures en place pour prévenir le barattage financier, évalué en fonction des objectifs de placement de l'OPC.
4.1.3	OCRCVM, Règle 29 - Conduite des affaires, art. 3 : au cours d'un appel public à l'épargne, un courtier membre est tenu d'offrir de bonne foi au public investisseur le	FINRA, Règle 5130 - <i>Restrictions on the Purchase and Sale of Initial Equity Public Offerings</i>¹⁷ : interdit à un courtier souscripteur d'allouer des titres de PAPE au compte pour	OICV, <i>Market intermediary Management of Conflicts of Interest That Arise in Securities Offerings</i>, pp. 17-21.

<p>montant total de ladite participation²⁰.</p> <p>L'art. 6 de la Règle 29 interdit à un courtier membre ou à un associé, administrateur, dirigeant, employé ou actionnaire dudit courtier membre de verser, d'offrir ou de consentir à verser ou offrir, directement ou indirectement, à un associé, administrateur, dirigeant, employé, actionnaire ou mandataire d'un client, ou à une personne ayant des liens avec l'un d'entre eux, une gratification, un avantage ou toute autre rétribution par suite de toute opération du client avec le courtier membre à moins qu'il n'ait obtenu au préalable par écrit le consentement du client.</p> <p>Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif²¹ (ci-après, la « Règle 81-102 »), art. 4.1(1) : « L'OPC géré par un courtier ne doit pas sciemment faire un placement dans une catégorie de titres d'un émetteur durant la période au cours de laquelle le courtier gérant de l'OPC, une personne qui a des liens avec lui ou qui est membre de son groupe, remplit la fonction de preneur ferme à l'occasion du placement de titres de la catégorie visée, sauf à titre de membre du syndicat de placement plaçant tout au plus 5% de l'émission, ou dans les 60 jours qui</p>	<p>lequel une personne restreinte (« <i>restricted person</i> ») a un intérêt (« <i>beneficial interest</i> »)²².</p> <p>NYSE/NASD IPO Advisory Committee, Report and Recommendations of a Committee Convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD at the Request of the U.S. Securities and Exchange Commission²³.</p> <p>NASD, proposed Rule 2712 – IPO Allocations and Distributions²⁴, lorsque finalisée, cette règle interdira, entre autres choses, aux courtiers souscripteurs d'allouer de titres de PAPE en considération d'une rétribution « excessive ». Elle prohibera également aux courtiers souscripteurs d'allouer des titres de PAPE à un administrateur ou officier d'une société comme condition de relations d'affaires futures ou en considération de relations d'affaires passées, la possibilité pour ceux-ci d'imposer de façon sélective une pénalité relative à la revente (<i>anti-flipping</i>), et l'obligation pour les courtiers souscripteurs de partager avec l'émetteur l'information qu'ils recueillent durant le processus de <i>bookbuilding</i></p> <p>De plus, la NASD Rule 2712 sollicite des commentaires sur l'utilisation d'un intermédiaire indépendant dans le processus d'évaluation, le développement d'un système d'enchère, et la possibilité d'une divulgation accrue concernant la décision d'évaluation dans le prospectus²⁵.</p>	<p>OICV, Conflicts of interest of CIS operators²⁶, p. 4.</p>
---	--	--

	<p>suivent cette période. Toutefois, l'opération est permise si le comité d'examen indépendant de l'OPC géré par un courtier a approuvé l'opération en vertu du paragraphe 2 de l'article 5.2 du Règlement canadien 81-107.</p>	<p><i>Investment Company Act</i>²⁷, art. 10(f) : interdit à l'entreprise d'investissement d'acquérir tout titre d'un émetteur pendant la période du placement si le courtier souscripteur ou toute personne de son groupe a des liens avec l'entreprise d'investissement.</p>	
<p>4.1.4</p>	<p>OCRCVM, Règle 29 - Conduite des affaires, art. 21: le membre qui fournit ce type d'avis doit notamment y divulguer les modalités financières de son mandat de même que la description de tout lien antérieur, présent ou prévu entre le membre et une partie intéressée qui pourrait être pertinent relativement à l'indépendance du membre aux fins de fournir l'avis.</p>	<p>FINRA, Rule 5150 - <i>Fairness opinions</i>²⁸: impose certaines règles de transparence et de procédures aux institutions financières qui émettent des avis quant au caractère équitable. Notamment, cette règle oblige l'attestateur d'équité à divulguer si: (i) il a agit comme conseil financier d'une des partie; (ii) il a reçu une autre rémunération significative liée au succès de l'opération; (iii) il a eu des relations d'affaires dans les deux dernières années ou s'il est envisagé d'en avoir avec l'une des parties; (iv) il a vérifié de manière indépendante les informations fournies par l'entreprise constituant le fondement substantiel de l'opinion émise; (v) si l'avis a été approuvé ou rendu par un comité (<i>fairness committee</i>); et (vi) si l'avis exprime une opinion sur l'équité à l'égard des actionnaires du montant ou de la nature des rémunérations octroyées à un ou plusieurs dirigeants, administrateurs ou collaborateurs.</p>	

Dispositions spécifiques relatives aux conflits personnels et organisationnels

4.2.1	<p>Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs²⁹: s'applique lorsqu'il existe une relation directe ou indirecte entre l'émetteur ou le porteur vendeur et le placeur, qui peut porter à croire qu'ils ne sont pas indépendants l'un de l'autre dans le cadre d'un placement. Dans cette situation, une information complète sur les relations qui suscitent le conflit d'intérêts potentiel doit être divulguée aux épargnants dans le prospectus et, dans certains cas, un placeur indépendant doit intervenir dans l'opération. En vertu de ce règlement, un émetteur qui procède à un placement et qui est également débiteur de son courtier souscripteur peut, dans certaines circonstances, être considéré comme un émetteur associé si leurs relations pourraient, aux yeux d'un souscripteur éventuel prudent, compromettre leur indépendance à l'égard les uns des autres.</p>	<p>FINRA, Règle 5110 - Corporate Financing Rule - Underwriting Terms and Arrangements³⁰: interdit la vente par le courtier lors d'un placement (et dans les 180 jours suivant le placement) de titres acquis par un courtier dans les 180 jours précédant le dépôt du prospectus.</p> <p>FINRA, Règle 2720 - Distribution of Securities of Members and Affiliates - Conflicts of Interest³¹: encadre la conduite du preneur ferme dans les circonstances où il participe notamment à un placement de titres d'un émetteur avec qui le preneur ferme (ou une entité de son groupe ou avec laquelle il a des liens) est en conflit d'intérêts. La définition de conflit d'intérêt en vertu de cette règle comprend notamment les cas où le preneur ferme (ou une entité de son groupe ou avec laquelle il a des liens) détient 5% ou plus des actions ordinaires, privilégiées ou 5% des parts de société en commandite) de l'émetteur. En 2009, la SEC a approuvé les modifications proposées à cette règle par la FINRA en 2006. La définition de conflit d'intérêts est modifiée pour prévoir une situation de conflit d'intérêts lorsque 5% ou plus du produit net de l'émission est versé au preneur ferme (ou à une entité de son groupe ou avec laquelle il a des liens). Dans ces situations, la Règle 2720 exige que la</p>	<p>OICV, Market intermediary Management of Conflicts of Interest That Arise in Securities Offering, pp. 22-23.</p>
-------	--	--	---

		détermination du prix d'émission soit soutenue par des moyens, indépendants incluant un avis fourni par un preneur ferme indépendant qualifié (<i>Qualified Independent Underwriter</i>).	
4.2.2	<p>Règlement 31-103, art. 13.3 : Règle sur la convenance pour le client.</p> <p>Règlement 31-103, art. 13.5 (2) : Le conseiller inscrit ne peut sciemment, à l'égard d'un portefeuille de placement géré par lui, y compris un fonds d'investissement pour lequel il agit comme conseiller, lui faire acheter des titres d'un émetteur dont une personne responsable ou une personne ayant des liens avec elle est associée, dirigeant ou administrateur, à moins ce fait est communiqué au client et que le consentement écrit du client est obtenu au préalable.</p> <p>Règlement 81-102, art. 4.1 : l'OPC géré par un courtier ne doit pas sciemment faire un placement dans une catégorie de titres d'un émetteur durant la période au cours de laquelle le courtier gérant de l'OPC, une personne qui a des liens avec lui ou qui est membre de son groupe, remplit la fonction de preneur ferme à l'occasion du placement de titres de la catégorie visée, sauf à titre de membre du syndicat de placement plaçant tout au plus 5 % de l'émission, ou dans les</p>	<p>NASD Rule 2310 - Suitability Requirements³²: Règles sur la convenance pour le client (mieux connue sous le nom de « <i>suitability rule</i> »).</p>	<p>OICV, Market intermediary Management of Conflicts of Interest That Arise in Securities Offering, pp. 20-21.</p> <p>OICV, Principles for Regulation of Collective Investment Schemes³³, pp. 36-37.</p> <p>OICV, Conflicts of interest of CIS operators, p. 4.</p>

	60 jours qui suivent cette période. Règlement 81-107, art. 5.2.		
4.2.3	N/A	N/A	N/A
4.2.4	Règlement 31-103, art. 11.8.	<i>Bank Holding Company Act Amendments of 1970</i> ³⁵ , art. 106.	CENTER FOR EUROPEAN POLICIES STUDIES, <i>Tying and Other Potentially Unfair Commercial Practices in the Retail Financial Service Sector, Final Report</i> ³⁶ .
4.2.5	Règlement 23-101 sur les règles de négociation ³⁴ . RUIM, art. 4- Transaction en avance sur le marché. RUIM, art. 8 – Exécution pour compte propre.	NASD Rule 2310 – Suitability Requirements. Investment Advisers Act, art. 206(2) et 206(3).	OICV, <i>Objectives and Principles of Securities Regulation</i>, p. 37: Des politiques claires devraient être établies pour indiquer dans quelles circonstances la négociation pour compte propre est permise. L'autorité de réglementation devrait obtenir des renseignements relatifs aux activités de négociation pour compte propre d'une firme et être en mesure de déterminer si le capital net de la firme est adéquat en relation avec le risque posé par la négociation pour compte propre.

4.2.6	<p>OCRCVM, Règle 3400 – Restrictions et Informations à Fournir Relatives à la Recherche³⁷: établit les règles que les analystes doivent suivre lorsqu'ils publient des rapports de recherche ou font des recommandations.</p>	<p><i>Sarbanes-Oxley Act of 2002³⁸, art. 501.</i></p> <p><i>SEC Rule - Regulation Analyst Certification³⁹ (« Regulation AC »)</i>: impose aux analystes financiers de certifier que les opinions qu'ils émettent, écrites ou orales, reflètent leur point de vue personnel. L'analyste devra en outre certifier qu'aucune partie de sa rémunération n'est liée, directement ou indirectement, à la recommandation exprimée dans le rapport d'analyse. À défaut, l'analyste devra expliciter la source et le montant de la rémunération perçue et son influence éventuelle sur la recommandation exprimée.</p> <p>NYSE, Règle 472⁴⁰ et la NASD Règle 2711⁴¹: Ces règles prévoient notamment la définition d'une période pendant laquelle un analyste financier employé par une banque d'investissement ayant participé à un placement initial ne peut publier de rapport d'analyse sur le titre en question, l'interdiction de rattachement hiérarchique des analystes financiers au département de services bancaires d'investissement, une limitation de la capacité des membres du personnel de services bancaires d'investissement de communiquer avec les analystes de l'entreprise, ou à leur sujet, ou d'exercer une influence sur la rémunération des analystes, une meilleure divulgation donnée aux investisseurs sur les liens entretenus par la banque</p>	<p>OICV, Report on Analysts' Conflicts of Interest⁴².</p>
-------	---	--	---

		d'investissement et l'émetteur, ainsi que l'interdiction pour l'analyste et ses proches d'investir dans un titre pendant la période précédant le placement si ce titre appartient au secteur suivi par l'analyste.	
4.2.7	Règlement 23-102 sur l'emploi des courtages ⁴³ (qui entrera en vigueur le 30 juin 2010) : vient limiter les services qui peuvent être payés en frais de courtage.	Investment Company Act, art. 17(e) : interdit aux conseillers en investissements de sociétés qui ont des accords de paiement indirect au moyen de courtages d'investir dans des recherches ou des services en dehors des limites fixées par l'article 28(e) de la Loi de 1934. Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 ⁴⁵ .	OICV, <i>Soft Commissions Arrangements for Collective Investment Schemes - Final Report</i> ⁴⁶ . OICV, <i>Conflicts of Interests of CIS Operators</i> , p. 8.
4.2.8	Règlement 31-103, art. 13.3 : Règle relative à la convenance pour le client. Règlement 31-103, art. 13.6 : Information à fournir lors de la recommandation de titres d'un émetteur relié ou associé. Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif ⁴⁴ : précise la rémunération autorisée pour le placement de titres d'organismes de placement collectif.	NASD Rule 2310 - Suitability Requirements.	OICV, <i>Principles on Point of Sale Disclosure</i> ⁴⁷ . BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, <i>The Joint Forum, Customer suitability in the retail sale of financial products and services</i> ⁴⁸ .

	OCRCVM, Règle 29, art. 12 : interdit aux courtiers membres de recevoir ou d'accepter des stimulants à la vente en nature relativement à la vente ou le placement de titres d'organismes de placement collectif.		En juin 2009, la FSA a publié un document de consultation sur le placement auprès des particuliers (ou « RDR ») ⁵² . Le RDR, implique une refonte de la relation entre les clients et leur conseiller/fournisseur de services financiers et propose entre autres (i) d'interdire les commissions versées aux conseillers financiers par les fournisseurs de produits, pour éliminer le risque de conflits d'intérêts ; (ii) d'adopter une rémunération à base d'honoraires pour les conseils financiers; et (iii) de distinguer entre les conseillers qui font des recommandations sur la base d'un examen impartial du marché et ceux qui vendent des produits mis au point par un seul fournisseur.
Dispositions spécifiques aux conflits impersonnels et individuels			
4.3.1	N/A	N/A	N/A
4.3.2	Règles relatives aux opérations d'initiés	Règles relatives aux opérations d'initiés	N/A
4.3.3	Opérations hors délai : contraires aux principes du Règlement 81-102. ACCFM, RM-0023 - Opérations hors délai et synchronisation du marché ⁴⁹ : Les membres doivent mettre en place des procédures de négociation, des dispositions	Opérations hors délai : Contraires à la SEC Rule 22c-1 (a) ⁵⁰ adoptée en vertu de l' <i>Investment Company Act</i> . SEC Rule rule 38a-1 - Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers ⁵¹ .	OICV, Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS ⁵³ .

	<p>concernant la surveillance des opérations et autres contrôles internes efficaces pour s'assurer qu'il n'y ait pas d'activités hors délai et de synchronisation du marché au sein du membre, y compris des contrôles internes visant à déceler tout manquement aux procédures.</p> <p>INSTITUT DES FONDS D'INVESTISSEMENT DU CANADA, <i>Report on Market Timing and Short Term Trading</i>, 25 août 2004⁵⁴.</p>	<p>NASD - IM 2310-2 (b) (3).</p> <p>NASD - Notice 03-50, NASD Reminds Member Firms of their Obligations Regarding Mutual Fund Transactions and Directs Review of Policies and Procedures⁵⁶.</p>	
Dispositions spécifiques aux conflits impersonnels et organisationnels			
4.4.1	N/A	N/A	<i>Financial Reform: A Framework for Financial Stability⁵⁸, p. 8.</i>
4.4.2	N/A	N/A	N/A
4.4.3	Règles relatives aux opérations d'initiés	Règles relatives aux opérations d'initiés	N/A
4.4.4	Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement⁵⁵, art. 10.2. : « Le fonds d'investissement établit les politiques et les procédures qu'il suivra afin de déterminer s'il votera, et dans quel sens il le fera, sur les questions pour lesquelles il reçoit, en qualité de porteur, des documents reliés aux procurations en vue	SEC Rule 206(4)-6 – Proxy Voting⁵⁷ : un conseiller en investissement doit, avant d'exercer un droit de vote relativement à des titres détenus dans les comptes de clients : (i) adopter des procédures écrites afin de s'assurer que le droit de vote est exercé dans le meilleur intérêt des clients; (ii) informer les clients de la façon d'obtenir de l'information à propos de l'exercice du droit de	OICV, <i>Conflicts of interest of CIS operators</i>, p. 5.

	d'une assemblée des porteurs d'un émetteur. »	<p>vote; et (iii) divulguer et décrire au client les procédures d'exercice du droit de vote et en fournir copie sur demande.</p> <p>SEC, Rule 30b1-4 - <i>Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies</i>⁵⁹.</p>	
4.4.5	<p>Règlement 81-107, art. 5.1, 5.2, 6.1 et 6.2: certaines transactions entre fonds gérés par le même gestionnaire ou par une entité de la même famille doivent faire l'objet d'une approbation ou d'une recommandation par le comité indépendant.</p>	<p>SEC Rule - <i>Disclosure Regarding Portfolio Managers of Registered Management Investment Companies</i>⁶⁰: impose aux fonds de divulguer dans leurs SAIs (<i>Statement of Additional Information</i>) l'information relative aux autres comptes gérés par leurs gestionnaires, incluant une description des conflits d'intérêts qui peuvent survenir en raison de la multi-gestion.</p>	<p>OICV, <i>Conflicts of interest of CIS operators</i>, p. 4.</p> <p>OICV, <i>Principles for Regulation of Collective Investment Schemes</i>, par. 1.2, p. 6.</p>

NOTES

1. *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/inscriptions-sujets-connexes/090928-31-103f-vadmin.pdf>].
2. *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/opc/090928-81-107f-vadmin.pdf>].
3. FINRA, NASD Rule 2010 - *Standards of Commercial Honor and Principles of Trade*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=5504].
4. *Investment Advisers Act of 1940*, ch. 686, title II, Sec. 201, 54 Stat. 847 (22 août 1940), codifiée à 15 U.S.C. § 80b-1 à § 80b-21.
5. SEC Rule 204A-1 - *Investment Advisers Code of Ethics*, [en ligne: <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2256.htm>].
6. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, mai 2003, [en ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>].
7. ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DE VALEURS MOBILIÈRES, Règles régissant les courtiers membres, *Règle 29 - Conduite des affaires*, [en ligne: <http://iiloc.knotia.ca/Knowledge/View/Document.cfm?Ktype=446&linkType=toc&dbID=201002342&tocID=387>].
8. ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DE VALEURS MOBILIÈRES, Règles Universelles d'Intégrité du Marché, [en ligne: <http://www.iiloc.ca/French/ComplianceSurveillance/RuleBook/Pages/UMIR.aspx>].
9. *Loi sur les valeurs mobilières du Québec*, L.R.Q., c. V-1.1.
10. ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS DE FONDS MUTUELS, Règle 2 – Conduite des affaires, [en ligne: <http://www.mfda.ca/regulation/rules.html>].
11. Directive du Parlement européen concernant les marchés d'instruments financiers, Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004, J.O. L145/1 du 30 avril 2004, telle que modifiée par la Directive 2006/31/EC du 5 avril 2006, J.O. L114/60 du 27 avril 2006 et la Directive 2007/44/CE, du 5 septembre 2007, J.O. L247/1 du 21 septembre 2007 et la Directive 2008/10/CE du 11 mars 2008, J.O. L76/33 du 19 mars 2008.
12. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Compliance Function at Market Intermediaries*, Rapport final du Comité Technique, mars 2006, [en ligne : www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf].
13. *Loi sur les valeurs mobilières du Québec*, L.R.Q., chapitre V-1.1.
14. ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS DE FONDS MUTUELS, Avis aux membres, RM-0065 - Multiplication des opérations, 4 octobre 2007, [en ligne : www.mfda.ca/regulation/notices/RM-0065.pdf].

15. NASD Rule IM 2310-2- *Fair dealing with Clients*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3640]. La FINRA a proposé une règle consolidée, voir [en ligne : http://finra.complinet.com/net_file_store/new_rulebooks/fi/finra_09-25.pdf].
16. SEC Rule 15c1-7 – *Discretionary Accounts*, codifiée à 17. C.F.R. § 240.15c1-7.
17. FINRA Rule 5130 - *Restrictions on the Purchase and Sale of Initial Equity Public Offerings*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=4894].
18. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offering*, Rapport du Comité Technique, novembre 2007, [en ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>].
19. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Principles for the supervision of operators of collective investment schemes*, septembre 1997, Rapport du Comité technique, [en ligne: <http://www.isoco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>].
20. L'expression « public investisseur » exclut un dirigeant ou un employé d'une banque, d'une compagnie d'assurance, d'une société de fiducie, d'un fonds de placement, d'un fonds de pension ou de tout autre organisme institutionnel semblable ou des courtiers membres de la famille immédiate dudit dirigeant ou employé d'une telle institution faisant l'achat ou la vente de titres pour ladite institution, à moins que lesdites ventes ne soient manifestement effectuées de bonne foi aux fins personnelles de placement conformément aux habitudes de placement de la personne en question.
21. *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/opc/090928-81-102f-vadmin.pdf>].
22. Les personnes restreintes comprennent entre autres: la banque d'investissement qui agit comme courtier souscripteur et toutes autres banques d'investissement (incluant leurs sociétés affiliées), leur personnel, administrateurs, officiers, personnes associées et membres de leur famille immédiate. Cependant, d'importants investisseurs institutionnels sont exclus de cette interdiction. De plus, le texte de la Règle 5130 permet aux courtiers souscripteurs d'allouer des titres de PAPE : « *as part of an accommodation to non-restricted person customer of the broker/dealer* ». Cette règle ne restreint pas non plus le pouvoir des émetteurs d'allouer des titres de PAPE à des personnes (qui seraient autrement des personnes « restreintes ») via les programmes de souscription disponibles à la famille et aux amis (« *friends and family* »).
23. NYSE/NASD IPO ADVISORY COMMITTEE, *Report and Recommendations of a committee convened by the New York Stock Exchange, Inc. and NASD at the request of the U.S Securities and Exchange Commission*, mai 2003, [en ligne: <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@guide/documents/industry/p010373.pdf>].
24. NASD, *NASD Requests Comment on Proposed New Rule 2712 (IPO Allocations and Distributions) and on an Amendment to Rule 2710 (Corporate Financing Rule)*, Notice to members 02-55, août 2002, [en ligne: <http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2002/P003491>].
25. Il ne fait aucun doute que ces règles auront pour conséquence d'améliorer le processus de PAPE. Cependant, la proposition de Règle 2172 comporte des faiblesses et on peut facilement entrevoir les difficultés sur le plan de la preuve de l'intention du courtier souscripteur de solliciter une nouvelle relation d'affaires ou de récompenser un client existant . Voir par exemple la lettre de commentaires transmise par

Kenneth L. Josselyn, Président du *Capital Markets Committee of the Securities Industry Association* (24 septembre 2002) notant que la ligne entre ce qui est « excessif » ou entre ce qui a été fait « en considération de » ou « comme condition à » quelque chose peut être difficile à tracer. Cette lettre est disponible [en ligne: http://www.sia.com/2002_comment_letters/pdf/ipo.pdf]. Voir également Lucas C. Townsend, « Can Wall Street's 'Global Resolution' Prevent Spinning? A Critical Evaluation of Current Alternatives », (2003-2004) 34 *Seton Hall L. Rev.* 1121, 1148. D'ailleurs, le rapport du comité consultatif sur les PAPE souligne, à sa page 11, que: « *the very existence of an investment banking relationship should bar all directors and executive officers of the underwriter's investment banking client from receiving any IPO shares from the underwriters* ».

26. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Conflicts of interest of CIS operators*, Rapport du Comité Technique, mai 2000, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>].
27. *Investment Company Act of 1940*, ch. 686, title I, Sec. 1, 54 Stat. 789. (22 août 1940), codifiée à 15 U.S.C. § 80a-1 - 15 U.S.C. § 80a-64.
28. FINRA Rule 5150 - *Fairness Opinions*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6832].
29. *Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs*, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/33-105fr.pdf>]. L'art. 163.1 de la LVMQ prévoit également certaines circonstances dans lesquelles le courtier ne peut participer au placement de titres d'un émetteur.
30. FINRA, Règle 5110 - *Corporate Financing Rule - Underwriting Terms and Arrangements*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6831].
31. NASD 2720 - *Distribution of Securities of Members and Affiliates - Conflicts of Interest*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3676].
32. NASD Rule 2310, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3638].
33. OICV, *Principles for Regulation of Collective Investment Schemes*, Report on Investment Management, octobre 1994, [en ligne: <http://iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf>].
34. *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/historique/23-101/2010-01-28/100128-23-101fr-vadmin.pdf>].
35. *Bank Holding Company Act Amendments of 1970*, Pub. L. 91-607, 84 Stat. 1760 (codifiée à 12 U.S.C. §§1841 *et suiv.*).
36. CENTER FOR EUROPEAN POLICIES STUDIES, *Tying and Other Potentially Unfair Commercial Practices in the Retail Financial Service Sector*, Final Report, 24 novembre 2009, [en ligne http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/tying/report_en.pdf].
37. OCRCVM, Règle 3400 – *Restrictions et Informations à Fournir Relative à la Recherche*, Règles régissant les courtiers membres, [en ligne : <http://iiroc.knotia.ca/Knowledge/View/Document.cfm?Ktype445&linkType=toc&dbID=201002341&tocID=833>].
38. *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Pub. L. No.1 07-204, 116 Stat. 745 (2002).
39. SEC Rule - *Regulation Analyst Certification*, codifiée à 17 C.F.R. §242.500 – §242.505.

40. FINRA, NYSE Rule 472 - *Communications With The Public*, [en ligne : http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6575].
41. NASD Règle 2711- *Research Analysts and Research Reports*, [en ligne: http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=3675].
42. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Report on Analysts' Conflicts of Interest*, Rapport du Comité Technique, septembre 2003, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO152.pdf>].
43. *Règlement 23-102 sur l'emploi des courtages*, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/marches-capitaux/100630-23-102f-vadmin.pdf>].
44. Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organes de placement collectif, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/marches-capitaux/100630-23-102f-vadmin.pdf>].
45. SEC, Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934, Interpretative Release, [en ligne: www.sec.gov/rules/interp/2006/34-54165.pdf].
46. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Soft Commissions Arrangements for Collective Investment Schemes – Rapport final*, novembre 2007, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>].
47. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Principles on Point of Sale Disclosure*, Consultation Report, Comité Technique, 16 novembre 2009, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD310.pdf>].
48. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, The Joint Forum, *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*, avril 2008, [en ligne: www.iasplus.com/crunch/0804jointforumretail.pdf].
49. ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS DE FONDS MUTUELS, Avis aux membres – RM-0023- Opérations hors délai et synchronisation du marché, 19 décembre 2003, [en ligne: www.mfda.ca/regulation/notices/RM-0023.pdf].
50. SEC Rule 22c-1 - *Pricing of Redeemable Securities for Distribution, Redemption and Repurchase*, codifiée à 17 C.F.R. § 270.22c-1.
51. SEC Rule 38a-1 - *Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers*, codifiée à 17 C.F.R. § 270.38a-1.
52. FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Distribution of Retail Investments, Delivering the RDR - feedback to CP09/18 and final rules*, mars 2010, [en ligne: http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps10_06.pdf].
53. ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS, *Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, Rapport du Comité Technique, octobre 2005 Report of the Technical Committee of IOSC, [en ligne: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>].
54. INSTITUT DES FONDS D'INVESTISSEMENT DU CANADA, *Report on Market Timing and Short Term Trading*, 25 août 2004.
55. *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-106fr.pdf>].

56. NASD, *NASD Reminds Member Firms of their Obligations Regarding Mutual Fund Transactions and Directs Review of Policies and Procedures*, Special NASD Notice to Members 03-50, septembre 2003, [en ligne: <http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2003/P003177>].
57. SEC Rule 206(4)-6 – *Proxy Voting*, codifiée à 17 C.F.R. § 275.206(4)-6.
58. GROUP OF THIRTY (CONSULTATIVE GROUP ON INTERNATIONAL ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS, INC.), *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, 2009, [en ligne: <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>].
59. SEC Rule 30b1-4 - *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, codifiée à 17 C.F.R. § 270.30b1-4.
60. SEC Rule - *Disclosure Regarding Portfolio Managers of Registered Management Investment Companies*, SEC Rule- *Disclosure regarding Portfolio Managers of Registered Investment Companies*, [en ligne: <http://www.sec.gov/rules/final/33-8458.htm>].