

AVIS

L'auteur a autorisé l'Université de Montréal à reproduire et diffuser, en totalité ou en partie, par quelque moyen que ce soit et sur quelque support que ce soit, et exclusivement à des fins non lucratives d'enseignement et de recherche, des copies de ce mémoire ou de cette thèse.

L'auteur et les coauteurs le cas échéant, conservent néanmoins la liberté reconnue au titulaire du droit d'auteur de diffuser, éditer et utiliser commercialement ou non ce travail. Les extraits substantiels de celui-ci ne peuvent être imprimés ou autrement reproduits sans autorisation de l'auteur.

L'Université ne sera aucunement responsable d'une utilisation commerciale, industrielle ou autre du mémoire ou de la thèse par un tiers, y compris les professeurs.

NOTICE

The author has given the Université de Montréal permission to partially or completely reproduce and diffuse copies of this report or thesis in any form or by any means whatsoever for strictly non profit educational and purposes.

The author and the co-authors, if applicable, nevertheless keep the acknowledged rights of a copyright holder to commercially diffuse, edit and use this work if they choose. Long excerpts from this work may not be printed or reproduced in another form without permission from the author.

The University is not responsible for commercial, industrial or other use of this report or thesis by a third party, including by professors.

Université de Montréal

L'encadrement des fonds de couverture au Canada :
une réflexion sur les principaux enjeux

par
Pascale Blais-Giroux

Faculté de droit

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



Décembre 2008

© Pascale Blais-Giroux, 2008

Université de Montréal
Faculté des études supérieures

Ce mémoire intitulé :

L'encadrement des fonds de couverture au Canada :
une réflexion sur les principaux enjeux

présenté par :
Pascale Blais-Giroux

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Nabil N. Antaki

Président rapporteur

Stéphane Rousseau

Directeur de recherche

Geneviève Dufour

Membre du jury

Résumé :

Dans un contexte d'instabilité économique, force est de constater que les remises en question du libéralisme économique s'intensifient, mettant ainsi l'accent sur l'importance de la réglementation pour la protection des investisseurs ainsi que l'efficacité des marchés financiers. Souvent associés aux conséquences d'un manque d'encadrement, les fonds de couverture représentent des cibles de choix pour ceux qui cherchent à expliquer l'effondrement majeur des marchés, tout en prônant un interventionnisme accru des autorités gouvernementales.

Pour mieux comprendre les tenants et aboutissants de cette industrie, la présente étude propose une vue d'ensemble des caractéristiques fondamentales des fonds de couverture, tant sous l'angle de leur structure organisationnelle que de leur encadrement réglementaire. À cet égard, il importe de jauger les principaux enjeux découlant des règles applicables à l'administration d'un fonds, particulièrement sur le plan de la transparence informationnelle et au niveau de la gouvernance interne. Ces deux éléments constituant les pierres angulaires de la présente analyse, notre étude offrira finalement une réflexion sur l'approche réglementaire à privilégier, et ce, en tenant compte des particularités des fonds de couverture. Dans un même ordre d'idées, le rôle des divers intermédiaires professionnels sera abordé afin d'élargir notre compréhension de la question sous étude.

L'objet de cette étude n'est pas d'apporter une solution complète et définitive à ces enjeux, mais bien d'offrir des pistes de réflexions pouvant servir de balises à une étude subséquente de la question, laquelle devra par ailleurs tenir compte du rôle assumé par les fonds de couverture ainsi que du statut particulier qu'ils occupent sur les marchés financiers.

Mots clés : transparence, conflit d'intérêts, réglementation, marché dispensé, autoréglementation, gouvernance.

Abstract :

In a context of economic instability, economic liberalism is being questioned particularly with respect to the importance of regulation for investor protection and efficiency of financial markets. Hedge funds, which are often associated with the consequences of a lack of regulation, represent perfect targets for those seeking to explain the major collapse of markets and who advocate increased interventionism of governments.

To better understand the ins and outs of this industry, this study provides an overview of the fundamental characteristics of hedge funds, both in terms of their organizational structure and their regulatory framework. In this regard, it is important to gauge the key issues arising from the rules applicable to the administration of a fund, particularly in terms of transparency and internal governance. Those elements constitute the two cornerstones of this analysis and our study will address the regulatory approach to foster, taking into account the specific characteristics of hedge funds. Moreover, the role of various intermediaries will be addressed in order to broaden our comprehension of the question being examined.

The purpose of this study is not to provide a complete and definitive solution but to offer some ideas that may serve to further study of the issue, which study should consider the role of hedge funds and their place in financial markets

Keywords : transparency, conflict of interest, regulation, exempt market, self-regulation, governance.

TABLE DES MATIÈRES

Résumé.....	i
Abstract.....	ii
Table des matières.....	iii
Liste des abréviations.....	v
Remerciements.....	vii
 INTRODUCTION	 1
1. Présentation de l'industrie canadienne des fonds de couverture.....	4
1.1. Les principales caractéristiques des fonds de couverture	10
1.2. Un portrait des intervenants de l'industrie.....	18
1.2.1. Le rôle du gestionnaire et de son équipe	18
1.2.2. Les investisseurs	23
1.2.3. Les courtiers et les banques	24
1.3. Un aperçu du contexte juridique	28
1.3.1. Les émissions par le biais d'un appel public à l'épargne	29
1.3.2. Les placements privés.....	34
1.3.2.1. Le marché dispensé.....	36
1.3.2.2. Le cas particulier des billets à capital protégé	43
1.4. Bilan	45
2. Les principaux enjeux liés à l'encadrement des fonds de couverture.....	46
2.1. La transparence informationnelle.....	46
2.1.1. Les lacunes de la divulgation volontaire	49
2.1.1.1. Niveau actuel de transparence	49
2.1.1.2. Un aperçu d'une récente initiative : les billets à capital protégé	53
2.1.2. Une limite naturelle à la divulgation volontaire	58
2.1.3. L'opacité informationnelle : une limite à l'évaluation du risque	61
2.1.4. L'innovation financière et la complexification de l'information.....	65
2.2. Les conflits d'intérêts et le cumul des fonctions.....	69
2.2.1. La garde des actifs du fonds	69
2.2.2. Le calcul discrétionnaire de la valeur des actifs du fonds	70
3. Une réflexion sur l'encadrement des fonds de couverture	74

3.1.	Les objectifs de la réglementation en valeurs mobilières.....	75
3.1.1.	L'efficience des marchés.....	76
3.1.2.	La protection des investisseurs.....	77
3.1.3.	Poids relatifs des deux objectifs.....	79
3.2.	L'autoréglementation.....	80
3.2.1.	Autoréglementation volontaire	81
3.2.2.	Autoréglementation supervisée	82
3.3.	Un survol des normes à envisager	86
3.3.1.	La convenance de la divulgation obligatoire.....	89
3.3.1.1.	Un aperçu de l'impact et des limites de la divulgation.....	89
3.3.1.2.	La divulgation du risque : un compromis nécessaire	93
3.3.2.	Mécanismes de gouvernance.....	94
3.3.2.1.	L'impact de la réforme du régime d'inscription	95
3.3.2.2.	Un comité d'examen indépendant?.....	97
3.3.3.	Le rôle des intermédiaires professionnels	99
3.3.3.1.	Les analystes.....	100
3.3.3.2.	Les vérificateurs.....	102
3.3.3.3.	Les agences de notation	103
3.3.3.4.	Les indices de fonds de couverture	106
CONCLUSION		110
BIBLIOGRAPHIE		113

LISTE DES ABRÉVIATIONS

I. Abréviations relatives à la législation

al.	Alinéa(s)
art.	article(s)
c.	chapitre
G.O.	Gazette officielle du Québec
L.Q.	Lois du Québec
L.R.C.	Loi du Canada
L.R.Q.	Lois refondues du Québec
L.V.M. :	<i>Loi sur les valeurs mobilières</i>

II. Abréviations relatives aux organismes

ABC :	Association des banquiers canadiens
ACVM :	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
A.M.F. :	Autorité des marchés financiers
AIMA :	Alternative Investment Management Association
BDRVM :	Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières
B.C.P. :	Billet à capital protégé
C.V.M.O. :	Commission en valeurs mobilières de l'Ontario
KYC :	Know Your Client
KYP :	Know Your Product
IIFC:	Indices investissables de fonds de couverture
IIROC :	Investment Industry Regulatory Organization of Canada
I.O.S.C.O. :	International Organization of Securities Commissions
L.T.C.M. :	Long-Term Capital Management
MFDA:	Mutual Fund Dealer Association
OCRCVM :	Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
OPC :	Organisme de placement collectif
PCAA :	Papier commercial adossé à des actifs
PPN :	Principal Protected Notes
SEDI :	Système électronique de déclarations des initiés
SRM :	Service de réglementation du marché inc.

À l'homme que j'aime.

À toute ma famille.

REMERCIEMENTS

Je tiens d'abord à remercier mon directeur de recherche et employeur, Me Stéphane Rousseau, pour son soutien et ses commentaires judicieux tout au long de mon cheminement. J'ai eu le privilège de bénéficier de son support à de nombreuses occasions et je tiens, de ce fait, à lui témoigner toute ma reconnaissance.

Je souhaite également souligner la précieuse collaboration de Me Julie Biron, directrice exécutive de l'Observatoire du droit québécois des valeurs mobilières et amie. Je désire lui exprimer ma profonde gratitude pour tout ce qu'elle a fait pour moi au cours des dernières années, particulièrement pour ses conseils et sa disponibilité inconditionnelle.

Il convient finalement de mentionner la généreuse contribution financière de la Faculté des Études supérieures ainsi que celle de la Chaire en droit des affaires et du commerce international. Les bourses obtenues ont contribué de façon significative à l'accomplissement de ce mémoire.

À l'égard de chacune de ses personnes et entités, je désire réitérer ma sincère reconnaissance.

INTRODUCTION

Au cours des dernières années, les marchés financiers ont été marqués par un intérêt grandissant des investisseurs pour les produits et instruments novateurs et par l'apparition graduelle de stratégies destinées à fournir de nouvelles possibilités de placement. Notamment alimenté par l'évolution démographique et par les besoins changeants de la population, le phénomène s'est particulièrement fait sentir sur les marchés suite à la récente crise des prêts hypothécaires à haut risque, particulièrement en raison de l'emploi de la titrisation hypothécaires comme outil majeur d'innovation financière¹. Juchée au centre de cet univers hautement spécialisé, les fonds de couverture font figures d'emblèmes controversés de cette ingénierie financière. Par ailleurs, en raison de la survenance d'importants scandales financiers ayant parfois impliqué directement des fonds de couverture, les autorités régulatrices ont jugé nécessaire de concentrer leurs efforts à l'étude de l'encadrement actuel de l'industrie et sur les enjeux pouvant en découler.

Tenter de définir ce qu'est un fonds de couverture met en exergue la nature particulière de ces fonds et permet de constater une des principales difficultés rencontrées lors de l'analyse de ce phénomène. En effet, les fonds de couverture représentent un ensemble diversifié de véhicules d'investissement² et il n'existe pas, à l'heure actuelle, de définition globalement acceptée pour les décrire³. L'expression *fonds de couverture*

¹ FEDERAL RESERVE BANK OF ST-LOUIS, « Financial Innovation : Engine of Growth or Source of Instability? », DISCOURS DE WILLIAM POOLE, président de la Federal Reserve Bank of St-Louis, University of Illinois-Springfield, 6 mars 2006 [en ligne : http://www.stls.frb.org/news/speeches/2008/03_06_08.html]. Voir aussi Randall PALMER, « Prudent, Safe Borrowing », National Post, 12 juillet 2008.

² GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, 31 mars 2006, p.96.

³ UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Implications of the Growth of Hedge Funds*, Staff Report, septembre 2003, [en ligne: http://www.sec.gov/news/studies/hed_gefunds0903.pdf], p.12: « Although financial service providers, regulators and the media commonly refer to « hedge fund », the term has no precise legal or universally accepted definition ». D'ailleurs, l'appellation même de « fonds de couverture » est parfois critiquée en ce qu'elle ne représenterait pas adéquatement la nature de tels fonds. D'ailleurs, l'Office québécoise de la langue française est d'avis que l'expression « fonds spéculatif » devrait être privilégiée puisque la notion de *couverture* représente une traduction inappropriée pour désigner l'ensemble des stratégies spéculatives utilisées par les fonds (voir le site officiel de l'Office québécois de la langue française, <http://www.granddictionnaire.com>); J.W. VERRET, *Dr. Jones and*

réfère généralement à un ensemble de structures et de comportements qui s'unissent pour former un univers auquel on ne pourrait attribuer une définition simple⁴. Par conséquent, ces fonds doivent plutôt être abordés en fonction de la philosophie d'investissement se dégageant de leur approche des marchés financiers. D'un point de vue générique, ils représentent des portefeuilles de placement, généralement vendus par le biais de placements privés, qui visent à dégager des rendements absolus par le recours à une grande variété de stratégies de placements dont la mise en œuvre requiert souvent l'utilisation d'instruments financiers tels que la vente à découvert et le levier financier⁵. Malgré l'existence de grands principes communs, l'industrie des fonds de couverture se démarque plutôt par son hétérogénéité⁶.

À l'opposé des fonds communs de placement, qui sont strictement encadrés par la réglementation en valeurs mobilières, les fonds de couverture bénéficient plutôt d'une grande latitude en raison de l'application du régime des dispenses. En favorisant la voie des placements privés, plutôt que celle des appels publics à l'épargne, les gestionnaires sont dispensés de respecter certaines exigences en matière de placement et de divulgation de l'information. Par ailleurs, cette situation fait en sorte que la structure opérationnelle des fonds n'est pas encadrée au même niveau que

the Raiders of Lost Capital: Hedge Funds Regulation, Part II, Harvard School Law & Economics, Research Paper Series [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=968680>], p.5: « The term « hedge fund » is a misnomer for many hedge funds in the industry today, as they do not necessarily engage in a traditional hedge strategy. ». Sans élaborer sur le sujet, le Fonds International Monétaire semble également privilégier l'expression *fonds spéculatif* (voir le résumé analytique du rapport du FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *World Economic and Financial Survey, Global Financial Stability Report – Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Avril 2008, [en ligne : <http://imf.org/external/french/pubs/ft/qfsr/2008/01/sumf.pdf>]. Puisqu'elle ne saurait refléter l'industrie dans son ensemble, nous sommes d'avis qu'il serait inadéquat de s'en tenir à l'expression « fonds spéculatif ». De plus, l'expression « fonds de couverture » représente un terme générique qui mérite, selon nous, d'être privilégié pour les fins de la présente étude (ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, Groupe de travail sur les fonds de couverture, 18 mai 2005, p.5).

⁴ Miville TREMBLAY, « Portrait de l'industrie canadienne des fonds de couverture », dans BANQUE DU CANADA, *Revue du système financier*, 2004 [en ligne : <http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2004/rapport.1204.pdf>], p.43.

⁵ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.2.

⁶ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, AIMA CANADA, 2004, p.9.

celle des fonds d'investissement traditionnels et les gestionnaires peuvent aménager la répartition des tâches sur la base de leurs propres besoins.

Dans ce contexte, il s'avère intéressant de se pencher sur les enjeux découlant de ce faible niveau d'encadrement ainsi que sur la façon de les aborder d'un point de vue normatif et ce, afin de jauger ultimement la nécessité d'agir. Notre étude de la question se divise principalement en trois grandes parties. La première vise à dresser un portrait de l'industrie des fonds de couverture, d'abord du point de vue de ses caractéristiques fondamentales, puis sur l'interaction existant entre les divers intervenants de ce marché puis finalement sur les normes encadrant les activités spécifiques du fonds. La seconde partie fait ensuite le point sur les différents enjeux découlant du cadre réglementaire actuel. D'une part, il s'agira de jauger le niveau de transparence et, d'autre part, il sera question des conflits d'intérêts réels ou potentiels pouvant découler d'une structure organisationnelle non spécifiquement encadrée.

Ces deux éléments constituant les pierres angulaires de la présente analyse, notre étude tentera d'offrir, dans la troisième et dernière partie, une réflexion sur l'approche réglementaire à privilégier, notamment en tenant compte des particularités des fonds de couverture. Sans prétendre apporter une solution complète et définitive, il sera question de l'impact des forces du marché et sur la façon de panser les lacunes de celles-ci et ce, dans l'optique de respecter le rôle assumé par les fonds ainsi que leur place particulière sur les marchés financiers. Nous y parviendrons par une démarche en trois temps, laquelle s'orientera sur le rôle de la réglementation en valeurs mobilières, la place de l'autoréglementation puis sur la nature des normes à privilégier. Nous terminerons notre réflexion par un survol de la place des différents intermédiaires professionnels évoluant au sein de l'industrie et sur l'opportunité de les encadrer pour mieux servir les intérêts des investisseurs et du marché en général.

1. Présentation de l'industrie canadienne des fonds de couverture

Le premier fonds de couverture est créé vers la fin des années quarante aux États-Unis par un dénommé Alfred Winslow Jones⁷. À l'origine, le modèle de Jones repose essentiellement sur le principe voulant qu'une sélection adéquate des titres entraîne un meilleur rendement que l'orientation générale du marché⁸; du coup, la contribution de gestionnaires qualifiés l'emporte sur une gestion passive appuyée sur les fluctuations des cours boursiers. Dans la mise en œuvre de sa méthode, Jones sélectionne judicieusement les instruments financiers qui lui permettront de combiner la vente à découvert et le levier financier « dans une stratégie de placement prudente adaptée aux phases ascendantes et descendantes du marché »⁹.

L'attrait des investisseurs pour les stratégies de Jones augmente rapidement et en 1968, le nombre de fonds de couverture aux États-Unis s'élève à près de deux cents¹⁰. La survenance de deux crises majeures dans les années soixante et soixante-dix¹¹ fait en sorte de provoquer une période de profonde mutation qui modifie substantiellement le profil des fonds de couverture. Entre 1974 et 1986, les instruments financiers se développent et se multiplient, offrant davantage d'outils aux gestionnaires de fonds¹².

⁷ Daniel STRACHMAN, *Getting Started in Hedge Funds*, 2e éd., Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, inc., p.26 : « Although Jones is credited with laying the foundation for the industry, many on Wall Street believe Roy Neuberger, the founder of securities firm Neuberger Berman, Inc., was the person who created the concept of a hedge fund. Others believe it is Benjamin Graham, the father of securities analysis, who devised the method and formula for paying managers. ». Voir aussi Robert A. JAEGER, *All about Hedge Funds: The Easy Way to Get Started*, New-York (USA), McGraw-Hill, 2003, p.28 : « Although it is traditional to consider Jones as the founder of the hedge fund business, this view has to be taken with at least two grains of salt. First, it is likely that there were investment partnerships prior to Jones's that engaged in one or more hedge fund strategies but did not attract the attention that Jones's fund attracted. [...] Second, even if we regard Jones as the founder of the hedge fund business, other organizations were using hedge fund strategies outside the hedge fund arena ».

⁸ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.7.

⁹ *Id.*, p.7.

¹⁰ *Id.*, p.7.

¹¹ Peter BECK et Miklos NAGY, *Hedge Funds for Canadian: New Investment Strategies for Winning in Any Market*, 2e éd., Mississauga (Ontario), John Wiley & Sons Canada, 2005, p.10.

¹² *Id.*, p.10 : « Most importantly, this period saw the development of a new breed of hedge funds – funds that employed strategies and used tools unavailable to Jones and his discipline ».

Les professionnels du placement se ruent littéralement vers les fonds de couverture, lesquels sont devenus partie intégrante d'un marché en forte croissance.

Vers la fin des années quatre-vingt dix, l'effondrement du fonds Long-Term Capital Management (ci-après « LTCM »)¹³ ébranle soudainement la confiance des investisseurs¹⁴. Quatre ans plus tôt, le fonds semblait pourtant destiné à un avenir fleurissant alors que les investisseurs fortunés étaient en mesure de bénéficier de retours sur leurs investissements de plus de trente pourcent¹⁵. Principalement inspiré par les stratégies de Jones, LTCM s'employait à mettre en œuvre des stratégies pouvant engendrer des gains indépendamment de la direction effective des marchés. Par le biais de modèles informatiques complexes, la firme s'appliquait à profiter des distorsions dans l'évaluation des titres sur le marché¹⁶. Appliquant cette stratégie qu'ils considéraient infaillible, les gestionnaires de LTCM ne peuvent toutefois prévenir l'impact dévastateur de la crise économique asiatique et du défaut du gouvernement russe de rembourser ses dettes intérieures¹⁷; les gestionnaires sont contraints d'annoncer aux investisseurs les pertes significatives subies¹⁸ et confirment l'effondrement du fonds¹⁹.

Outre les considérations macroéconomiques, plusieurs facteurs expliquent cet effondrement majeur, tant sur le plan de la gouvernance interne du fonds qu'au niveau de la divulgation de l'information. Il est certes avéré que la gestion du fonds était

¹³ Ludwig B. CHINCARINI, *The Failure of Long-Term Capital Management*, 8 octobre 1998, [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=952512>].

¹⁴ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.11.

¹⁵ *Id.*, p.12.

¹⁶ *Id.*, p.12. Plus spécifiquement, les gestionnaires misaient sur les différences de prix entre les valeurs américaines, japonaises et européennes qui se trouvaient, à leur avis, à être évaluées d'une manière incorrecte, soit à la hausse ou à la baisse.

¹⁷ *Id.*, p.12; R. A. JAEGER, *op.cit.*, note 7, p.viii.

¹⁸ Sur la restructuration du fonds, voir Joseph G. HAUBRICH, *Some lessons on the Rescue of Long-Term Capital Management*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Avril 2007 [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=987558>], p.1: « In September 1998, Long Term Capital Management (LTCM) avoided bankruptcy when a group of its major creditors, meeting at the Federal Reserve Bank of New-York, worked out a restructuring deal that recapitalized the firm. »

¹⁹ L.B. CHINCARINI, *op.cit.*, note 13, p.1: « The collapse was sudden. By August 1, 1998, the firm's equity stood at \$4.1 billion, by September 1, 1998 it dropped to \$2.3 billion, and over the next 21 days the fund's equity dropped to \$600 million (85% of the equity wiped out in 54 days). »

assurée par des professionnels réputés et d'une compétence certaine²⁰, mais la taille du fonds et l'emploi excessif du levier financier²¹ semble avoir accentué les risques au point de mettre en péril les actifs des investisseurs, tout en plaçant le fonds dans une situation de vulnérabilité face aux divers changements sur les marchés financiers²². De surcroît, le manque de transparence inhérent à la gestion de LTCM a diminué l'efficacité du processus d'évaluation du risque, tout en compliquant *a posteriori* l'étude de cet événement majeur²³.

« Reports at the time questioned the veil of secrecy that surrounded the fund's trading and it was unclear where the losses were coming from. The funds had operated in complete silence when it came to discussing strategy or positions, because it believed that once people understood where it was making money, they could determine where its next moves would be and copy strategy. Very few outside Meriwether's inner circle knew what markets the fund was trading in and where the profits and losses originated »²⁴.

Plus récemment, l'affaire Portus a déclenché un mouvement similaire de remises en question, lequel a d'ailleurs fortement éclaboussé l'industrie des fonds de couverture. Portus Alternative Asset Management inc. (« Portus »), par ailleurs dûment inscrit à

²⁰ D. STRACHMAN, *op.cit.*, note 7, p.14: « The fund was more than Meriwether; it was managed by some of the smartest minds around Wall Street's trading desks. At the time, Long-Term Capital's partners list read like a who's who of Wall Street's elite. People like Robert Merton and Myron Scholes, both Nobel economic laureates, as well as David Mullins, a former vice chairman of the Federal Reserve Board, were the people making trading decisions and managing assets. And there were a number of former Salomon Brothers trading whizzes as well as a handful of Ph.D.'s whom Meriwether has groomed personally. »

²¹ Selon certains auteurs, l'emploi excessif du levier demeure la principale cause de l'effondrement du fonds. Voir P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.12; J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p. 26. À propos des leçons à tirer de l'effondrement de LTCM concernant l'emploi du levier, voir: L.B. CHINCARINI, *op.cit.*, note 13, p.7-8; J.G. HAUBRICH, *op.cit.*, note 18, p.1: « Most of the reflection on the LTCM crisis has centered on controlling the risk and leverage of unregulated financial firms, raising questions about improving counterparty risk management, regulating hedge funds, and the like. »

²² Lain CULLEN et Helen PARRY, *Hedge Funds : Law and Regulation*, London (UK), Sweet & Maxwell, 2001, p.85.

²³ L.B. CHINCARINI, *op.cit.*, note 13, p.2 : « In order to untangle the truths and myths about LTCM, one must have some idea of what kinds of trades they were making. Unfortunately, their trades are confidential information. It will try to conjecture at to what kind of trades they *may* have had using the reports in the press, John Meriwether's ([Chief financial officer of LTCM]) letters to investors, and financial variable anomalies in July and August. »

²⁴ D. STRACHMAN, *op.cit.*, note 7, p.18.

titre de *council/portfolio manager* et de *limited market dealer*²⁵, regroupait près de 26 000 clients à travers le Canada pour un total d'environ 800 millions de dollars d'actifs sous gestion²⁶. Les fonds investis étaient d'abord dirigés vers des comptes bancaires détenus par Portus au nom d'entités constituées à l'étranger (*offshore*), lesquelles étaient utilisées « for the movement of investors' funds through the investment structure offered by Portus for no legitimate business purpose »²⁷. Les fonds étaient ensuite retournés dans des comptes détenus par Portus ».

Pendant ce temps, une certaine proportion des actifs était placée dans des billets structurés, ceux-ci permettant de garantir le remboursement du capital investi à l'échéance. Les billets étaient détenus dans un compte de la RBC Dominion Securities inc., dans lequel le Président et administrateur de Portus, Boaz Manor²⁸, était autorisé à transiger. Ce dernier jouait également le rôle de conseiller de la fiducie qui faisait l'acquisition des billets structurés au nom des clients du fonds²⁹ et était en charge du calcul de la valeur des parts du fonds³⁰.

²⁵ Fait à noter, cette catégorie d'inscription existe en Ontario. Selon la forme actuelle du *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription*, une personne inscrite à titre de « limited market dealer » sera réputée l'être à titre de « exempt market dealer » lors de l'entrée en vigueur du Règlement (art.10.1). Voir le projet de *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription* [en ligne : http://www.lautorite.gc.ca/userfiles/File/projets-speciaux/reforme-inscription/29-02-08/31-103_cons_F.pdf].

²⁶ In the Matter of the Securities Act R.S.O. 1990, c. S.5, as amended and Portus Alternative Asset Management, Temporary Order (Section 127), [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20050202_portus-temp.jsp].

²⁷ In the Matter of the Securities Act R.S.O. 1990, c. S.5, as amended and In the Matter of Portus Alternative Asset Management inc., Boaz Manor, Michael Mendelson, Michael Labanowich and John Ogg, Statement of Allegations of Staff of the Ontario Securities Commission, par.15 [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/soa/soa_20051005_portus.jsp].

²⁸ *Ibid.*, par.7 : « Boaz Manor ("Manor") was the President and Director of [Portus Alternative Asset Management] from its inception until March 4, 2005, when KPMG inc. (KPMG) was appointed Receiver over assets, undertakings and properties of [Portus Alternative Asset Management], [Portus Asset Management] and other related entities (the « Receivership »). On February 19, 2003, Manor was registered with the Commission as the Associate Portfolio Manager for [Portus Alternative Asset Management]. Manor also held the positions of Secretary for [Portus Asset Management] from January 8, 2003 to April 8, 2003. Manor was the chief architect of all the investment products that are the subject of this proceeding and was a directing mind of all of the entities involved in those products. »

²⁹ In the Matter of Securities Act R.S.O. 1990, c.S.5, as amended and Portus Alternative Asset Management inc. and Boaz Manor, Temporary order (section 127) (10 février 2005), [en ligne : http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20050210_portus-temp.-ord.jsp].

³⁰ In the Matter of the Securities Act R.S.O. 1990, c. S.5, *op.cit.*, note.27, par.39.

Bien avant l'effondrement du fonds, les commissions en valeurs mobilières ont commencé à s'interroger sur l'adéquation des placements effectués pour les investisseurs du fonds ainsi que sur l'existence de certaines irrégularités au niveau des pratiques de commercialisation et de tenue des comptes. La multiplicité des rôles assumés, notamment par Boaz Manor, a mis en exergue les potentiels conflits d'intérêts pouvant découler d'une telle structure opérationnelle. Sur la base de l'ensemble de ces prétentions, des ordonnances prohibitives ont été rendues par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario afin d'empêcher Portus de poursuivre certaines de ses activités principales³¹. La Cour supérieure de l'Ontario a également procédé à la nomination d'un séquestre afin de protéger adéquatement les intérêts des parties et ce, par le biais d'une gestion conforme aux pratiques commerciales courantes³². Finalement, selon les enquêtes menées, Portus aurait détourné d'importantes sommes à son avantage, tout en n'investissant pas les fonds de la manière initialement convenue au moment de l'acquisition des parts par les investisseurs³³.

Se trouvant ainsi régulièrement sous les feux de la rampe³⁴, l'industrie des fonds de couverture semblait, jusqu'à tout récemment, inébranlable face aux critiques virulentes dirigées vers elle. En effet, les statistiques indiquaient que depuis l'an 2000, le nombre de fonds et la valeur globale des actifs sous gestion avaient connu une augmentation considérable³⁵. Malgré le contexte économique actuel, et la fermeture de nombreux

³¹ Stewart SINCLAIR, Paul WALDIE et Karen HOWLETT, « The unhinging of a Hedge Fund », *Globe and Mail*, 12 février 2005.

³² *Ontario (Securities Commission) (Applicant) and Portus Alternative Asset Management inc., Portus Asset Management inc. and BancNote Corp. (Respondents)*, Cour supérieure de l'Ontario, 4 mars 2005 [en ligne : http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20050304_portus-non-osc.pdf].

³³ In the Matter of the *Securities Act* R.S.O. 1990, *op.cit.*, note.27.

³⁴ Voir, par exemple : Diane FRANCIS, « It's time for global regulation », *Financial Post*, 31 janvier 2008 : « Another task for this regulator would be to impose transparency and disclosure requirements on private equity, sovereign funds and hedge funds, which are often located offshore in secrecy havens [s]o that they can thumb their nose on American, European or Canadian timely disclosure and transparency laws. »

³⁵ Peter BECK et Miklos NAGY, *op.cit.*, note 11, p.14-15; ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.8 et 10.

fonds, ceux-ci doivent désormais être considérés comme des joueurs d'importance sur les marchés financiers, tant à l'échelle nationale que mondiale.

Aux États-Unis, la montée de ce secteur est manifeste³⁶ alors qu'on observe qu'entre quarante et cinquante pourcent des transactions sur les marchés financiers impliquent un fonds de couverture³⁷. Bien que plus jeune que sa comparse américaine³⁸, l'industrie canadienne connaît également une croissance substantielle alors qu'on dénote une augmentation considérable de l'intérêt des investisseurs envers les fonds de couverture, particulièrement depuis le début de la décennie³⁹. Cette place prépondérante des fonds de couverture sur les marchés financiers, jointe aux caractéristiques fondamentales de cette industrie, justifie de mettre en relief les nombreuses interrogations ayant surgi ces dernières années relativement au niveau de transparence et aux conflits d'intérêts inhérents au fonctionnement des fonds de couverture et ce, particulièrement dans un contexte de crise économique.

Avant de parvenir à une telle analyse, il importe de faire le point sur ce que représente un fonds de couverture afin d'asseoir notre raisonnement sur des bases solides. Nous traiterons des caractéristiques principales de ces fonds, soit les diverses structures juridiques des fonds, leurs objectifs de placements ainsi que les stratégies et instruments financiers généralement privilégiés. Par la suite, nous procéderons à un survol des principaux intervenants de l'industrie, soit le gestionnaire en charge de la mise sur pieds du fonds ainsi que ses acolytes, les investisseurs visés et finalement les institutions de courtage en valeurs mobilières qui s'occupent notamment de l'exécution

³⁶ Ken SCHACHTER, « Hedge Funds Grow Like Kudzu », Red Herring, 26 février 2007 [en ligne : <http://www.redherring.com/Home/21446>].

³⁷ Voir aussi J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.6.

³⁸ Armelle GUIZOT, *The Hedge Fund Compliance and Risk Management Guide*, Hoboken (New-Jersey), John Wiley and Sons Ltd, 2007, p.27 : « Geographically, the United States accounts for more than half of hedge fund assets worldwide with about 58 percent of the total global holdings and looks to be the most mature market. »

³⁹ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.15 et p.43: « At the beginning of 2000, there were approximately 20 hedge funds in Canada, managing around 1.5\$billion; by December 2004 there were about 350 funds with a combined asset value of around 16\$billion (at the retail lever). This huge growth is not likely to slow down ». Plus de vingt-six milliards de dollars circulaient dans l'industrie des fonds de couverture en juin 2004 (ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.10).

des transactions. En dernier lieu, nous tenterons d'offrir une vue d'ensemble du cadre juridique applicable aux fonds de couverture au Canada en matière d'appel public à l'épargne ainsi que les normes encadrant les placements privés auprès d'investisseurs bien définis.

1.1. Les principales caractéristiques des fonds de couverture

Au Canada, dépendamment du marché visé, les fonds de couverture misent sur une variété de structures juridiques afin d'exercer leurs activités de gestion de portefeuilles. Sur le marché des placements privés, contrairement au marché public au sein duquel les gestionnaires favorisent la distribution de leurs titres par le biais de fonds communs de placement, les gestionnaires abordent généralement les investisseurs à avoir net élevé et les investisseurs institutionnels par l'entremise de comptes gérés⁴⁰ ou de fonds communs⁴¹. Dans ce dernier cas, les fonds peuvent être structurés soit sous la forme de sociétés en commandites ou de fiducies⁴², le premier étant la forme la plus souvent employée. Aussi, les gestionnaires ont parfois recours à des sociétés à responsabilité limitée⁴³, à des produits dérivés ou à des produits structurés sous la

⁴⁰ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.17 : « Avec un compte géré, le [gestionnaire] d'un fonds de couverture a le pouvoir discrétionnaire d'effectuer des placements au nom de l'investisseur, aux termes de l'entente de gestion conclue entre les parties. L'un des inconvénients des comptes gérés vient du fait que l'application des stratégies de négociation choisies par les parties nécessite des investissements importants. »

⁴¹ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, op.cit., note 6, p.6 : « Les fonds de couverture destinés au marché non réglementé sont souvent structurés comme des comptes gérés ou des fonds communs. Un compte géré permet à un gestionnaire de fonds de couverture de faire des placements au nom d'investisseurs selon les termes d'une entente de gestion de placements entre les parties. L'un des désavantages d'un compte géré est qu'il faut investir des sommes importantes (par exemple, 50 millions de dollars) pour être en mesure d'appliquer les stratégies particulières faisant l'objet de l'entente. Par exemple, des [fonds de fonds de couverture] multi-stratégies, multi-gestionnaires peuvent faire appel à un compte géré. »

⁴² ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, op.cit., note 6, p.6 : « Il est aussi possible d'investir avec d'autres participants dans un fonds créé par le gestionnaire de fonds de couverture. De tels fonds communs de placement sont normalement structurés en tant que sociétés en commandites ou que fiducies. »

⁴³ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.5. Voir aussi GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, op.cit., note 2, p.152 : « Domestic stand-alone hedge funds and funds of hedge funds usually take the legal form of a limited partnership or trust. ».

forme de billets à capital protégé⁴⁴. La constitution de fonds à l'étranger, communément appelés *offshore funds*, semble également représenter une pratique courante au sein de l'industrie. Sur le marché public, les gestionnaires favorisent la distribution de leurs titres par le biais de fonds commun de placement⁴⁵.

Notre compréhension de l'industrie implique que nous portions une attention particulière aux objectifs de placement des gestionnaires et, d'autre part, aux stratégies et instruments utilisés afin d'y parvenir. Les gestionnaires visent, de façon générale, l'atteinte de rendements absolus par le biais de performances largement indépendantes de l'orientation des marchés⁴⁶. À titre d'illustration, certains fonds de couverture ont été en mesure d'engendrer d'importants profits, et ce, malgré le contexte économique difficile régnant depuis quelques temps aux États-Unis :

« Most recently, during the first nine months of the subprime mortgage-initiated credit crunch (from June 2007 to February 2008), hedge funds produced gain averaging an estimated 1,46% while banks and mutual funds experienced substantial losses and the overall market lost 13.02% of its value »⁴⁷.

⁴⁴ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.6.

⁴⁵ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.6 : « Les fonds fermés doivent être offerts aux investisseurs avec un prospectus, mais ils ne sont pas assujettis aux restrictions de placement qui s'appliquent aux [fonds communs de placement]. »

⁴⁶ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.12; Robert A. JAEGER, *op.cit.*, note 7, p.3-4 : « The hedge funds manager wants to deliver a positive rate of return, while standard market benchmark are sometimes positive and sometimes negative. So the hedge fund manager is looking for returns that do not depend on what the standard markets are doing. ».

⁴⁷ Housman B. SHADAB, *The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection*, Berkeley Business Law Journal, 13 mars 2008 [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1066808>], p.2. En page 45: « A subprime mortgage is a home loan to a borrower without requisite measure of creditworthiness to qualify for a lower interest «prime» mortgage; hence, this type of loan has a higher probability of delinquency or default. [...] Hedge funds were exposed to subprime loans through their investments in various tranches of subprime-backed CDOs and other mortgage backed securities. ». Voir aussi Andrew WILLIS, « Hedge Fund comp may bring backlash », Globe and Mail, 16 avril 2008: « The enormous riches being generated by hedge funds comes at a time a extraordinary distress in financial markets, as millions of homeowners face potential foreclosure and the U.S. plunges into recession. »

Malgré le ralentissement économique en terre étasunienne, il semble que les investisseurs aient continué à investir leurs épargnes dans les fonds de couverture⁴⁸, lesquels parviennent, par le biais de stratégies financières innovatrices, à tirer profit de la crise du crédit alors que le marché s'enfoncé⁴⁹. Tout récemment, néanmoins, les fonds de couverture se heurtent à un recul de leurs performances dû en grande partie à la nervosité généralisée des investisseurs face à la crise financière très médiatisée et au resserrement des conditions de crédit⁵⁰. Vu la fébrilité actuelle des marchés, certains considèrent que les fonds de couverture seront appelés à disparaître graduellement⁵¹. Toutefois, sur la base des faits dont nous disposons à l'heure actuelle, nous sommes d'avis qu'il ne s'agit que d'une hypothèse à l'effet que l'objectif de rendements absolus visé par les fonds de couverture risque de faiblir dans un contexte où les marchés financiers basculent sévèrement.

En théorie, cet objectif de rendement absolu s'oppose au rendement relatif visé par les fonds communs de placement traditionnels. De façon générale, ces derniers s'appuient sur des positions longues sensibles aux baisses du marché et dont l'évaluation se fait en comparaison aux divers indices boursiers⁵². La vulnérabilité des véhicules traditionnels aux fluctuations du marché était d'ailleurs une des préoccupations d'Alfred Jones lors de la création du premier fonds⁵³. C'est sur la base de cette observation qu'il développa sa philosophie d'investissement, soit celle de demeurer indépendant des fluctuations du marché afin d'engendrer des profits quoiqu'en contexte de marché

⁴⁸ HEDGEWEEK COMMENT, « Optimism suggests better times ahead for alternatives », 24 avril 2008 [en ligne : <http://www.hedgeweek.com>] : « [...] This proves that investors are continuing to allocate money to the alternative investment industry despite the credit squeeze and economic slowdown. [...] Funds raised when financial markets are down can generate significant returns. »

⁴⁹ H.B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.47 et p.44 : Dans un même ordre d'idées, des données indiquent que, lors de l'éclatement de la bulle technologique en 2001, les fonds de couverture ont été en mesure de générer des bénéfices d'environ 3.4% alors que le S&P500 et le NASDAQ Composite Index ont respectivement encouru des pertes annuelles de 15.5% et de 30.6%.

⁵⁰ Stéphanie GRAMMOND, « Un été houleux pour les fonds spéculatifs », La Presse, 26 août 2008; Léonie LAFLAMME SAVOIE, « Les fonds de couverture en situation difficile – La demande dégringole », Revue Finance et Investissement, 26 août 2006.

⁵¹ Vincent BROUSSEAU-POULIOT, « Pessimisme dans l'univers des fonds de couverture », La Presse, 27 octobre 2008.

⁵² P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.22. Définition de *performance relative* (en fonction des indices boursiers, ex: S&P 500 qui sert habituellement de benchmark, au Canada, c'est généralement le S&P TSX), p.22. Voir aussi : H.B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.22 : « By pursuing long-only investment strategies, mutual funds' ability to reduce market risk is substantially limited ».

⁵³ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.2.

baissier⁵⁴. Afin de parvenir à son objectif, il mit en œuvre une stratégie combinant des positions longues dans des compagnies dont la valeur allait décroître et des positions courtes sur des compagnies dont la valeur allait plutôt suivre une pente ascendante⁵⁵.

Afin de neutraliser les variations de la bourse, les gestionnaires de fonds de couverture s'emploient à mettre en place des stratégies qui ne seront pas tributaires des cycles économiques boursiers. Reconnus pour avoir recours à un large éventail d'approches en termes de placement⁵⁶, il appert qu'on ne peut dresser un portrait exhaustif des fonds de couverture qui reprendrait, dans toutes ses subtilités, l'ensemble des stratégies complexes utilisées par les gestionnaires. Cependant, il est possible d'identifier les principales catégories de stratégies, soit celles de valeur relative, celles sur événements et celles qualifiées d'opportunistes.

Les stratégies de valeur relative impliquent la recherche d'erreurs au niveau de l'évaluation d'un titre en comparaison à une juste valeur théorique ou à un niveau d'équilibre. Les gestionnaires peuvent ainsi recourir aux stratégies d'arbitrage de convertibles⁵⁷ et de revenu fixe ou à la stratégie neutre au marché⁵⁸. D'autre part, le recours aux stratégies sur événements « vise à cerner les mouvements de prix provoqués par un événement important »⁵⁹ tel qu'une fusion, restructuration, liquidation, faillite ou réorganisation au sein d'une société donnée. Finalement, les stratégies opportunistes comprennent les stratégies de couverture d'actions en compte ou à découvert, la stratégie macro mondiale, de contrats à terme gérés et celle de

⁵⁴ *Id.*, p.2.

⁵⁵ H.B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.23 : « Since that time, the so-called "long-short equity" funds have become a major hedge fund strategy, accounting for approximately 20% of hedge funds. »

⁵⁶ Cette situation s'oppose naturellement à celle de l'industrie des fonds mutuels, qui ne bénéficie pas de la même flexibilité. Voir Housman B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.22-23 : « Furthermore, mutual funds must typically stick to a particular investment strategy and therefore lack the flexibility to adapt strategies to changing market conditions. Due to these constraints, during economic downturns a mutual fund will typically remain fully invested in losing securities with the expectation that general market conditions will improve. »

⁵⁷ A. GUIZOT, *op.cit.*, note 38, p.6 : « Convertible arbitrage involves purchasing a portfolio of convertible securities, generally bonds, and hedging a portion of the equity risk by selling short the underlying common stock. »

⁵⁸ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.15-16.

⁵⁹ *Id.*, p.16.

marchés émergents. Globalement, ces stratégies évoluent au rythme des fluctuations du marché et des occasions de placement⁶⁰. En raison de l'absence d'obligation de diversifier les stratégies de placement employées, à l'opposé des véhicules traditionnels, le gestionnaire peut miser entièrement sur les résultats anticipés d'une stratégie unique et alors jeter son dévolu sur ce qu'il est considéré être « the next hot sector »⁶¹.

Depuis plusieurs années, la stratégie activiste de certains gestionnaires alimente les médias d'information tout en accentuant, d'autre part, les questionnements en termes de gouvernance d'entreprise⁶². Moins spectaculaire qu'aux États-Unis, l'activisme actionnarial au Canada fait tout de même sa marque en des occasions bien ciblées dans l'optique d'infléchir le comportement des dirigeants ou d'exercer une influence

⁶⁰ *Id.*, p.19-21.

⁶¹ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.48 : "If the guess is right, then rewards are great, but if you're wrong (the sector is going nowhere or even worse, going down), the potential losses are great as well."

⁶² Yvan ALLAIRE et M. FIRSIROTU, *Hedge Funds as "Activist Shareholders": Passing Phenomenon or Grave-Giggers of Public Corporation?*, 27 janvier 2007 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=961828>], p.10-11. En tant qu'actionnaires d'une autre compagnie, les gestionnaires de fonds de couverture peuvent notamment chercher à provoquer la vente de la compagnie ou la celle de filiales ou de divisions. De plus, certains activistes se donnent comme objectif de forcer la compagnie à utiliser ses liquidités pour racheter des actions ou à déclarer des dividendes. Voir aussi : James ALTUCHER, *SuperCash: The New Hedge Fund Capitalism*, Hoboken (New-Jersey), John Wiley & Sons, 2006, p.23 : De façon plus générale, ils peuvent également viser à exercer une influence sur l'administration et la direction en place, notamment par l'engagement d'une nouvelle équipe ou par la nomination d'un des leurs sur le conseil d'administration (si, par exemple, il juge que le conseil d'administration n'agit pas de façon indépendante). Voir par exemple, Lynn A. STOUT, « Why Carl Icahn is Bad for Investors », *Wall Street Journal*, 1er août 2008. Relativement à la gouvernance d'entreprise : LIPTON, M., « Some Thoughts for Boards of Directors in 2008 », *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*, 6 décembre 2007 [en ligne: <http://realcorporatelawyer.com/pdfs/Some%20Thoughts%20for%20Boards%20of%20Directors%20in%202008.pdf>], p.3 : « In particular, a key challenge facing boards of directors has emerged with new urgency: the task of promoting long-term value for shareholders in the face of tremendous pressures to realize short-term stock-market gains. These pressures have become acute as hedge funds and other activist shareholders, as well as influential proxy advisory firms, have sought to reshape the landscape in ways that undermine the board-centric model of governance, including their efforts to (...) ». Voir aussi Marcel KAHAN et Edward B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper no. 06-16, décembre 2006 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=919881>], p.38 : Certaines situations peuvent s'avérer conflictuelles lorsque le fonds de couverture se trouve dans une position acheteur. Dans ce contexte, le fonds de couverture veut nécessairement procéder à l'achat au plus bas prix alors que les actionnaires de la société veulent de leur côté acheter au prix le plus élevé possible. De plus, certains conflits pouvant survenir dans le cadre de vote sur des fusions. Voir aussi Peter BECK et Miklos NAGY, *op.cit.*, note 11, p.8.

calculée sur le processus décisionnel de la société visée⁶³. À titre d'exemples, la survenance d'importantes faillites ou de réorganisations incitent parfois les gestionnaires à contrecarrer le cours des événements afin que les titres achetés à bas prix prennent de la valeur du fait de leur intervention⁶⁴. En s'immisçant au sein du conseil d'administration d'une société en difficulté, parfois en collaboration avec des consultants expérimentés⁶⁵, les gestionnaires cherchent à jouer un rôle déterminant afin que l'achat des titres en détresse se révèle ultimement avantageux⁶⁶. Aux États-Unis, Carl Icahn est probablement la figure emblématique de cet activisme émergent en raison de ses nombreuses interventions hautement médiatisées au sein de grandes sociétés tel que Yahoo! et Motorola⁶⁷.

Dans l'accomplissement des stratégies de placements abordées précédemment, et afin d'atteindre leur objectif de rendement absolu, les gestionnaires ont recours à deux principaux instruments financiers leur permettant d'influencer considérablement le taux

⁶³ Sur l'activisme en général, voir EN COLLABORATION, *Activist Investors in Minnesota – A Primer for Officers and Directors*, Leonard Street & Deinard, 2 septembre 2008 [en ligne: http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=64756%email_access=on].

⁶⁴ A. GUIZOT, *op.cit.*, note 38, p.8 : « Distressed securities strategies invest in, and may sell short, the securities of companies where securities price have been, or are expected to be, affected by a distressed situation. This may involve reorganizations, bankruptcies, distressed sales, and other corporate restructurings. »

⁶⁵ Jenny STRASBURG, « Corporate Veterans Anchor Activist-Hedge-Fund Slates », *Wall Street Journal*, 31 juillet 2008: « Market dislocations have created opportunities for hedge funds looking for profit by influencing company management. Often, such activists are criticized for knowing little about how companies run. »

⁶⁶ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.17-18 : « Si l'analyse avantages-coûts de la société en détresse se révèle favorable, le gestionnaire de fonds de couverture pourra faire un placement passif ou actif. Le but du gestionnaire consiste à acheter les titres de la société à très bas prix et de le revendre à un prix bien plus élevé, habituellement après une période prolongée de restructuration. Un des grands risques de cette stratégie, c'est que la société se retrouve en faillite, n'ayant pu se redresser après la restructuration. »

⁶⁷ Stephane MALHOMME, « Activist Carl Icahn may rekindle Yahoo-Microsoft deal », *National Post*, 16 mai 2008; Paul R. LA MONICA, « Icahn's showdown with Motorola reaches final hour », 8 février 2006 [en ligne : <http://www.newscnet.com>]. On ne peut d'ailleurs pas passer sous silence les récents échecs de M. Icahn dans le cadre de ces interventions, voir Zachery KOUWE et Kaja WHITEHOUSE, « Icahn't win them all », *New-York Post*, 10 août 2008 : « Shares of Icahn Enterprises, which includes the hedge fund and other businesses have plummeted nearly 50 percent this year as investors have backed away from their initial enthusiasm for the activist investor. [...] His biggest loss has been on his Motorola investment, which is down nearly 30 percent since he first got involved with the company in February. [...] The best-known struggle has been with internet pioneer Yahoo!. Icahn, who owns about 70 millions shares, unsuccessfully tried to bring Microsoft back to the table to buy all or part of Yahoo!'s shares, giving him a loss on paper of at least \$280 millions. ». Voir aussi le blogue de Carl Icahn, [en ligne : <http://www.ica hnreport.com>].

de rendement du fonds. Généralement hors de portée des véhicules d'investissement traditionnels⁶⁸, le levier financier et la vente à découvert représentent pour les gestionnaires des outils essentiels qui demeurent, à l'heure actuelle, indissociables de leur gestion⁶⁹.

D'une part, l'effet de levier consiste en l'augmentation du capital investi par le fonds et, par le fait même, de l'exposition au risque, sans toutefois exiger des investisseurs une contribution supplémentaire⁷⁰. Par exemple, les sociétés empruntent des fonds pour acquérir des biens lorsqu'elles s'attendent à obtenir un rendement financier sur ces biens, rendement qui sera supérieur au coût des fonds empruntés. En pratique, ce mécanisme est principalement mis en œuvre par l'emprunt de deniers auprès de courtiers en valeurs mobilières et par l'emploi de produits dérivés. Évidemment, cette façon de faire amplifie considérablement le risque auquel fait face le fonds de couverture puisque son effet sur le rendement est exponentiel, tant à la baisse qu'à la hausse.

La stratégie des fonds de couverture est de combiner l'effet de levier à d'autres stratégies faisant abstraction des cycles économiques. Si l'effet de levier est si attrayant auprès des gestionnaires, c'est évidemment en raison des possibilités d'amplification des gains qu'il engendre⁷¹. D'ailleurs, en certaines circonstances, l'effet de levier n'est pas uniquement un outil servant à l'amplification des gains, mais également un élément essentiel pour s'assurer de l'effectivité d'une stratégie⁷². Si les prédictions du

⁶⁸ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.6 : « Or, les fonds communs de placement vendus à des investisseurs au détail sont assujettis à des règlements interdisant l'emploi de levier ou la vente à découvert par le gestionnaire de fonds. Toutefois, les fonds marché à terme constituent une exception, étant considérés comme un type particulier de fonds commun de placement qui peut faire usage de levier et faire de ventes à découvert en utilisant des produits dérivés. Contrairement aux [fonds commun de placement] habituels, les fonds marché à terme doivent être vendus sur présentation d'un prospectus détaillé; les vendeurs de fonds commun de placement qui les offrent doivent se plier à certaines exigences supplémentaires. »

⁶⁹ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.3. Dès le départ, Jones utilisa ces deux techniques afin de mettre en œuvre ses stratégies de couverture.

⁷⁰ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, *op.cit.*, note 2, p.120-121.

⁷¹ *Ibid.*, p.121.

⁷² *Ibid.*, p.121, citant GROSSMAN, Sanford J., « Hedge Funds Today : Talent Required », *Wall Street Journal*, 29 septembre 2005.

gestionnaire s'avèrent inexactes, les pertes engendrées risquent aussi de s'accroître de façon exponentielle.

D'autre part, la vente à découvert⁷³ implique la vente d'une valeur mobilière que le vendeur ne possède pas, et ce, par anticipation d'une baisse de la valeur de ce titre⁷⁴. À titre d'exemple, la stratégie d'arbitrage de convertibles implique généralement que les gestionnaires procèdent à l'achat de l'obligation convertible, tout en vendant à découvert l'action d'une même société, dans le but de profiter de la volatilité du prix de l'action⁷⁵.

Par le biais de cet instrument financier, « les vendeurs à découvert anticipent une baisse du cours des valeurs et les vendent en espérant parvenir à se couvrir, ou à les racheter à un prix plus bas et faire ainsi un profit sur l'opération »⁷⁶. Le gestionnaire doit toutefois miser juste s'il ne souhaite pas que ses prédictions lui fassent encourir une perte considérable; en effet, si la valeur du titre vendu à découvert baisse effectivement dans la période suivant la transaction, le gestionnaire sera alors en mesure de faire bénéficier son fonds d'un profit immense. En cas contraire, c'est-à-dire si le titre prend de la valeur, le fonds de couverture devra plutôt assumer une perte puisque le gestionnaire sera alors contraint de racheter le titre à un prix supérieur que celui de la vente initiale⁷⁷.

⁷³ Communément appelé le *short selling*.

⁷⁴ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, *op.cit.*, note 2, p.119.

⁷⁵ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.15.

⁷⁶ OFFICE QUÉBÉCOIS DE LA LANGUE FRANÇAISE [en ligne : <http://www.granddictionnaire.com>].

⁷⁷ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, *op.cit.*, note 2, p.120. En raison de ce risque de perte, la vente à découvert est généralement perçue comme une mesure risquée. Toutefois, le Groupe de travail note qu'on ne doit pas négliger le fait qu'elle peut représenter, au contraire, une façon de réduire le risque découlant d'un portefeuille : « A long-only portfolio is fully exposed to the risk of a market downturn. Short selling can reduce this market exposure ».

1.2. Un portrait des intervenants de l'industrie

La création d'un fonds de couverture n'implique généralement pas la mise sur pieds d'une structure interne élaborée en ce sens que le gestionnaire représente ultimement le pilier de l'administration des fonds. Question de mieux filtrer l'information, et de procéder aux placements appropriés, les gestionnaires retiennent toutefois les services de professionnels mieux à même d'effectuer certaines tâches plus spécialisées. Afin de maintenir une structure simplifiée à l'interne, les fonds favorisent l'impartition d'une partie des tâches à être exécutées dans le cours normal des activités du fonds.

Dans cette section, nous aborderons de façon détaillée le rôle assumé par le gestionnaire ainsi que par les analystes financiers, qui complètent habituellement l'équipe de gestion. Nous traiterons ensuite succinctement du type d'investisseurs visé par les fonds, en raison de leurs caractéristiques fondamentales. Finalement, nous présenterons un portrait global de l'industrie du courtage des valeurs mobilières, les principaux acteurs permettant la mise en œuvre effective des stratégies déterminées par les gestionnaires et les analystes.

1.2.1. Le rôle du gestionnaire et de son équipe

Le gestionnaire est d'abord en charge du placement des titres du fonds auprès des investisseurs⁷⁸. Dans ce cadre, il agit à titre de promoteur de la solution financière qu'il prévoit mettre en œuvre par le biais du regroupement des fonds de ses clients. Il est ainsi appelé à définir le profil des potentiels investisseurs afin de déterminer, par l'analyse des formulaires détaillés préalablement remplis par le client, les fonds représentant à son avis une solution de placement adéquate. En assumant ce rôle, il doit également s'assurer que la liaison avec les investisseurs soit faite de façon

⁷⁸ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières - Fonds de couverture - Avis du personnel des ACVM No 81-316. Référence : Bulletin de l'Autorité : 12 janvier 2007, Vol.4, No.2, p.4.

adéquate et que tous les documents d'offres leur soient transmis en temps opportun⁷⁹. D'ailleurs, l'investisseur est justifié de s'attendre à ce que le document d'offre soit respecté par le fonds, et il revient au gestionnaire d'en garantir le respect⁸⁰.

Le gestionnaire occupe un rôle central en ce qu'il est le principal responsable de la direction stratégique et opérationnelle du fonds⁸¹. À ce titre, il chapeaute la mise sur pieds des objectifs du fonds par l'instauration de stratégies financières et en s'occupant de la gestion interne et de la prise de décisions quant aux investissements sur une base hebdomadaire⁸². Il s'emploie ainsi à exécuter les multiples stratégies de placement et détermine l'utilisation à privilégier de la vente à découvert et du levier financier. Pour le soutenir dans cette tâche, le gestionnaire s'entoure généralement d'une équipe spécialisée d'analystes financiers qui ont la tâche d'évaluer la situation des marchés et ce, en fonction des grandes orientations déterminées par le gestionnaire.

Puisque le gestionnaire cherche généralement à maintenir un rendement de nature absolue, indépendamment des conditions du marché, il doit gérer son portefeuille d'actifs de façon constante⁸³. De ce fait, la compétence du gestionnaire représente une considération primordiale au moment de sélectionner un fonds qui permettra à

⁷⁹ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.23.

⁸⁰ *Id.*, p.24.

⁸¹ *Id.*, p.23-34. Pour bien cerner l'ensemble des tâches dévolues au gestionnaire, le Groupe de travail sur les fonds de couverture soumet une liste imposante des fonctions qu'il assume. Notamment, il ressort du rapport publié en 2005 que le gestionnaire est en charge de : « calculer la valeur de l'actif net du fonds et de chaque part ou action; [d']assurer la liaison avec le conseiller du fonds, le gardien, les courtiers et autres fournisseurs de service[,] [de] calculer, confirmer et organiser le paiement de l'ensemble des souscriptions, rachats, frais et charges, et arranger le paiement de l'ensemble des dividendes et autres montants distribués, s'il y a lieu[,] [de] tenir à jour les livres et registres réglementaires[,] [d']agir en qualité d'agent des transferts et d'agent chargé de la tenue des registres, s'occuper de l'inscription des actions et assurer la liaison avec les actionnaires concernant les souscriptions, les rachats et les transferts ».

⁸² Robert C. ILLIG, « What Hedge Funds can Teach Corporate America: a Roadmap for Achieving Institutional Investor Oversight », *American University Law Review*, vol.57, 225-339, p.281; L. CULLEN et H. PARRY, *op.cit.*, note 22, p.28. Voir aussi GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, Rapport final, Vol.1, octobre 2006, p.101 : Il arrive que le gestionnaire reçoive des conseils de la part d'un conseiller quant à la gestion du fonds. Toutefois, « [d]ans bien des cas, le gérant et le conseiller constituent une même entité ou appartiennent à la même entité ».

⁸³ A. GUIZOT, *op.cit.*, note 38, p.21.

l'investisseur d'atteindre ses objectifs de placement, sans se soucier de la condition effective des marchés financiers⁸⁴ :

« When it comes to selecting hedge funds, however, the burden of due diligence is greater compared to mutual funds. Hedge funds managers have a wider range of tools at their disposal. Beside short selling, they include derivatives and leverage. Performance consequently depends more on the skills of individual managers than on the direction of financial markets »⁸⁵.

La plupart des stratégies de fonds de couverture exige du gestionnaire qu'il évalue continuellement, en collaboration avec ses analystes, les fluctuations sur les plateformes boursières afin de tirer avantage de la conjoncture du marché. Aussi, le gestionnaire doit être en mesure de déceler les failles et les distorsions sur les marchés financiers afin d'inclure à son arsenal financiers des stratégies qui seront désignées pour tirer profits de ces irrégularités. À titres d'exemples, la stratégie opportuniste de couverture d'actions « repose largement sur le talent du gestionnaire à déterminer la juste valeur d'une action »⁸⁶. Dans ce contexte, le gestionnaire doit nécessairement établir avec justesse les actions qui sont sous-évaluées ou surévaluées afin de faire bénéficier les investisseurs d'une perspective adéquate du marché.

La compétence du gestionnaire est d'autant plus importante qu'elle constitue la base même de sa rémunération⁸⁷. En règle générale, les gestionnaires se versent une

⁸⁴ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.9 et 19. Voir aussi J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.5: « They share a belief that market are not strongly efficient, and that adroit managers can take advantage of superior information, analysis, and minimization of trading costs to achieve absolute returns under any market conditions ».

⁸⁵ MACDONALD, Larry, « Hedge Funds to own when stocks markets are down », *Globe Investor Magazine Online*, 23 avril 2008.

⁸⁶ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.19.

⁸⁷ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.101. C'est l'administrateur du fonds qui est en charge des frais de gestion et de rémunération au rendement, mais « dans bien des cas, le gérant et l'administrateur constituent une même entité ou appartiennent à la même entité. »

rémunération au rendement de vingt pourcent⁸⁸ (*performance fees*), qui s'ajoute au un ou deux pourcent chargé à l'investisseur à titre de frais de gestion (*management fees*)⁸⁹. Selon Alfred Jones, la rémunération au rendement ne représentait rien de moins qu'un des fondements de la bonne marche d'un fonds de couverture⁹⁰. Encore aujourd'hui, l'octroi d'un incitatif financier en fonction des performances représente, de l'avis de plusieurs, un élément essentiel du succès de l'industrie⁹¹. La gestion d'un fonds requiert un bagage de connaissances hautement spécialisées et il est peu surprenant, dans ces circonstances, de réaliser l'ampleur de cette pratique. À l'opposé, cette façon de faire est plutôt inhabituelle dans l'industrie des fonds d'investissement traditionnels, alors que l'on base plutôt la rétribution des gestionnaires en fonction de la valeur des actifs sous gestion⁹².

«This is because hedge funds management is more demanding and requires a greater knowledge, skill, and talent. And it is because of this differing fee structure that hedge funds are able to attract the best talent in the market »⁹³.

De façon générale, les fonds de couverture accompagnent la rémunération des gestionnaires d'un « *High Water Mark* », qui exige que le gestionnaire atteigne un

⁸⁸ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.26; Rene M. STULZ, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, Fisher College of Business Working Paper no 2007-03-003, 2007 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=939629>], p.6-7.

⁸⁹ D. STRACHMAN, *op.cit.*, note 7, p.58.

⁹⁰ D. STRACHMAN, *op.cit.*, note 7, p.42. Voir aussi P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.9 : « As managing partner in 1952 [...], Jones had introduced an *incentive fee* of 20% of all profits from the fund. This was an extremely attractive package for other fund managers, who were more than happy to give up large salaries in favor of profit participation in the portfolio they managed, as it created an opportunity to earn 10 to 20 times as much compensation (compared to long-only management) while managing smaller amount of money. »

⁹¹ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.12; ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.16; GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, *op.cit.*, note 2, p.95 et 118 : « The manager's compensation normally included a share of the investment returns in the form of performance fees. » Voir aussi Robert C. ILLIG, *op.cit.*, note 82, p.280 : « As a result of market forces, the legal structure and compensation arrangements of private equity funds have become highly uniform ». L'auteur cite le *Mercer Report*, p.70 : « The basic premise underlying our [study] was that general partners will attempt to negotiate terms and conditions that the market will bear. »

⁹² ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.10.

⁹³ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.26.

niveau de rendement positif avant de toucher des honoraires sur les bénéfices engendrés⁹⁴. Cet ajout permet notamment d'ajuster le montant de la rémunération dans des situations où le fonds obtient de pauvres résultats, allant même jusqu'à d'importantes pertes financières⁹⁵. Alors que beaucoup de fonds de couverture aux États-Unis imposent également l'atteinte d'un taux de rendement minimal (*Hurdle rate*)⁹⁶, il semble que ce ne soit pas généralement pas le cas en territoire canadien. En effet, « [l]a majorité des fonds de couverture ne comportent pas de taux de rendement minimal, c'est-à-dire de taux de rendement annuel minimal qu'un fonds doit atteindre avant qu'une commission sur le rendement s'applique. »⁹⁷. Pour cette raison, il serait théorique de s'attarder à cette composante pour les fins de la présente étude.

En plus de cet incitatif au niveau salarial, les gestionnaires reçoivent généralement une part des profits du fonds à titre d'investisseurs. En effet, « [t]he hedge fund manager

⁹⁴ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, op.cit., note 6, p.12. Voir aussi ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.27 : « La plupart des fonds de couverture utilisent le principe du prix record pour calculer les honoraires liés au rendement payable chaque année. Ainsi, lorsqu'un fonds se replie de 20% au cours d'une année donnée, il doit récupérer sa perte avant que le gestionnaire puisse recevoir des honoraires liés au rendement. Dans certains fonds, ce prix record est réinitialisé chaque année; dans d'autres, il est perpétuel. Il est arrivé, dans certaines affaires très médiatisées, que des fonds utilisant le principe du prix record perpétuel essuient de très lourdes pertes et que le gérant décide tout simplement de dissoudre le fonds et de distribuer le capital restant aux investisseurs. Conscient, qu'ils ne gagneraient probablement plus jamais d'honoraires liés au rendement, le gérant a jugé inutile d'essayer de récupérer les pertes des investisseurs. »; P. BECK et M. NAGY, op.cit., note 11, p.90 : « The « high-water mark » is another unique twist in hedge fund investing. Simply put, the high-water mark is the number that represents the highest net asset value (adjusted to dividends and net investments) the fund has attained in its history. Most hedge funds put this measure in place to ensure that investors don't have to pay performance fees more than once on the same return. »

⁹⁵ R.M. STULZ, op.cit., note 88, p.7 : « Generally, the compensation of hedge fund managers has a so-called "high water" mark if they make a loss in one period, they can get the performance fee only once they have recovered that loss. ». Voir aussi François-Serge LHABITANT, *Handbook of Hedge Funds*, Hoboken (England), John Wiley and Sons Ltd, 2006, p.30. Pour une autre description d'un « high-water mark », voir Stavros PANAGEAS, S. et Mark M. WESTERFIELD, *High-Water Marks: High-Risk Appetites? Convex Compensation, Long Horizons, and Portfolio Choice*, University of Southern California and University of Pennsylvania, Août 2007 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=1010846>], p.1 : « Under the typical high-water mark contract, hedge funds managers receive a fraction of the increase in fund value of the last recorded maximum – the high-water mark – provided that such an increase took place. Such performance fees are typical in the hedge fund industry, and they can lead to spectacular compensation for the hedge fund manager – when the fund is successful. »

⁹⁶ F.-S. LHABITANT, op.cit., note 95, p.30.

⁹⁷ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, Annexe G, p.62; P. BECK et M. NAGY, op.cit., note 11, p.90-91; F.-S. LHABITANT, op.cit., note 95, p.30.

generally invest his own money in the fund alongside other investors »⁹⁸. En contrepartie, les gestionnaires doivent assumer une part des risques découlant du placement de leur argent personnel, se plaçant, du coup, au même niveau que les autres investisseurs⁹⁹.

Par ailleurs, il est important de noter que le gestionnaire peut assumer une multiplicité de tâches, selon les politiques et processus du fonds. Il peut ainsi être appelé à calculer la valeur de l'actif net du fonds et de chacune des parts, valeurs qui serviront ultimement aux fins du calcul de sa rémunération. Il assure également, le cas échéant, la tenue des comptes et des registres financiers, la préparation du dossier de vérification annuelle et de la liaison avec le vérificateur et peut même être celui qui agit à titre de gardien de valeurs¹⁰⁰.

1.2.2. Les investisseurs

Depuis les bouleversements survenus sur les marchés financiers au début des années 2000, l'intérêt des investisseurs institutionnels ainsi que celui du grand public s'est manifestement accru en faveur des fonds de couverture¹⁰¹. Ces changements ont d'ailleurs engendré un véritable remodelage de la façon d'aborder l'industrie, tout en faisant naître de nouveaux défis.

Initialement, les gestionnaires visaient à attirer une clientèle fortunée, particulièrement les familles canadiennes possédant d'importants actifs¹⁰². Durant une longue période, ces clients ont suffi à fournir les capitaux nécessaires à l'exploitation des fonds de

⁹⁸ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, *op.cit.*, note 2, p.95 et 118; ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.10; Marcel KAHAN et Edward B. ROCK, *op.cit.*, note 62, p.32.

⁹⁹ D. STRACHMAN, *op.cit.*, note 7, p.4 et 7.

¹⁰⁰ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.22.

¹⁰¹ F.-S. LHABITANT, *Les indices de hedge funds doivent-ils être éligibles ou non aux fonds grand public?*, Les Cahiers Scientifiques no.2, Autorité des marchés financiers (France), Département des Études, Septembre 2006 [en ligne : http://www.amf-france.org/documents/general/7366_1.pdf]. p.4.

¹⁰² F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 95, p.34; J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.38.

couverture, sans toutefois engendrer une croissance significative de l'industrie. En effet, la croissance des dernières années s'est plutôt avérée le reflet de l'intérêt marqué des investisseurs institutionnels¹⁰³, tel que les caisses de retraite et les grandes institutions financières¹⁰⁴, qui sont venus injecter d'importants capitaux dans l'industrie canadienne. Cette constatation s'inscrit d'ailleurs dans une perspective beaucoup plus large, alors que l'industrie américaine connaît également une telle évolution¹⁰⁵.

Finalement, notons qu'à l'heure actuelle, les investisseurs de détail sont également autorisés à investir dans les fonds de couverture par le biais de véhicules d'investissement particuliers¹⁰⁶, notamment les billets à capital protégé.

1.2.3. Les courtiers et les banques

S'adaptant à l'évolution du monde des affaires, le rôle des banques s'est grandement accru ces dernières années. L'instauration de normes permettant aux institutions financières de faire l'acquisition de courtiers en valeurs mobilières a conduit à la restructuration et au décloisonnement du secteur financier¹⁰⁷. Désormais, les banques occupent une place prédominante sur les marchés financiers en offrant une gamme de services diversifiés¹⁰⁸. Au Canada, toutes les grandes banques possèdent leurs propres unités de courtage afin d'offrir à leur clientèle une gamme complète de

¹⁰³ M. TREMBLAY, *op.cit.*, note 4, p.43.

¹⁰⁴ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Canadian Hedge Fund Managers*, 10 mars 2004, p.27.

¹⁰⁵ UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *Hedge funds: Regulators and Market Participants are Taking Steps to Strengthen Market Discipline, but Continued Attention is Needed*, GAO-08-200, janvier 2008, p.28 : « Over the last 3 years, institutional investors in search of higher returns and risk diversification, such as pension funds, endowments, and funds of hedge funds, have accounted for a significant portion of the inflows to hedge fund assets under management. »

¹⁰⁶ M. TREMBLAY, *op.cit.*, note 4, p.43.

¹⁰⁷ INSTITUT CANADIEN DES VALEURS MOBILIÈRES, *Cours à l'intention des associés, administrateurs et dirigeants*, 2004, p.15.

¹⁰⁸ Nicole L'HEUREUX, Édith FORTIN et Marc LACOURSIÈRE, *Droit bancaire*, 4^e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2004, p.24. Voir aussi MINISTÈRE DES FINANCES, *L'industrie canadienne des valeurs mobilières*, Ottawa, janvier 2005 [en ligne : http://www.fin.gc.ca/tocf/2005/cansec05_f.html], p.1 : « En 2003, les firmes de courtage intégré, qui sont principalement les filiales de courtage des six grandes banques canadiennes, ont généré 73% du chiffre d'affaires de l'industrie. »

services financiers tout en favorisant leurs activités bancaires d'investissement¹⁰⁹. Ces firmes de courtage intégrées, bien que dominantes en termes de parts du marché au sein de l'industrie canadienne des valeurs mobilières, sont tout de même accompagnées d'autres firmes de courtage de détail et de courtage institutionnel qui offrent également un éventail de produits et de services financiers à leur clientèle respective¹¹⁰.

Les courtiers interviennent à plusieurs niveaux au sein de l'industrie des fonds de couverture et ils sont considérés comme faisant partie intégrante des activités quotidiennes des fonds. Les gestionnaires ont recours à leurs services de façon régulière dans le but de faire exécuter les transactions qui, ultimement, assureront la mise en place de la stratégie financière du fonds. Dans ce cadre, ces intermédiaires professionnels agissent uniquement à titre de courtiers exécutants attitrés à cette tâche de nature transactionnelle¹¹¹. En règle générale, plusieurs de ces courtiers collaborent aux activités du fonds de couverture. De plus, puisqu'ils procèdent à des placements, ils doivent être dûment inscrits et peuvent, dans ce cadre, être soumis à l'obligation de bien connaître leur client tout en s'assurant de la convenance des placements¹¹². La contribution de ces courtiers est loin d'être négligeable et représente annuellement plusieurs milliards de dollars en termes de commissions sur opérations versées aux fournisseurs de services en courtage primaire¹¹³.

Les gestionnaires font également affaires avec des courtiers de premier ordre (*prime brokers*) qui assurent des services de règlement, de garde de valeurs, d'évaluation du rendement, de recherche et également de recommandation de clients¹¹⁴. La garde des

¹⁰⁹ MINISTÈRE DES FINANCES, *L'industrie canadienne des valeurs mobilières*, *op.cit.*, p.2.

¹¹⁰ *Id.*, p.3.

¹¹¹ M. TREMBLAY, *op.cit.*, note 4, p.46.

¹¹² AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78.

¹¹³ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.24.

¹¹⁴ *Id.*, p.24. Voir aussi D. STRACHMAN, *op.cit.*, note 7, p.59 : « Besides paying a fee for the services, the fund manager and the prime broker have an understanding: The manager will route some of his or her trades through the prime broker's trading desks – which in turn will generate commissions. There is no written agreement that says this nor is there a requirement as to how many trades must be sent to the brokerage firm. That would be illegal. There is, however, an unwritten rule and managers know that if the prime broker does not see commissions' dollars, they will be asked to take their business elsewhere ». À

actifs du fonds peut être assurée directement par le gestionnaire, ou indirectement par l'entremise d'une société affiliée¹¹⁵.

Les courtiers de premier ordre agissent également à titre de prêteurs afin de permettre aux gestionnaires de se constituer des portefeuilles dont la valeur pourra s'accroître par l'effet de levier¹¹⁶. Ce financement n'est rendu possible que par la mise en œuvre d'une stratégie globale de gestion des risques qui permet, lorsque les marchés financiers sont fortement secoués, de réévaluer les prêts consentis aux fonds de couverture. Malgré cela, les sûretés concédées par le gestionnaire emprunteur peuvent ne pas représenter, dans certaines circonstances, une garantie suffisante afin d'assurer l'entité prêteuse du recouvrement des sommes accordées¹¹⁷. D'ailleurs, puisqu'elles ne sont pas en mesure de minimiser ainsi le risque de crédit par le biais d'une garantie suffisante, les banques refusent d'intervenir directement à titre de prêteuses et laissent le soin aux courtiers de remplir cette fonction jugée à risque¹¹⁸.

Les courtiers ont accordé, au cours des dernières années, d'importants prêts aux gestionnaires de fonds de couverture afin que ces derniers puissent « investir dans des produits financiers complexes fondés sur les hypothèques à risque aux États-Unis »¹¹⁹. Dans le sillage de la crise du crédit survenue ultérieurement, les courtiers ont

titre informatif, l'Association des courtiers en valeurs mobilières soulève également la problématique du partage des primes d'incitation avec les conseillers en valeurs mobilières afin d'attirer une clientèle (voir ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.32). Cette problématique a également été identifiée par la Securities and Exchange Commission (SEC) (voir UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, op.cit., note 105, p.15). Voir aussi GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, op.cit., note 2, p.199.

¹¹⁵ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.22.

¹¹⁶ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, op.cit., note 82, p.101; UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, op.cit., note 105, p.10.

¹¹⁷ John KAMBHU, Til SCHUERMANN et Kevin J. STIROH, *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risks*, Economic Policy Review, Forthcoming, 7 septembre 2007 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=1012348>], p.7.

¹¹⁸ Sur les prêts et avances par les banques, voir N. L'HEUREUX, É. FORTIN et M. LACOURSIÈRE, op.cit., note 108, p.213 et ss.

¹¹⁹ Stéphanie GRAMMOND, « La crise risque de précipiter les États-Unis en récession », La Presse, 17 août 2007.

graduellement vu leur confiance envers l'industrie s'effriter. Encouragés par le vacillement de l'économie, ces derniers ont procédé au renforcement de leurs dispositifs de gestion des risques, notamment en augmentant les coûts d'emprunt ou en bloquant systématiquement l'accès des fonds de couverture au crédit. Face à cette situation, les gestionnaires ont dû réajuster leurs stratégies de placement, parfois même jusqu'à remettre en question leurs nombreuses positions¹²⁰.

À un autre niveau, les courtiers peuvent également contribuer à la mise en œuvre de la vente à découvert par le biais de prêts de titres¹²¹. Le gestionnaire est donc en mesure de vendre des valeurs mobilières, qu'il ne possède pas en réalité, et ce, par anticipation d'une baisse de la valeur de ce titre¹²².

Sur le marché de détail, les banques agissent directement à titre d'émettrices de billets à capital protégé, qui sont notamment liés au rendement d'un fonds de couverture. D'ailleurs, les banques furent les premières institutions à émettre de tels produits structurés afin de répondre aux besoins d'une clientèle grandissante de particuliers¹²³. En raison de l'intégration des nombreux services financiers offerts par les banques, il n'est pas surprenant de constater que la distribution de tels produits s'exécute par le biais des grandes sociétés de courtages leur appartenant :

« Les institutions de dépôt occupent aussi une place prééminente dans le placement direct, car les réseaux de leurs succursales, de leurs unités de services aux particuliers et de leurs sociétés de courtage offrent un débouché naturel à leurs

¹²⁰ Pour plus de détails, voir INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Report on the Subprime Crisis*, Rapport final, Technical Committee, mai 2008; Stéphanie GRAMMOND, « Les hedge funds étranglés par leurs dettes », La Presse, 22 mars 2008.

¹²¹ M. TREMBLAY, *op.cit.*, note 4, p.46. Voir aussi *Ontario (Securities Commission) c. Portus Alternative Asset Management Inc.*, [2006] O.J. No.1121 (21 mars 2006), par.11: « RBC executed a short sale of securities equivalent to those in the Canadian Basket. To effect the short sale, RBC borrowed the equivalent securities from its affiliated broker dealer, RBC DS, and funded and delivered collateral to RBC DS in the form of fixed income securities. »

¹²² GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, *op.cit.*, note 2, p.119.

¹²³ *Id.*, p.150.

créations exclusives. C'est pourquoi les billets à capital protégé émis par les banques obtiennent un succès considérable »¹²⁴.

La distribution des produits structurés s'initie également en collaboration avec d'autres grandes sociétés de courtages n'appartenant pas aux banques. Sur le marché canadien, ce service est offert aux investisseurs par l'entremise de plusieurs sociétés d'assurance et de distribution de fonds communs qui n'entretiennent aucune relation avec les grandes banques canadiennes¹²⁵.

1.3. Un aperçu du contexte juridique

En raison des particularités du paysage constitutionnel canadien, la décentralisation des pouvoirs se manifeste clairement dans le secteur des valeurs mobilières, et ce, malgré l'intervention limitée du gouvernement fédéral. La tâche de maintenir et de renforcer le bon fonctionnement des marchés financiers relève ultimement des commissions en valeurs mobilières de chacune des provinces. Elles sont notamment responsables de l'élaboration des politiques, de l'examen des documents d'information, de la surveillance des organismes d'autoréglementation (OAR) ainsi que de l'application de la réglementation pour les sociétés qui n'adhèrent pas à un OAR.

Lorsqu'elles se regroupent, elles forment ce qu'on appelle les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après les « ACVM »), une tribune qui permet à leurs représentants respectifs de se réunir trimestriellement afin de contribuer à l'objectif d'harmonisation de la réglementation de manière à favoriser l'acceptation réciproque des normes¹²⁶. Non seulement est-il crucial de bien se situer dans le processus d'élaboration des normes et des principes qui la sous-tendent, mais encore faut-il s'assurer d'une compréhension adéquate des normes réglementaires qui encadrent spécifiquement l'industrie des fonds de couverture. Selon le marché visé par le

¹²⁴ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.29.

¹²⁵ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, op.cit., note 6, p.8.

¹²⁶ Voir le site officiel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières : <http://www.csa-acvm.ca>.

gestionnaire du fonds, les normes applicables changeront afin de s'adapter à la réalité spécifique des investisseurs impliqués.

Les titres de fonds de couverture sont placés par le biais de trois véhicules impliquant les deux principales catégories d'investisseurs. Dans le cadre d'une émission par le biais d'un appel public à l'épargne, les titres d'un fonds de couverture sont distribués au moyen d'un prospectus, ce qui implique l'assujettissement à de nombreuses obligations en matière de divulgation de l'information. Lorsque les gestionnaires optent plutôt pour la voie des placements privés, ils bénéficient de deux options; d'une part, les placements par l'entremise du régime des dispenses de prospectus et d'inscription, et, d'autre part, ceux par le truchement de produits liés, comme les billets à capital protégé¹²⁷.

Dans la présente section, nous procéderons à la clarification des règles applicables selon que le fonds s'engage sur le marché primaire par le biais d'un appel public à l'épargne ou plutôt via celui des placements privés¹²⁸. Ce dernier point nous permettra d'introduire les billets à capital protégé, particulièrement en raison de la grande popularité de ce véhicule de placement généralement émis par des institutions financières.

1.3.1. Les émissions par le biais d'un appel public à l'épargne

L'entrée sur le marché public marque généralement un tournant pour les sociétés désirant prendre de l'expansion en élargissant leurs options de financement. En accédant à de nouvelles sources de capitaux, les sociétés publiques sont en mesure de s'adresser à un plus grand nombre d'investisseurs prêts à soutenir leurs objectifs de croissance. L'émission des titres d'un fonds par le biais d'un appel public à l'épargne doit se dérouler conformément à des normes très strictes et impose au gestionnaire du fonds de satisfaire à de nombreuses obligations imposées par la législation en valeurs

¹²⁷ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78.

¹²⁸ Pour les fins de la présente section, et dans le but d'alléger le texte, nous privilégierons les normes applicables au Québec.

mobilières. Les normes relatives aux organismes de placement collectif s'articulent autour de trois axes principaux, à savoir l'obligation d'information, l'obligation d'inscription ainsi que les règles en termes de gouvernance.

Le point de départ de tout questionnement en matière d'obligation d'information consiste en la détermination de l'applicabilité de la *Loi sur les valeurs mobilières* (ci-après la « L.V.M. »). D'une part, une transaction ayant comme objet une forme d'investissement spécifiquement prévue¹²⁹ fera en sorte d'assujettir le fonds à la loi. Lorsqu'aucune dispense n'est applicable, nous devons ensuite nous questionner sur la nature même de la transaction; ainsi, en présence d'un « placement » au sens de l'article 5 de la L.V.M., l'obligation pour l'émetteur d'établir un prospectus¹³⁰ sera formellement déclenchée. Cette obligation fondamentale consiste en la production d'un document en bonne et due forme relatant une information jugée essentielle à l'intégrité du processus d'appel public à l'épargne.

D'un point de vue général, toute personne qui entend procéder au placement d'une valeur est tenue d'établir un prospectus et celui-ci sera ultimement soumis au visa de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'A.M.F. »)¹³¹. Plus spécifiquement, le *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif*¹³² prévoit que les fonds d'investissement procédant au placement de leurs parts par le biais d'un appel public à l'épargne doivent le faire par voie de prospectus simplifié. Cette divulgation permet ultimement aux investisseurs de prendre une décision éclairée et aux intermédiaires de marché de s'y référer avant d'émettre toute recommandation en fonction du profil de leurs clients. Notons finalement que le contenu du document d'information est dicté par ce même règlement.

¹²⁹ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1., art.1 (ci-après « L.V.M. »).

¹³⁰ Art.11 L.V.M.

¹³¹ Art.11 L.V.M.. Pour la définition de ce que représente un « placement » au sens de la loi, voir l'article 5. La loi québécoise ne définit pas ce qu'est une « valeur », mais l'article 1 prévoit les formes d'investissement auxquelles la L.V.M. s'applique.

¹³² *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif* [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeur-mobilières/autres-reglemens-texte-vigueur/opc/81-101fr.pdf>] (ci-après « *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif* »).

« Essentiellement, le prospectus comporte une première partie divulguant de l'information générale relative au fonctionnement du fonds, notamment en ce qui concerne les modes d'achat et de rachat des parts, les frais et les incidences fiscales. La deuxième partie traite des dimensions spécifiques au fonds, à savoir son organisation, sa gouvernance, les objectifs et les stratégies de placement, les principaux titres détenus en portefeuille, les risques, etc. »¹³³

Le fonds ayant procédé à un appel public à l'épargne devient un émetteur assujéti au sens de la L.V.M.¹³⁴. Du coup, il doit s'assurer de maintenir un niveau adéquat d'échanges avec les investisseurs de manière à leur fournir régulièrement, sur demande, certains renseignements importants concernant le fonds. Le fonds doit prendre connaissance et respecter les exigences réglementaires en la matière¹³⁵, tout en fournissant toute autre information utile au processus décisionnel des détenteurs des parts du fonds¹³⁶. À titre d'exemples, nous pourrions citer l'obligation de produire un rapport de la direction sur le rendement du fonds¹³⁷, l'obligation d'établir de l'information trimestrielle,¹³⁸ celle de fournir certaines informations sur le vote par procuration relatif aux titres en portefeuille¹³⁹, sur certains changements jugés importants¹⁴⁰, sur le processus de sollicitation de procurations¹⁴¹, sur le changement de vérificateur¹⁴² et sur toutes les règles portant sur le calcul de la valeur liquidative¹⁴³.

¹³³ Stéphane ROUSSEAU, « La protection des épargnants dans les fonds d'investissement : où en sommes-nous à la suite des scandales financiers? », Actes de la formation juridique permanente, sous la direction de Me Antoine Leduc, Éditions Yvon Blais, vol.1, 2008, p.89.

¹³⁴ Art.68 L.V.M..

¹³⁵ Mark R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, 3e éd., Toronto, Thomson Carswell, 2007, p.179.

¹³⁶ *Id.*, p.179.

¹³⁷ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, juin 2005, [en ligne : http://www.aima-canada.org/doc_bin/AIMA_Disclosure_Promotion-June14Final.pdf], p.5. Voir aussi le *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/lopc81-106fr.pdf>] (ci-après *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*). L'art.4.1. du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* prévoit que l'obligation de déposer un rapport de la direction ne s'applique qu'aux fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis. Voir l'Annexe 81-106A1.

¹³⁸ Partie 6 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

¹³⁹ Partie 10 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

¹⁴⁰ Partie 11 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

¹⁴¹ Partie 12 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

¹⁴² Partie 13 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

¹⁴³ Partie 14 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

Les intermédiaires qui procèdent au placement des parts d'un fonds ou qui transmettent des conseils à cet égard doivent obligatoirement s'inscrire auprès de l'autorité en valeurs mobilières de chacune des provinces dans laquelle ils entendent exercer leurs activités¹⁴⁴. Lorsque les gestionnaires de fonds de couverture établissent le profil de potentiels investisseurs afin de leur prodiguer des conseils sur cette base, ils sont donc tenus de s'inscrire¹⁴⁵ et ce, à moins que cette fonction ne soit assumée par une société de gestion distincte¹⁴⁶. Au Québec, c'est l'A.M.F. qui est responsable de procéder à l'inscription des candidats lorsque ces derniers présentent, d'une part, la compétence et la probité voulues afin de protéger les investisseurs et, d'autre part, la solvabilité et les assises financières nécessaires à la viabilité de leur entreprise¹⁴⁷.

Une fois obtenue, l'inscription confère aux gestionnaires et aux courtiers le droit d'exercer leurs activités à ce titre, tout en les soumettant au pouvoir de surveillance de l'A.M.F. quant à la conformité de leurs opérations¹⁴⁸. L'A.M.F. est en droit de demander la production de tout document se rapportant à l'exercice de la profession de la personne inscrite et de s'enquérir de tout renseignement sur le fonds d'investissement ainsi que sur le dépositaire et le fiduciaire¹⁴⁹. Selon les résultats obtenus lors du processus d'inspection, l'A.M.F. est également en mesure de faire intervenir le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières afin que celui-ci retire tous les droits conférés par l'inscription, les suspende ou impose certaines restrictions ou conditions reliées à leur exercice¹⁵⁰.

¹⁴⁴ Art.148 L.V.M..

¹⁴⁵ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78: « Les *gestionnaires de portefeuille* des fonds doivent être inscrits. Dans le présent avis, les gestionnaires de portefeuille sont désignés comme des « conseillers », car ils fournissent des conseils aux fonds concernant leur portefeuille de titres. C'est la situation inverse aux États-Unis, où la plupart des conseillers de fonds de couverture ne sont pas réglementés. »

¹⁴⁶ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.23 : « Il est intéressant de noter que bon nombre de gérants de fonds de couverture ne sont pas, en pratique, des personnes inscrites en valeurs mobilières. »

¹⁴⁷ *Id.*, p.18. Voir aussi l'article 151 L.V.M..

¹⁴⁸ Art.151.1 L.V.M..

¹⁴⁹ Art.151.1.1. et 151.3 L.V.M..

¹⁵⁰ Art.152 L.V.M..

Dans l'objectif de protéger adéquatement les investisseurs, l'A.M.F. a établi des normes afin d'assurer un encadrement adéquat de l'activité interne du fonds. Ces mesures de gouvernance s'orientent principalement sur les possibilités de placement ainsi que sur la manière de détenir les actifs et les divers modes de rémunération de ceux qui vendent les parts d'un organisme de placement collectif¹⁵¹. D'abord, lorsque ses titres sont placés auprès du public par voie de prospectus, le fonds doit se limiter aux placements qu'un organisme de placement collectif est autorisé à effectuer en raison de son statut d'émetteur assujéti¹⁵². Ainsi, il ne peut consacrer plus de dix pourcent de l'actif net du fonds pour effectuer des opérations sur des instruments dérivés¹⁵³. Il n'est pas non plus en mesure de se positionner en situation de contrôle sur un émetteur par l'acquisition de plus de dix pourcent des droits de vote ou des titres de participation de la société en question¹⁵⁴. Les placements effectués doivent

¹⁵¹ BROCHURE DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Les organismes de placement collectif, 2006.

¹⁵² *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-viqueur/opc/81-102fr.pdf>] (ci-après « *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* »).

¹⁵³ Art.2.1 *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*.

¹⁵⁴ Art.2.2. *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*. Sans trancher cette question, il est permis de s'interroger sur le fait que cette interdiction pourrait miner substantiellement, sinon entièrement, certaines initiatives activistes visant la prise de contrôle de sociétés visées. Bien que ces démarches puissent fonctionner avec des positions de moindre importance, l'activisme actionnarial des fonds de couverture peut parfois impliquer l'acquisition d'importantes positions dans la société visée afin d'y exercer un contrôle effectif ou même d'y provoquer certains changements fondamentaux. Voir William W. BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, Georgetown Law and Economics Research Paper no. 928689, septembre 2006 [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=928689>], p.5 : « Hedge Funds have emerged as aggressive shareholders at many firms in recent years. They target companies, take large positions in their stocks, criticize their business plans and governance practices, and confront their managers, demanding actions enhancing shareholder value [nos soulignements] ». Fait à noter, toute personne dont la participation dans une catégorie de titres comportant droit de vote et émis par un émetteur assujéti devient égale ou supérieure à 10% doit, aussitôt après l'opération, émettre un communiqué de presse. De plus, dans un délai de deux jours ouvrables, une déclaration d'acquisition selon le système d'alerte doit être transmise à l'Autorité (voir le *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et question connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés* [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/62-103fr.pdf>] et l'article 147.11 L.V.M.). Toute personne dont l'emprise sur les titres de l'émetteur assujéti porte sur 10% au moins d'une catégorie d'actions comportant le droit de vote et le droit de participer au reliquat des biens devient un initié (art.89 L.V.M.). Toute personne qui devient initiée à l'égard d'un émetteur assujéti est tenue, dans les dix jours, de déclarer à l'Autorité son emprise sur les titres de cet émetteur en déposant sa déclaration d'initié sur le Système électronique de déclaration des initiés (SEDI) (Art.96 L.V.M.). La même obligation s'applique lors de toute modification de l'emprise sur les titres (Art.97 L.V.M.).

également répondre à certaines exigences en termes de liquidité¹⁵⁵ et les gestionnaires ne peuvent avoir recours à l'emprunt, sauf dans certaines circonstances spécifiquement prévues¹⁵⁶. L'utilisation de certains instruments financiers est également limitée par la réglementation, notamment les acquisitions sur marge et les ventes à découvert¹⁵⁷ ainsi qu'une multitude d'opérations sur des instruments dérivés¹⁵⁸. Finalement, vu les risques en la matière, le gestionnaire n'est pas autorisé à se verser une rémunération au rendement à moins que ne s'applique une exception spécifiquement prévue par la réglementation¹⁵⁹.

Ensuite, la réglementation exige la mise sur pied d'un comité d'examen indépendant dont la principale fonction est de se pencher sur les pratiques de gouvernance au sein des fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis¹⁶⁰. Le comité est en charge d'examiner les questions soumises par les gestionnaires relativement à des situations de conflits d'intérêts potentiels¹⁶¹ et formule les recommandations qu'il juge approprié dans les circonstances.

1.3.2. Les placements privés

Contrairement à ce qui est généralement véhiculé dans la littérature, il est inexact d'affirmer que les fonds de couverture ne sont pas réglementés. Au contraire, ils

¹⁵⁵ Art.2.4. *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*. Voir aussi l'art.2.2. de l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-102IGfr.pdf>]. (ci-après « l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* ») sur l'interprétation à donner du terme « actif non liquide ».

¹⁵⁶ Art.2.6. *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*.

¹⁵⁷ Art.2.6 b) et c) *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, qui renvoient aux articles 2.7 et 2.8.

¹⁵⁸ Art. 2.8 et 2.11 *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*.

¹⁵⁹ M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.550.

¹⁶⁰ *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement* [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-107fr.pdf>] (ci-après « *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement* »). *Instruction générale relative au Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement* [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-107IGfr.pdf>] (ci-après « *Instruction générale relative au Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement* »).

¹⁶¹ Art.4.1. *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*.

utilisent plutôt les outils explicitement offerts par la législation en valeurs mobilières afin de provoquer la non-application de certaines normes qui pourraient être particulièrement contraignantes :

« Although the popular press often refers to hedge funds as "unregulated investment vehicles", in fact, hedge funds are designed to take advantage of various exemptions, exclusions, and "safe harbors" that are explicitly provided within the regulatory framework »¹⁶².

La nature des fonds de couverture s'harmonise parfaitement avec cette volonté d'agir hors du cadre des dispositions contraignantes de la réglementation notamment en matière de divulgation de l'information. D'un point de vue historique, on observe une tendance marquée des gestionnaires à accomplir leurs tâches secrètement. À titre d'exemple, le créateur du premier fonds de couverture, Alfred Winslow Jones, a opéré secrètement à titre de gestionnaire pendant près de vingt ans. Dans son sillage, le fonds LTCM a, près de cinquante ans plus tard, mené ses opérations à l'abri complet des regards.

À l'heure actuelle, les fonds de couverture cherchent volontairement, et de façon quasi instinctive, à adapter leur mode de fonctionnement afin de bénéficier des normes plus avantageuses en termes de divulgation de l'information et de gouvernance interne¹⁶³. D'ailleurs, « [h]edge funds critics have characterized hedge funds as "shadowy" investment vehicles that "escape" regulation by "exploiting loopholes" in the federal securities laws in order to freewheel in the equivalent of a "wild west" financial frontier »¹⁶⁴. Le marché dispensé représentant le noyau de l'industrie des fonds de couverture, il est à propos de porter notre attention sur les règles qui y trouvent application. Dans la section suivante, il sera finalement question des billets à capital

¹⁶² R.A. JAEGER, *op.cit.*, note 7, p.181.

¹⁶³ H.B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.12-13; Troy A. PAREDES, *On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style and Mission*, Washington University in St-Louis School of Law, Faculty Working Paper Series, no.6-03-02, 2006, en ligne : <http://ssrn.com/abstract=893190>, p.2.

¹⁶⁴ T.A. PAREDES, *op.cit.*, note 163, p.6.

protégé, ces billets structurés destinés à un vaste éventail d'investisseurs du marché privé.

1.3.2.1. Le marché dispensé

Tel que nous l'avons amplement expliqué précédemment, les fonds de couverture n'empruntent généralement pas la voie des appels publics à l'épargne, puisqu'une telle distribution entraînerait de nombreuses contraintes en matière de divulgation de l'information ainsi qu'en termes de gouvernance interne. À cet égard, la L.V.M. prévoit que le placement de titres auprès d'un investisseur qualifié est dispensé de l'établissement d'un prospectus, dans la mesure où il est conforme aux conditions prévues par règlement¹⁶⁵.

Plus spécifiquement, l'obligation de produire un prospectus ne s'applique pas dans le cas d'une « opération visée » avec un « investisseur qualifié » qui souscrit ou acquiert les titres pour son propre compte¹⁶⁶. Il s'agit notamment de certaines institutions financières, des banques, des personnes inscrites à titre de courtier ou de conseiller, le gouvernement et certaines sociétés d'état et, finalement, des personnes physiques possédant des revenus ou des actifs d'une valeur importante¹⁶⁷. De plus, un investissement minimal de 150 000\$ entraîne l'application de la dispense¹⁶⁸. Il importe toutefois de préciser que le fait que procéder à des regroupements de personnes afin de totaliser la somme requise n'est pas considéré comme un placement valide; en effet, il est nécessaire que la somme soit le résultat d'un investissement personnel et pour son propre compte¹⁶⁹.

¹⁶⁵ Art.43 L.V.M..

¹⁶⁶ Art. 2.3 *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/45-106vafr.pdf>] (ci-après « *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* »); Paul MARTEL et Jocelyn Lafond, *Règlement 45-106 : Nouvelles règles sur les placements privés : Ce que les sociétés fermées devraient savoir*, Montréal, Wilson & Lafleur, Martel Ltée, 2007, p.38.

¹⁶⁷ Art.1.1. *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*.

¹⁶⁸ Art. 2.10 *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*.

¹⁶⁹ Voir AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de la Commission – Placement sans publicité d'au moins 150 000\$ généralement appelé avis de placement en vertu des articles 46 et 51 de la Loi, Bulletin hebdomadaire: 2000-10-13, Vol.XXXI, no.41. Le 13 décembre 2000, la Commission des valeurs mobilières du Québec (désormais l'Autorité des

La principale justification soulevée à l'appui du régime des dispenses est l'absence de nécessité de transmettre de l'information dans le cadre de placements privés. En d'autres termes, les autorités réglementaires ont jugé que certains investisseurs n'avaient pas besoin de l'information contenue dans les prospectus :

« Probably the main rationale for an exemption is that the investors purchasing the securities do not need to know the kind of information that would be provided in a prospectus. Because they do not need to know the information that would be provided in a prospectus there is a little or no benefit from providing them with the information. Since a prospectus can be costly to produce the cost will be outweigh the benefit where the investors do not need to know the information contained in a prospectus »¹⁷⁰.

Un investisseur qualifié est généralement considéré comme possédant un degré élevé d'« investment sophistication »¹⁷¹. De ce fait, il n'aurait pas besoin de l'apport spécifique d'un prospectus alors que son statut lui permet d'aller rechercher autrement l'information utile¹⁷². Dans un même ordre d'idée, certains prétendent que les investisseurs institutionnels qui sont « qualifiés » au sens de la loi¹⁷³ bénéficient d'une force de négociation telle qu'il serait inapproprié d'exiger la production d'un prospectus. Par la mise en œuvre de leur pouvoir étendu d'engager des pourparlers influents, les investisseurs reliés à l'industrie des fonds de couverture seraient en mesure d'obtenir l'information jugée pertinente¹⁷⁴. D'ailleurs, la nature de tels investisseurs supporterait

valeurs mobilières) publiait un avis relativement à certaines pratiques de courtiers et de représentants sur les marchés financiers. Désormais, la règle interdisant les regroupements de personnes dans le but de bénéficier de la dispense pour placement minimal est intégrée dans le Règlement 45-106 à l'article 2.10.

¹⁷⁰ M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.251.

¹⁷¹ *Id.*, p.265: « Most of the accredited investor exemptions can be justified, at least in part, on the basis that accredited investor has a degree of investment sophistication ».

¹⁷² *Id.*, p.251.

¹⁷³ *Id.*, p.252: « Large financial institutions are usually included in the category of sophisticated investors. These include banks, insurance companies, and governments. Other institutions include pension funds, mutual funds, and investment companies. Firms specializing in the securities business are also often exempt on the basis that they are sophisticated. »

¹⁷⁴ T.A. PAREDES, *op.cit.*, note 163, p.20 : « First, hedge fund investors have more information than regulators seem to admit. Investors, particularly institutional investors, do engage in active due diligence

la prétention selon laquelle l'obtention de services professionnels par les investisseurs qualifiés est facilitée. Ces investisseurs « do not need to be protected – they can protect themselves »¹⁷⁵.

Dans la même veine, la dispense visant les investisseurs plaçant des sommes minimales se justifie en ce que l'importance des montants investis incite naturellement les investisseurs à s'entourer de professionnels aguerris afin d'obtenir des conseils¹⁷⁶. Bien que ces investisseurs n'aient pas nécessairement une expertise en matière de placement, ce réflexe de protection de leurs avoirs suffirait à leur conférer un appui suffisant :

« [...] de l'avis même du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, l'exigence de déboursier comptant une somme d'au moins 150 000\$ démontre que l'acquéreur est un investisseur ayant les moyens et la capacité de faire face au risque financier de son investissement »¹⁷⁷.

Bien que ces investisseurs soient en position favorable pour obtenir des conseils financiers adéquats, le Rapport final du *Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation en valeurs mobilières* appuie l'assertion selon laquelle « l'avoir d'un investisseur ne constitue pas une indication appropriée de ses connaissances sur le plan financier »¹⁷⁸ sans toutefois parvenir à présenter une norme objective qui serait davantage approprié¹⁷⁹. Quoiqu'il en soit, on considère que les investisseurs du

before investing, routinely engaging advisory firms to evaluate options for them, and are able to negotiate for more disclosure from hedge funds both before and after investing ».

¹⁷⁵ M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.251-252.

¹⁷⁶ *Id.*, p.251-252. Voir aussi p.277: « The amount paid by the purchaser should give the purchaser an incentive to either obtain investment advice or engage in careful investment analysis of their own ».

¹⁷⁷ Paul MARTEL et Jocelyn Lafond, *op.cit.*, note 166, p.42.

¹⁷⁸ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.96.

¹⁷⁹ *Id.*, p.97 : Le Groupe de travail va plus loin en recommandant que l'on favorise l'accès aux marchés financiers pour les investisseurs qui basent leurs décisions d'investissement sur l'avis d'un conseiller inscrit. Selon le Groupe de travail, « [l]e degré de spécialisation financière du conseiller inscrit, qui lui vient de sa formation professionnelle et de son agrément sur le plan professionnel, serait transposé à son client. Des mesures appropriées de protection appropriées pourraient être appliquées afin de faire en sorte que le conseiller inscrit et l'investisseur reconnaissent tous deux que l'investisseur se fie au conseiller. Cependant, l'élargissement de la catégorie des investisseurs admissibles à de telles personnes pourrait risquer d'entraîner une érosion indue de tout le modèle du prospectus. C'est pourquoi nous recommandons qu'au début, cette dispense soit limitée à 50 investisseurs pour n'importe quel placement

marché dispensé sont en mesure de protéger adéquatement leurs droits sans qu'il ne soit nécessaire de les faire bénéficier d'une transparence informationnelle.

« So long as investors know what they know, and are in a position to know what they do not know, they can fend for themselves. Investors can price the risk of having imperfect information, as well as the risk associated with other monitoring challenges that make it difficult for investors to oversee and discipline hedge funds managers. Investors can, for example, simply refuse to invest. Investors are mobile and have lots of choices among hedge funds and between hedge funds as an asset class and other investments. »¹⁸⁰

Les investisseurs emploient leur pouvoir de négociation afin d'établir des relations d'affaires dont le niveau de transparence correspondra ultimement à ce qu'ils considèrent approprié¹⁸¹. Depuis quelques temps, il semble même que la pression exercée serait telle que les fonds auraient cédé à leurs demandes de transmettre une plus grande quantité d'informations¹⁸².

À un autre niveau, dans le contexte des placements privés, un fonds de couverture se qualifie soit à titre d'organisme de placement collectif ou de fonds d'investissement à capital fixe qui, dans les deux cas, ne sont pas des émetteurs assujettis. Plusieurs fonds de couverture sont organisés sous la forme d'organismes de placement collectif offrant leurs titres en vertu d'une dispense de prospectus et d'inscription conformément au *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription* (ci-après « *Règlement 45-106* »)¹⁸³. De cette manière, les fonds de couverture conservent leur entière liberté de mouvement. En effet, lorsque les titres d'un fonds de couverture sont vendus en vertu d'une dispense de prospectus, l'organisme de placement collectif

privé. Avec le temps, on pourrait envisager d'augmenter le nombre d'investisseur autorisés à se prévaloir de cette dispense ». Notons que cette dispense ne s'appliquerait que dans le cas des émetteurs assujettis.

¹⁸⁰ T.A. PAREDES, *op.cit.*, note 163, p.23.

¹⁸¹ A. GUIZOT, *op.cit.*, note 38, p.42.

¹⁸² UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *op.cit.*, note 105, p.28.

¹⁸³ *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription; Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription.*

devient non-assujéti au *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* dans la mesure où les titres ne sont pas offerts par voie de prospectus¹⁸⁴.

Malgré l'existence de certains organismes de placement collectif, la majorité des fonds de couverture sont plutôt structurés sous la forme de fonds d'investissement à capital fixe au sens du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* (ci-après « *Règlement 81-106* »)¹⁸⁵. Ces fonds d'investissement peuvent également être offerts en vertu d'une dispense de prospectus et d'inscription conformément au *Règlement 45-106* et c'est d'ailleurs dans cette catégorie que nous retrouvons la majorité des fonds offerts aux investisseurs institutionnels. En raison de ce fait, la majorité des fonds ne représentent pas des émetteurs assujettis.

Sur le marché dispensé, les exigences en matière de divulgation de l'information sont moindres. D'une part, en matière d'obligation d'information initiale, « [l]es fonds de couverture dont les titres sont placés auprès d'investisseurs qualifiés ou d'investisseurs qui souscrivent au moins 150 000\$ de titres ne sont pas formellement tenus de fournir d'information »¹⁸⁶. D'autre part, outre les éléments déjà traités au niveau des stratégies de placement, la qualification juridique d'un fonds de couverture implique d'importantes

¹⁸⁴ Art.1.2. *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* : « Le présent règlement s'applique uniquement a) à [l'organisme de placement collectif] qui offre ou a offert ses titres par voie de prospectus simplifié, tant et aussi longtemps que [l'organisme de placement collectif] demeure un émetteur assujéti; b) à la personne en ce qui a trait aux activités se rattachant à [l'organisme de placement collectif] visé en a) ou en ce qui a trait au dépôt d'un prospectus simplifié auquel le paragraphe 3.1(1) s'applique. »; Voir aussi l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* pour obtenir certains compléments d'information.

¹⁸⁵ Art.1.1. *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* : « « fonds d'investissement à capital fixe » : l'émetteur qui réunit les caractéristiques suivantes :

- a) il a pour objet principal d'investir les sommes d'argent qui lui sont fournies par ses porteurs;
- b) il n'effectue pas d'investissement :
 - i) soit dans le but d'exercer ou de chercher à exercer le contrôle d'émetteurs, à l'exception de tout émetteur qui est un organisme de placement collectif ou un fonds d'investissement à capital fixe;
 - ii) soit dans le but de participer activement à la gestion des émetteurs dans lesquels il investit, à l'exception de tout émetteur qui est un organisme de placement collectif ou un fonds d'investissement à capital fixe;
- c) il n'est pas un organisme de placement collectif; » ;

Voir aussi *Instruction générale relative au 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/81-106IGfr.pdf>] (ci-après « l'*Instruction générale relative au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* »).

¹⁸⁶ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78.

conséquences en termes d'obligation d'information continue. Il existe à ce sujet trois possibilités envisageables, selon que le fonds de couverture est un émetteur assujéti dont les titres sont placés au moyen d'un prospectus, ou bien un organisme de placement collectif ou un fonds d'investissement à capital fixe qui, pour leur part, ne sont pas des émetteurs assujettis.

Tout d'abord, un fonds de couverture qui placerait ses titres par voie de prospectus et qui serait par conséquent un émetteur assujéti deviendrait alors soumis à l'ensemble des dispositions du *Règlement 81-106*¹⁸⁷. Cependant, comme nous l'avons vu précédemment, cette éventualité ne se présente pas dans les faits étant donné la nature des fonds de couverture et les conséquences qui découleraient de l'assujettissement aux nombreuses exigences réglementaires. La seconde possibilité est le fonds de couverture qui rencontre la définition d'OPC de l'article 5 de la L.V.M., mais qui n'est pas un émetteur assujéti¹⁸⁸. Dans ce cas, certaines règles prévues au *Règlement 81-106* trouvent application. Principalement, ces fonds de couverture se voient imposer l'obligation de communiquer à leurs investisseurs des états financiers intermédiaires et annuels¹⁸⁹ :

¹⁸⁷ Art. 1.2. *Règlement 81-106 sur l'obligation d'information continue des fonds d'investissement* : « Sauf disposition contraire, le présent règlement s'applique: a) au fonds d'investissement qui est un émetteur assujéti; b) à [l'organisme de placement collectif] présent dans le territoire ». Voir aussi l'art.1.1 *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* : « [L'organisme de placement collectif] présent dans le territoire se définit comme étant : « l'organisme de placement collectif, c'est-à-dire la société d'investissement à capital variable ou le fonds commun de placement, qui est émetteur assujéti dans le territoire intéressé ou qui est constitué en vertu des lois de celui-ci à l'exception d'un organisme de placement collectif fermé au sens du *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés* adopté par la Commission des valeurs mobilières du Québec en vertu de la décision no.2003-C-0109 du 18 mars 2003 concernant les offres et les déclarations d'initiés. ».

¹⁸⁸ Art.5 L.V.M..

¹⁸⁹ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.20-21. Voir *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* (la Partie 2 sur les états financiers, la Partie 3 sur l'information financière à fournir, la Partie 5 sur la transmission des états financiers, sauf les dispositions reliées au rapport de la direction sur le rendement du fonds et la Partie 7 sur la reliure et la présentation des états financiers). L'article 2.11. du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* prévoit une dispense pour les organismes de placement collectif qui ne sont pas des émetteurs assujettis. Pour bénéficier de ce droit de ne pas déposer d'états financiers auprès de l'Autorité des marchés financiers, l'organisme de placement collectif doit tout de même établir ses états financiers conformément au règlement et les transmettre aux porteurs de titres à l'intérieur des délais prévus.

« Des documents d'information continue (comme les états financiers) doivent être fournis par les fonds de couverture dont les titres sont placés en vertu de certaines dispenses : En vertu du Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement, les fonds de couverture qui ne sont pas des émetteurs assujettis sont tout de même tenus de fournir certains documents d'information continue aux investisseurs (au Québec, et aussi en Ontario, en Saskatchewan, en Nouvelle-Écosse et au Nouveau-Brunswick) »¹⁹⁰.

Finalement, la troisième et dernière possibilité à envisager est celle du fonds de couverture qui rencontre la définition de « fonds d'investissement à capital fixe » de l'article 1.1. du *Règlement 81-106* et qui n'est pas un émetteur assujetti. Dans ce cas, qui représente en réalité la majorité des fonds de l'industrie canadienne, aucune disposition réglementaire en matière d'information continue ne trouve application.

À un autre niveau, il est nécessaire de rappeler que sur le marché dispensé, on doit toutefois procéder à la déclaration des opérations avec dispenses, en vertu du *Règlement 45-106*¹⁹¹. Ce rapport permet de prendre connaissance de renseignements sur l'émetteur et des modalités du placement auprès d'un investisseur¹⁹². Notons que c'est dans cette déclaration que le fonds de couverture devra dévoiler toutes les personnes qui recevront une rémunération dans le cadre du ou des placements faisant l'objet de la présente déclaration. Un fonds de couverture peut toutefois échapper à

¹⁹⁰ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78. Voir la Partie 2 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

¹⁹¹ M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.291-292. Ce régime de déclaration des ordres s'appliquent notamment dans le cas de la dispense pour investisseur qualifié et pour investissement d'une sommes minimale (article 6.1(a) et (d) du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*); Voir aussi l'Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers relatif au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription, (Bulletin de l'Autorité : 2005-09-09, Vol.2 no.36). Il existe une version électronique de l'Annexe 45-106A1, sur le site internet de l'Autorité dans la section « Services à l'industrie » sous la rubrique « Formulaire » (voir AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers relatif au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription : Question fréquemment posées, Bulletin de l'Autorité : 2006-03-31, Vol.3, no13).

¹⁹² ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.20; Art.6.3 *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, qui renvoie à l'Annexe 45-106A1.

cette obligation de déclarer les placements fait sous le régime d'une dispense en obtenant une dispense discrétionnaire de la part de l'A.M.F.¹⁹³.

1.3.2.2. Le cas particulier des billets à capital protégé

Considérant la croissance du marché de détail, ainsi que les préoccupations d'affaires des gestionnaires de fonds de couverture, les institutions financières se sont montrées particulièrement actives, ces dernières années, dans la création de produits structurés. C'est dans ce contexte que les billets à capital protégé ont pénétré massivement le marché et sont devenus des véhicules d'investissement bien connus des professionnels et des investisseurs désirant accéder aux fonds de couverture¹⁹⁴. Sur le marché de détail, les billets à capital protégé représentent actuellement les produits de fonds de couverture les plus populaires¹⁹⁵. Largement utilisés, ces véhicules d'investissement donnent accès aux petits investisseurs à des véhicules d'investissements autrefois réservés aux investisseurs plus expérimentés et fortunés et ce, sans l'appui d'un prospectus produit selon les règles de l'art.

¹⁹³ Art.7.1(1) *Règlement 45-106 sur le dispenses de prospectus et d'inscription*. Au Québec, cette dispense est accordée conformément à l'article 263 de la L.V.M. : « L'Autorité peut, aux conditions qu'elle détermine, dispenser une personne ou un groupe de personnes de tout ou partie des obligations prévues par les titres deuxième à sixième ou par règlement lorsqu'elle estime que cette dispense ne porte pas atteinte à la protection des épargnants. Cette décision est sans appel ».

¹⁹⁴ Léonie LAFLAMME SAVOIE, « Fonds de couverture : entre prudence et audace - Une industrie qui en est à ses premières armes au pays », *Revue Finance et Investissement*, 31 mars 2008. Pour plus de détails sur le fonctionnement et sur les risques découlement des billets à capital protégé, voir : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/consommateur/investissez/BPC-billet-capital-protege.pdf>. Voir par exemple les billets à capital protégé offerts par la Banque CIBC, en ligne : <http://www.cibc.com/ca/ppn/index-fr.html>, par Investissement Manuvie, en ligne : http://www.manuvie.ca/canada/Investissement.nsf/Public/ppnotes_introductionf, par la Banque Nationale du Canada : http://www.bnc.ca/bnc/cda/feeds5/o,2726,divId-2_navCode-14849,00.html#billetsliens.

¹⁹⁵ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.18. À la page 3 : « Les billets à capital protégé représentent désormais environ 50% des 14,1 milliards de dollars placés dans des fonds de couverture au Canada ». AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers aux cabinets en épargne collective et à leurs représentants - Vente de billets à capital protégé, rappel de l'Avis 46-303 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières - Billets à capital protégé, 7 juillet 2006, p.2 : « De même, le marché des BCP liés à des fonds de couverture a enregistré une croissance stable entre 1999 et 2005. En 1999, 7,5% du marché des BCP étaient investis dans des produits liés à des fonds de couverture. En mars 2005, ce pourcentage s'établissait à 24% ».

D'un point de vue juridique, ces billets représentent « des instruments de créances émis par un émetteur qui a une réputation de solvabilité et offrant un rendement lié à la performance d'un autre placement, appelé l'actif sous-jacent »¹⁹⁶. Selon les ACVM, près de trente pourcent des billets émis sont reliés au rendement d'un fonds de couverture¹⁹⁷. D'une part, l'investisseur est assuré de récupérer sa mise initiale, en raison d'une garantie inconditionnelle de l'institution émettrice. En contrepartie, l'argent est généralement bloqué pour une longue période afin de permettre l'exécution de la stratégie de placement qui permettra ultimement d'obtenir un taux de rendement positif. Toutefois, à l'échéance, l'investisseur ne bénéficie d'aucun engagement ferme que son placement générera des profits :

« L'investisseur n'a aucun garantie de dégager un rendement positif de son placement. Il a seulement la garantie qu'il récupérera la totalité de son placement initial, à condition de conserver les billets jusqu'à l'échéance. Si l'investisseur demande le rachat des titres avant l'échéance, il peut réaliser une perte en capital réelle sur son placement »¹⁹⁸.

Selon la qualification juridique des billets, ces derniers bénéficient soit d'une dispense de prospectus aux termes du *Règlement 45-106* à titre de créance garantie¹⁹⁹ ou en vertu d'une dispense d'application de la L.V.M. du fait qu'ils représentent des dépôts auprès d'institutions financières ou des titres d'emprunt émis ou garantis par une banque²⁰⁰. Ces produits structurés peuvent être offerts à tout type d'investisseur, et ce,

¹⁹⁶ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Contrôles diligents visant les billets à capital protégé*, par André Fok Kam, 28 mars 2007, p.5.

¹⁹⁷ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.103.

¹⁹⁸ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.15; ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Contrôles diligents visant les billets à capital protégé*, *op.cit.*, note 196, p.5 : « Le capital investi dans un BPC est protégé parce que le billet est une obligation inconditionnelle directe d'un émetteur affichant une qualité de crédit élevée attestée, par exemple, par sa cote de crédit. [...] La protection du capital ne s'applique qu'à la valeur nominale et non à la valeur réelle. Si le rendement du BPC est inférieur aux taux d'inflation, les investisseurs risquent de voir s'éroder le pouvoir d'achat de leur placement pendant la durée du BPC ».

¹⁹⁹ Art.2.34 *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*; AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers aux cabinets en épargne collective et à leurs représentants, *op.cit.*, note 195, p.2.

²⁰⁰ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers aux cabinets en épargne collective et à leurs représentants, *op.cit.*, note 195, p.2. Voir aussi l'art.3(9) et (14) L.V.M..

sans aucune exigence quant au montant minimal à investir et par le biais de n'importe quel intermédiaire, qu'il soit inscrit ou non²⁰¹.

1.4. Bilan

Essentiellement, un fonds de couverture représente une stratégie financière sophistiquée visant à produire un rendement de nature absolue et destinée à une clientèle particulière d'investisseurs. Partant d'un modèle de base, les gestionnaires structurent leur fonds selon leurs besoins spécifiques et afin d'en organiser adéquatement la gestion interne. Ils recrutent ensuite les investisseurs et regroupent leurs avoirs au sein d'un même fonds, question d'alléger le processus initial de gestion personnalisée sur la base de chaque profil d'investissement.

Généralement à l'aide d'analystes financiers, les gestionnaires assurent un suivi serré des marchés financiers afin d'implanter les stratégies et utiliser les instruments financiers qu'ils jugent appropriés dans les circonstances. Le cadre juridique actuel les autorise, d'une part, à utiliser entièrement leurs connaissances financières afin de créer des stratégies hautement complexes et d'autre part, il permet de ne pas divulguer de documents d'information initiale tout en n'obligeant pas la transmission d'information sur une base continue. Les dispenses, jointes à la nature particulière des fonds de couverture, font en sorte qu'il devient primordial de se questionner quant au niveau de transparence actuellement observé au sein de l'industrie. Qui plus est, vu l'absence de normes spécifiques à cet égard, il devient nécessaire de se pencher sur les possibilités que le gestionnaire du fonds exerce plusieurs fonctions, créant du coup une augmentation des risques de conflits d'intérêts.

²⁰¹ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, op.cit., note 137, p.3; ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.14.

2. Les principaux enjeux liés à l'encadrement des fonds de couverture

Le bon fonctionnement des marchés financiers repose initialement sur les forces exercées par le marché afin d'assurer l'équilibre nécessaire à la prévention effective des défaillances et, ultimement, des crises financières. Dans le sillage des récentes turbulences survenues sur les marchés financiers, les réflexions quant au rôle à accorder à la réglementation se sont grandement accentuées²⁰². On s'est alors sérieusement questionné sur la fiabilité des forces du marché afin de parvenir à un encadrement efficace de l'activité financière. Au-delà de ce débat, les autorités régulatrices jugent qu'il est pertinent de se lancer dans un processus d'encadrement réglementaires des marchés financiers lorsque les forces du marché ne parviennent plus, d'elles-mêmes, à imposer une certaine discipline.

Vu la lassitude offerte par la réglementation, tel que vu précédemment, les fonds de couverture sont principalement et essentiellement guidés par les forces du marché. Dans cette section, nous poserons notre attention sur deux enjeux fondamentaux découlant de cette situation. D'une part, il s'agira de faire le point sur le niveau de transparence actuellement observé dans l'industrie. D'autre part, nous attirerons l'attention du lecteur vers les potentielles situations conflictuelles pouvant se retrouver au sein des structures opérationnelles des fonds, considérant les possibilités de cumuls des fonctions.

2.1. La transparence informationnelle

Tel qu'énoncé précédemment, il est nécessaire, avant de recourir à la réglementation, d'être confronté à une divulgation volontaire qui n'est pas jugée optimale dans les circonstances²⁰³; autrement dit, les forces du marché doivent être déficientes au point

²⁰² Jon HILSENATH, « Markets Police Themselves Poorly, But Regulation Has its Flaws », 21 juillet 2008, page A2.

²⁰³ Stephen M. BRAINBRIDGE, *A Behavioral Economic Analysis of Mandatory Disclosure: A Thought Experiment Turned Cautionary Tale*, janvier 2000 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=204110>], p.8.

de ne plus suffire à assurer la transparence de l'information²⁰⁴. Envisagé de cette manière, l'ajout d'un cadre normatif doit être perçu comme une façon de corriger les imperfections décelées dans le cadre de la divulgation volontaire des sociétés. D'ailleurs, sans remettre en cause le libéralisme économique, un apport réglementaire peut parfois s'avérer indispensable au bon fonctionnement des marchés :

« Selon le modèle de la transparence, le rôle du droit consiste à faire en sorte que tous les investisseurs aient accès sur le même pied à de l'information complète, véridique et à jour relativement aux émetteurs. Armés de ces informations, les investisseurs peuvent alors prendre des décisions d'investissements éclairées au moyen des outils de la finance moderne, demander des comptes aux émetteurs et détecter les fraudes et les malversations. »²⁰⁵

Dans les faits, les sociétés peuvent être encouragées à disséminer volontairement l'information sur les marchés lorsqu'elles jugent qu'elles en bénéficieront. Notamment, ce sera le cas lorsqu'une société sera d'avis que la divulgation de certains renseignements pourra permettre de rétablir adéquatement la juste valeur de ses titres sur les marchés boursiers²⁰⁶. À titre illustratif, la recherche d'un financement additionnel, notamment par l'entremise de l'émission de nouvelles actions, peut s'avérer hautement désavantageux pour une société lorsque ses titres sont sous-évalués en raison du fait que le marché ne bénéficie pas de toute l'information disponible. Dans ce cas précis, les forces du marchés inciteront sans doute les sociétés à divulguer naturellement l'information. Or, cette assertion comporte des

²⁰⁴ Christopher J.H. DONALD, « A Critique of Arguments for Mandatory Disclosure », (1999), 62 Sask. L. Rev. 85-120, par.2: « Conventional economic theory suggests that to justify any government intervention in the market place, some market failure must be identified. Thus, to justify intervention in the stock market in the form of mandatory continuous disclosure laws, an explanation as to why the market would fail to provide the socially optimal amount of disclosure is required. »

²⁰⁵ Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, Paris/Montréal, Éditions Dalloz/Thémis, 2008, p.559; Jose Miguel MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, Javeriana University, Août 2007 [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=1004548>], p.9-10.

²⁰⁶ Mark BLAIR et Ian RAMSEY, *Mandatory Corporate Disclosure Rules and Securities Regulation*, Securities Regulation in Australia and New-Zeland, 2e édition, Éd. Gordon Walker, Brent Fisse and Ian Ramsey, LBC Information Services, 1998 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=924725>], p.58; Troy A. PAREDES, *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, Washington University Law Quarterly, juin 2003 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=413180>], p.5.

limites évidentes dans la mesure où une société agira de la sorte uniquement lorsque la transmission sera, ultimement, à son avantage²⁰⁷.

Certains estiment que le marché souffre de plusieurs failles exigeant l'instauration d'un système de divulgation obligatoire et ce, afin de favoriser l'atteinte d'un niveau adéquat de transparence²⁰⁸. La théorie de Frank H. Easterbrook et Daniel R. Fishel s'appuie d'ailleurs sur l'insuffisance des forces du marché pour contrer l'opacité naturellement créée dans un univers de concurrence. Dans l'optique d'encourager la circulation de l'information, ces auteurs sont d'avis que la divulgation obligatoire est nécessaire afin de contrecarrer le manque d'incitatifs à la divulgation volontaire²⁰⁹.

À notre avis, cette théorie est très pertinente dans le contexte des fonds de couverture, particulièrement en ce qui a trait à l'impact de la concurrence sur la divulgation volontaire de l'information. Les forces du marché s'avèrent, à l'heure actuelle, la principale source d'encadrement au niveau de la divulgation de l'information. En effet, il n'existe pas d'obligation formelle en matière de transparence. Les gestionnaires sont à même d'apprécier un large spectre de considérations qui les mèneront, ou pas, vers la décision de divulguer volontairement l'information.

En raison de l'encadrement actuel, et du fait que la divulgation relève ultimement de la volonté des gestionnaires, il est nécessaire de se questionner, à ce stade-ci, sur l'état véritable de la situation et sur l'impact des forces du marché sur la symétrie informationnelle. Conscients de cette réalité, les ACVM ont procédé, il y a quelques

²⁰⁷ Finalement, notons qu'une étude américaine publiée en 1995 a démontré que les gestionnaires divulguent de façon volontaire sur la base de plusieurs motifs, particulièrement dans le but d'augmenter la crédibilité de l'équipe de gestion en place, de favoriser les relations avec les analystes et les fournisseurs et pour diverses autres justifications d'ordre économique. Pour plus de détails sur cette étude, voir : M. BLAIR et I. RAMSEY, *op.cit.*, note 206, p.58.

²⁰⁸ S.M. BRAINBRIDGE, *op.cit.*, note 203, p.2 et 10.

²⁰⁹ Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996. Voir aussi : C.J.H. DONALD, *op.cit.*, note 204, par.58 : « The rationale is that if disclosure is purely voluntary, a type of free-rider problem may occur that will discourage disclosure, as information produced and voluntarily disclosed by one firm may be valuable to rival firms and investors in those firms »; T.A. PAREDES, *op.cit.*, note 206, p.5 : « In addition, companies might have an incentive to withhold competitively sensitive or proprietary information in order to keep it out of their competitor's hand. »

années, à un examen approfondi de la conformité d'un certain nombre de gestionnaires de fonds de couverture. Par le biais d'une approche basée sur le risque, les ACVM ont mis sur pieds une étude à laquelle ont collaboré trente-sept fonds, représentant globalement 1,25 milliards de dollars. Cet examen portait sur plusieurs éléments dont les documents promotionnels, les documents d'offre et le placement des produits.

Afin de donner un portrait juste de la situation, cette section présente d'une part, les lacunes décelées dans les documents d'information destinés aux investisseurs. Nous ferons également le point sur le cas particulier des billets à capital protégé, en mettant spécialement l'accent sur la récente initiative réglementaire. D'autre part, il sera question de la nature particulière des fonds ainsi que de l'évaluation du risque dans un contexte où la divulgation de l'information n'est pas complète. Finalement, nous porterons notre attention sur la nature de l'information circulant dans l'industrie, afin de déterminer si sa transmission effective s'avérerait ultimement efficace.

2.1.1. Les lacunes de la divulgation volontaire

Cette section relative aux lacunes de la divulgation volontaire se divise en deux grandes parties. La première traite des résultats obtenus lors des examens entrepris par les ACVM relativement à l'information transmise par les fonds de couverture. En raison des récents changements sur le plan réglementaire, la seconde partie abordera l'état actuel du droit sur le marché particulier des billets à capital protégé.

2.1.1.1. Niveau actuel de transparence

Dans le cadre de leur analyse de l'industrie, les ACVM se sont principalement posé la question quant à l'adéquation des pratiques au niveau de la commercialisation des produits de fonds de couverture auprès des investisseurs. Malgré l'absence

d'obligation de produire un document de placement²¹⁰, il semble que les fonds de couverture procèdent volontairement, dans les faits, à la remise d'une notice d'offre informant les investisseurs au sujet des produits offerts par le fonds, et particulièrement sur la nature spécifique du placement²¹¹. Selon les conclusions tirées par les ACVM, certaines lacunes peuvent toutefois être relevées et cela nous permet de nous interroger quant à la valeur de l'information ainsi transmise.

D'une part, le rendement des fonds exprimé dans certains documents d'offre ainsi que les mises en garde relatives à la nature prospective des données transmises se sont révélés inadéquats²¹². Dans une structure où la rémunération est liée au rendement, le calcul des performances du fonds s'avère fondamental. D'ailleurs, le pouvoir discrétionnaire des gestionnaires quant à l'évaluation de leur portefeuille soulève des questionnements sérieux en termes de conflits d'intérêts²¹³. Dans le cadre du processus de mobilisation de nouveaux investisseurs, il semble que les gestionnaires présentent de manière incorrecte les performances du fonds²¹⁴. D'ailleurs, selon le niveau de performance atteint par le gestionnaire, celui-ci sera plus ou moins enclin à transmettre aux investisseurs potentiels l'information relative à la situation financière du fonds. Les périodes au cours desquelles les profits sont en hausse auront naturellement tendance à être affichées plus clairement²¹⁵.

²¹⁰ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, op.cit., note 137, p.4.

²¹¹ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, op.cit., note 2, p.162; D. STRACHMAN, op.cit., note 7, p.73-74: « Today lawyer use boilerplate language for hedge funds' investment memorandums, spelling out to potential investors the structure and strategy of the entity and describing its fund manager ». (...). Voir aussi ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, op.cit., note 137.

²¹² AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, op.cit., note 78, p.4.

²¹³ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.27-29. Nous reviendrons plus loin sur les conflits d'intérêts inhérents à cette situation.

²¹⁴ Janet MCFARLAND, « OSC assails funds for marketing misleading data », *Globe and Mail*, 10 novembre 2007: « Money managers are misrepresenting their performance track records in marketing materials for investors, the Ontario Securities Commission says. The OSC reviewed materials prepared by portfolio managers - including managers of hedge funds and pooled funds, as well as portfolio managers who cater to institutional investors and private clients. (...) ».

²¹⁵ D. STRACHMAN, op.cit., note 7, p.31 : « There is no regulation or requirement for fund managers to report data. Many fund managers are quite happy reporting data when profits are up; but as soon as thing go south, the information not flow so freely ».

D'autre part, l'information colligée dans les documents d'offre relativement aux placements dispensés ne revêt peut-être pas l'uniformité nécessaire à une transmission effective de l'information. Le processus de comparaison des fonds serait ainsi plus difficile, d'autant plus que les produits offerts ainsi que l'information émanant des fonds se révèle être d'une grande complexité²¹⁶. En plus du manque d'uniformité, l'information soumise à l'investisseur s'avère généralement imprécise, particulièrement en ce qui a trait aux positions du fonds sur le marché²¹⁷. Pour des raisons concurrentielles, les documents d'offres se contentent généralement d'énoncer la philosophie globale de placement, sans émettre de détails explicatifs sur la mise en œuvre de celle-ci²¹⁸.

« De même, plusieurs gestionnaires de fonds de couverture à stratégies uniques ne communiquent pas les titres détenus à leurs investisseurs. La transparence de positions (à savoir la communication des titres présentement détenus par les fonds) ou la transparence de risque (à savoir la communication des paramètres de risque portant sur le fonds dans son ensemble) constitue une question fondamentale débattue en ce moment au sein de l'industrie des fonds de couverture »²¹⁹.

Malgré ces lacunes, la documentation transmise serait, somme toute, analogue à ce qui serait autrement exigé par les règles portant sur le régime des prospectus²²⁰. Il ne faut pas perdre de vue, toutefois, que cette divulgation initiale n'est pas encadrée et

²¹⁶ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78, p.4. Nous reviendrons ultérieurement sur le concept de complexité et ses conséquences.

²¹⁷ D. STRACHMAN, *op.cit.*, note 7, p.73-74 : « When it comes to explaining what the fund plan to buy and sell, the memos are usually very vague.(...) The reason for the vague language is freedom. Managers need to have flexibility to invest. »

²¹⁸ R.A. JAEGER, *op.cit.*, note 7, p.5 : « The offering memorandum for a hedge fund, in contrast, will define its mission very broadly: The mission is to make money by taking long or short positions in stocks, bonds, or related instruments. »

²¹⁹ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.12.

²²⁰ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78; ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, *op.cit.*, note 137, p.4. Sur les obligations applicables aux placements par prospectus des organismes de placement : *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif*, *Instruction générale relative au Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif*.

qu'elle demeure, de ce fait, à l'entière discrétion du gestionnaire du fonds tant en ce qui a trait à sa forme qu'à son existence même²²¹. Contrairement à ce qui se produit lors du dépôt d'un prospectus, la remise des documents par le gestionnaire se fait uniquement sur une base consensuelle et n'est pas communiquée de façon formelle à l'A.M.F.. La nature de l'information colligée ne fait pas l'objet d'un processus d'approbation ou de révision par les autorités en valeurs mobilières de chaque province et cela accentue considérablement les risques d'irrégularité, ou, du moins, de manque d'uniformité²²².

Par ailleurs, il est à noter que les ACVM semblent déterminées à appliquer les mêmes principes que lors des examens effectués par les autorités provinciales dans le cadre du dépôt formel de documents d'information²²³. Dans ce contexte, il est plausible que les ACVM exigent que les documents promotionnels non-conformes soient retirés ou modifiés²²⁴.

Du reste, on doit retenir que les gestionnaires divulguent rarement, sur une base continue, la nature et l'évolution de leurs positions sur les marchés financiers. Dans le dossier Norshield, cette situation s'est fait sentir tout au long de l'enquête tenue conjointement par l'A.M.F., la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Association des courtiers de fonds mutuels. En effet, suite à l'inspection des activités du fonds, il a été impossible de déterminer avec

²²¹ L'autorité des marchés financiers s'inquiète d'ailleurs de l'information transmise au client lors de la vente de parts d'un fonds de couverture : « [l]e processus de vente des fonds, principalement à travers l'information qui est transmise au client, demeure une de nos préoccupations. » (L. LAFLAMME SAVOIE, *loc.cit.*, note 194).

²²² ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, *op.cit.*, note 137, p.4.

²²³ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78: « Nous tiendrons compte des principes suivants dans tout examen : le rendement passé ne peut être indiqué que si certaines périodes standard sont incluses et si le rendement a été calculé d'une façon standard; le rendement passé d'un fonds sous-jacent ou d'autre fonds gérés par le même conseiller peut être indiqué, mais seulement s'il est clair que l'information concerne un autre fonds géré par la même société de gestion ou que le fonds dont les titres sont placés est lié au fonds visé par la publicité; les communications publicitaires doivent contenir des mises en garde concernant le calcul des données et le fait que le rendement passé n'est pas indicatif du rendement à venir; l'information sur le rendement doit être suffisamment à jour pour ne pas être trompeuse; l'information sur les autres éléments clés du produit, notamment les frais, doit être claire et compréhensible. »

²²⁴ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78.

exactitude la teneur des positions prises par les gestionnaires²²⁵. D'ailleurs, il est intéressant de mentionner qu'il en a été de même dans l'affaire Portus, alors que « [e]ven regulators [...] who have poring over the firm's books and records, are having a difficult time following the path of the fund's investments »²²⁶.

Il faut se rappeler qu'en pratique, la nature de l'information transmise initialement laisse présager la teneur des renseignements qui seront disséminés sur une base continue et volontaire. Bien qu'il soit difficile de déterminer avec exactitude la teneur des échanges avec les investisseurs, il est justifié de conclure que certaines lacunes sont susceptibles de se présenter. Pour reprendre les conclusions du rapport du Groupe de travail sur les fonds de couverture, la transmission de l'information souffre de certaines lacunes qui se manifestent particulièrement lorsqu'il est question d'obtenir une information fiable quant aux stratégies de placement du fonds, quant aux positions prises par le fonds et quant aux risques qui en découlent²²⁷.

Pour conclure, nous sommes d'avis que l'information circulant dans l'industrie des fonds de couverture varie énormément selon la teneur des relations entre les investisseurs et les gestionnaires de fonds. Selon la nature du rapport de force entre les parties, ainsi que l'intérêt des investisseurs à s'impliquer dans la gestion de leurs avoirs, les éléments d'information seront communiqués différemment d'un investisseur à un autre, selon les circonstances.

2.1.1.2. Un aperçu d'une récente initiative : les billets à capital protégé

Depuis plusieurs années, le dynamisme des marchés financiers a engendré la création de nouveaux produits, notamment par le biais des entreprises chargées de la

²²⁵ *Autorité des marchés financiers c. Gestion de placements Norshield*, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier 2005-008 (2 juin 2005), p.3.

²²⁶ S. SINCLAIR, P. WALDIE et K. HOWLETT, *op.cit.*, note 31.

²²⁷ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.27.

structuration des billets à capital protégé²²⁸. Dans l'accomplissement de cette tâche, ces entreprises ont délaissé les produits traditionnels liés à la performance d'un indice afin de privilégier des produits beaucoup plus élaborés que ceux qui étaient initialement envisagés par les autorités réglementaires²²⁹. Compte tenu de la complexification des billets ainsi que des risques liés à de tels produits²³⁰, notamment mis en exergue dans l'affaire Portus, les autorités régulatrices ont jugé essentiel de remettre en question le cadre juridique en la matière²³¹.

En 2006, le *Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation en valeurs mobilières* recommandait, dans son rapport, l'instauration de normes réglementaires reliées directement aux produits sous-jacents. Selon le Groupe, la réglementation ne devait pas simplement légiférer sur la forme des billets structurés, mais plutôt sur la substance même de ces derniers, soit la nature de l'investissement auquel est effectivement lié le rendement des billets. Dans le cas des billets à capital protégé liés à des fonds de couverture, l'investisseur devait, à son avis, être en mesure de bénéficier

²²⁸ Yan BARCELO, « Les billets à capital protégé : la structure fait foi de tout », *Revue Finance et investissement*, novembre 2004 [en ligne : <http://www.finance-investissement.com>] : « Nous en avons déjà parlé : les billets à capital protégé sont le vent dans les voiles depuis quelques années. Les produits se multiplient et empruntent des formes de plus en plus variées, pour ce pas dire exotiques, et il est facile de s'y perdre. »

²²⁹ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78; AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers aux cabinets en épargne collective et à leurs représentants, *op.cit.*, note 195, p.2 : « Nous savons que de nombreux types de BCP sont vendus sans prospectus sous le régime d'une dispense de prospectus applicables aux titres de créances garantis ou parce qu'ils ne sont pas couverts par la législation en valeurs mobilières. Bon nombre des ces types de BCP sont plus complexes et présentent des risques de placement plus élevés que le type de produit qui était envisagé lors de la mise en œuvre de la législation en valeurs mobilières, laquelle exclut les dépôts d'institutions financières de la réglementation en valeurs mobilières et prévoit une dispense pour les titres de créances garantis. »

²³⁰ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers aux cabinets en épargne collective et à leurs représentants, *op.cit.*, note 195, p.2 : « Par ailleurs, les plus récents types de BCP sont plus complexes et présentent des risques sur lesquels les investisseurs ne disposent peut-être pas de suffisamment d'information. La composante non couverte par la garantie de remboursement de capital est soumise à des niveaux de risques qui varient en fonction des placements sous-jacents. Dans certains cas, le placement sous-jacent est un fonds de couverture, un fonds de fonds ou un contrat à terme géré. Par conséquent, en vendant des BCP, les intermédiaires vendent aux petits investisseurs des produits qui comportent des risques de placement ressemblant davantage aux risques associés aux nouvelles catégories d'actif par ailleurs non accessibles par prospectus. »

²³¹ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78.

de renseignements complets quant à la nature du fonds de couverture ou du fonds de fonds de couverture²³².

Dans un même ordre d'idées, il s'est avéré essentiel de traiter des lacunes au niveau de la transmission de l'information²³³. En effet, la distribution de ce véhicule de placement n'étant pas encadrée spécifiquement, seul le document d'information volontairement divulgué permettait d'assurer la transmission de l'information requise dans le cadre du processus d'investissement. Malheureusement, cette source d'information n'était pas encadrée et risquait de mettre en péril la divulgation de l'information nécessaire pour l'investisseur :

« Contrairement au contenu d'un prospectus, le fond d'un document d'information n'est pas dicté par la réglementation sur les valeurs mobilières et n'est pas passé en revue par les

²³² GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, *op.cit.*, note 2, p.203.

²³³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers aux cabinets en épargne collective et à leurs représentants, *op.cit.*, note 195, p. 2-3 : « 1. *information fournie* – Les investisseurs peuvent ne pas recevoir suffisamment d'information pour prendre une décision de placement éclairée. La façon dont les BCP sont structurés, leur fonctionnement ainsi que les frais et les risques de placement qui y sont associés ne sont pas assez amplement expliqués. Quelques exemples :

Document d'information et promotionnels – Il se peut que les investisseurs ne reçoivent pas suffisamment d'information sur les BCP, que ce soit dans une déclaration d'information, une notice d'offre, un prospectus ou des documents promotionnels et de vente. Notamment, voici ce que nous avons observé :

- Les documents promotionnels et de vente présentaient de l'information sur les rendements qui était insuffisante ou d'un caractère trop promotionnel. Dans certains cas :
- on indiquait un rendement potentiel, mais sans fournir suffisamment d'information pour que l'investisseur puisse comprendre quel rendement les placements sous-jacents devraient afficher, après déduction des frais, pour que le rendement annoncé se matérialise;
- on présentait des rendements « rétrospectifs » pour illustrer le rendement qui aurait été réalisé si le produit avait existé pendant une période donnée, mais sans donner d'explication quant au choix de cette période et sans mentionner le caractère purement hypothétique de l'exercice;
- on présentait des rendements de façon peu objective.
- Dans de nombreux cas, les déclarations d'information étaient longues, complexes et difficiles à comprendre, particulièrement la description des méthodes utilisées pour assurer la protection du capital et obtenir un rendement sur le produit de placement lié.
- Parfois, les documents d'information ne décrivaient pas clairement la structure du placement (en ce qui concerne la garantie et le placement sous-jacent) ni les différentes parties associés au placement. [...] ».

commissions des valeurs mobilières. Par conséquent, la qualité des documents d'information varie énormément »²³⁴.

À un autre niveau, les ACVM se sont inquiétées des potentielles contraventions aux obligations de base du courtier en valeurs mobilières, soit celle de connaître son client et, particulièrement, celle relative à l'adéquation d'un placement en fonction du profil de l'investisseur²³⁵. Leurs préoccupations s'orientaient principalement autour du fait que le placement de tels produits auprès d'investisseurs de détail donnait accès à ces derniers à des produits d'investissement spéculatifs (*alternative investment products*) alors que ce type de placement pouvait s'avérer inapproprié.

En réponse à ces nombreuses inquiétudes, le gouvernement fédéral publiait, le 11 juin 2008, le *Règlement sur les billets à capital protégé*²³⁶. L'instauration de ce cadre réglementaire visait à favoriser la transparence du marché des billets à capital protégé en imposant des normes minimales de divulgation aux investisseurs afin que ces derniers disposent de toute l'information nécessaire à une prise de décision éclairée. Désormais, les institutions fédérales auxquelles s'appliquent le règlement²³⁷, et qui assurent la distribution de ces instruments financiers, doivent privilégier un langage simple et clair, de manière à ne pas induire l'investisseur en erreur²³⁸. De plus, les institutions sont dans l'obligation de communiquer à l'investisseur les conditions sous-jacentes au billet préalablement à l'émission de ce dernier. Notamment, l'investisseur a le droit d'être informé des modalités entourant le billet, soit la durée de celui-ci, les

²³⁴ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Contrôles diligents visant les billets à capital protégé*, op.cit., note 196, p.5.

²³⁵ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, op.cit., note 78. Voir aussi ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.33 : « La question qui se pose, du point de vue de la réglementation, en particulier pour les billets à capital protégé, est de savoir si de tels instruments, immobilisés pour une durée pouvant aller de 5 à 11 ans, offrant peu d'assurance de rendement positif – voire aucune –, sur lesquels les informations communiquées sont minimales et dont l'adéquation est rarement vérifiée, devraient être vendus sur le marché de détail moyennant une dispense, à des petits investisseurs qui ne peuvent même pas tabler sur le patrimoine et le revenu d'un investisseur accrédité. »

²³⁶ *Règlement sur les billets à capital protégé*, DORS/2008-180 (29 mai 2008) (ci-après « *Règlement sur les billets à capital protégé* »). Le Règlement a été adopté en vertu de la *Loi sur les banques* (L.C. 1991, ch.46.) (ci-après « *Loi sur les banques* ») et est entré en vigueur le 1^{er} juillet.

²³⁷ Art.1 *Règlement sur les billets à capital protégé*.

²³⁸ Art.2 *Règlement sur les billets à capital protégé*.

modalités de remboursement du capital ainsi que les frais et les intérêts reliés au billet. Au niveau des risques, l'investisseur bénéficie d'une protection accrue puisque ceux qui sont associés au billet doivent dorénavant lui être divulgués.

Qui plus est, les institutions doivent compléter adéquatement la divulgation afin de permettre à l'investisseur de différencier les billets à capital protégé des placements à taux fixe au chapitre du risque et du rendement. Il revient également aux institutions d'informer les investisseurs à plusieurs autres niveaux, notamment sur les circonstances dans lesquelles un billet à capital protégé peut constituer un placement judicieux, la protection offert par la Société d'assurance-dépôt du Canada, les conséquences d'un rachat anticipé ou d'une annulation du billet, les possibilités de conflits d'intérêts impliquant l'institution, ainsi que tout autre renseignement pouvant vraisemblablement influencer l'investisseur²³⁹.

Finalement, lorsque les billets sont distribués par des courtiers en valeurs mobilières inscrits, notons que leurs obligations à ce titre demeurent applicables et devraient pourvoir à la protection des investisseurs de détail. Dans ce cadre, les intermédiaires financiers doivent s'assurer de respecter leur obligation de bien connaître leur client ainsi que celle de bien connaître les produits liés aux billets offerts aux investisseurs de détail²⁴⁰. Lorsque le billet est lié au rendement d'un fonds de couverture, l'intermédiaire devrait être en mesure de saisir les risques découlant d'une telle structure.

Les ACVM sont d'avis que ce nouveau règlement impose des obligations d'information menant à un niveau de transparence intéressant en termes de protection des investisseurs. De plus, puisque la réglementation fédérale ne traite pas de l'obligation des représentants en valeurs mobilières dans le contexte de la vente de billets à capital

²³⁹ Art.3 *Règlement sur les billets à capital protégé*.

²⁴⁰ David HUDSON, Mark PRATT et Cindy WAN, *Principal Protected Notes : Federal Minister of finance Issues New Disclosure Regulations*, McMillan LLP, 23 juin 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=62312&email_access=on].

protégé, les ACVM sont d'avis que ces intermédiaires inscrits devraient être avertis de l'application de leurs obligations à ce titre²⁴¹. Les ACVM résument ainsi leur analyse :

« The Federal [Principal Protected Notes (« PPN »)] Regulations, together with our regulatory initiatives, substantially address our key concerns with PPNs identified in the 2006 Notice. In particular :

- The Federal PPN Regulations prescribe disclosure enhancements for PPNs issued by Federal Financial Institutions, which comprise a majority of the PPN market;
- We continue to discuss with IIROC and the MFDA how best to ensure that KYC and suitability obligations apply to all dealings in PPNs by representatives of IIROC and MFDA members;
- The improved disclosure and sales practices that should result from the changes contemplated above substantially address the concerns associated with the sale of PPNs as a vehicle for selling alternative investment product to retail investors;
- Proposed National Instrument 31-103 – *Registration Requirements* (NI 31-103) has specific requirements relating to registrant referral arrangements²⁴².

2.1.2. Une limite naturelle à la divulgation volontaire

D'un point de vue strictement juridique, le niveau de transparence de l'industrie s'explique par l'existence d'un cadre réglementaire autorisant spécifiquement les fonds à divulguer l'information sur une base volontaire. Dans une industrie se distinguant par

²⁴¹ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, 46-305 Canadian Securities Administrators' Notice 46-305 Second Update on Principal Protected Notes (CSA), 29 août 2008: « Compliance with KYC and suitability obligations is a critical aspect of investor protection and should apply to sales of all PPN by registrants (except when a specified exemption exists. As explained in the 2007 Notice, the IDA (now IIROC) has confirmed that its regulation and by-laws that impose KYC and suitability obligations apply to all its members' dealing without limitations as to the type of investment product being sold. The MFDA has recently issued suitability guidelines confirming that its members are responsible for assessing the suitability of recommendations made with respect to all business of the member, including investment advice or recommendations relating to PPNs.»

²⁴² AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Notice 46-305, *op.cit.*, note 241. Les ACVM ajoutent : « In addition, the Autorité des marchés financiers intends to establish guidelines relating to disclosure, sales and sound business practices for PPNs sold by financial institutions authorized to carry on business in Québec. »

sa singularité, la transparence informationnelle s'inscrit toutefois dans un contexte bien particulier. En effet, on constate que l'essence même d'un fonds de couverture repose sur la nature secrète de ses opérations :

« Without question, hedge funds are secretive. The very nature of hedge funds requires that they operate in secrecy because hedge funds make money by exploiting market inefficiencies and by taking positions based on anticipated market moves. The opportunity to make money quickly vanishes when a trading strategy or particular positions are disclosed and others start to make the same investments »²⁴³.

Les fonds de couverture sont reconnus pour être hautement protecteurs de leur savoir, ce qui leur permet, ultimement, de maintenir une position stratégique au sein de marchés de plus en plus concurrentiels²⁴⁴. Ils considèrent que les stratégies déployées pour le fonds leurs appartiennent et doivent demeurer à l'écart d'une utilisation par leurs compétiteurs²⁴⁵. Certains soutiennent même que cette protection est indispensable au maintien de bonnes performances dans la mesure où la mise en œuvre d'une stratégie peut nécessiter d'en détenir l'exclusivité²⁴⁶ :

« In addition, the industry is highly secretive. The information that hedge funds use to trade on and what trades they engage in could ruin the profitability of an investment if it got out to competitors, thus hedge funds typically disclose very little to their investors about their trading activities. »²⁴⁷

²⁴³ T.A. PAREDES., *op.cit.*, note 163, p.14.

²⁴⁴ J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.15.

²⁴⁵ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.27.

²⁴⁶ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.75 : « Fund manager often defend this lack of transparency among hedge funds as one of their greatest advantages. The argument is that if they had openly report current portfolio holdings, other hedge funds could see the opportunity and jump in, destroying the delicate balance of a strategy ». Voir aussi: F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 95, p.33 : «Second, revealing specific positions about individual holdings or strategies could be precarious, both for the fund and for its investors. For instance, a fund beginning to accumulate shares with a specific view to achieving a strategic position in a company would not want to announce publicly what it is doing until it has finished accumulating the position. Now would a fund short in a illiquid market disclose it holdings, fearing a short squeeze. As an illustration, Lowenstein noted that when Long Term Capital Management's problems became known to its Wall Street competitors, the latter began to take trading positions to exploit the difficulties faced by the struggling hedge fund. In that particular case, disclosure of specific positions clearly has a very damaging impact. »

²⁴⁷ J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.15.

À titre informatif, la situation aux États-Unis permet de bien cerner l'importance des considérations concurrentielles. En effet, certains gestionnaires américains refusent de transmettre aux investisseurs l'information concernant les positions privilégiées par le fonds :

« However, according to market participants we interviewed, although most hedge funds may be willing to provide information on aggregate position or holdings, many hedge funds decline to share specific position transparency, citing the need to keep such information confidential for fear that disclosure might permit other market participants to take advantage of their trading positions to the detriment of the fund and its investors. »²⁴⁸.

La divulgation au compte-gouttes n'est certes pas le fruit du hasard et représente plutôt, selon certains, une manière d'entretenir le mystère entourant l'industrie²⁴⁹. Depuis la formation du premier fonds par Jones, le secret demeure indissociable de la gestion privilégiée par les gestionnaires²⁵⁰ et le principe de la « boîte noire » demeure, dans certain cas, appliqué rigoureusement²⁵¹.

²⁴⁸ UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *op.cit.*, note 105, p.27-28.

²⁴⁹ F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 95, p.33-34.

²⁵⁰ F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 95, p.404 : « Transparency is obviously a touchy subject for hedge fund managers. After Alfred Wislow Jones had formed the first hedge fund in 1949, he managed to operate his fund in complete secrecy for 17 years. Almost 50 years later, the hedge funds Long-Term Capital Management (LTCM) was considered as being the very paragon of modern financial engineering, with two Nobel prize winners among its partners and Wall Street's most celebrated trader as its CEO. It shrouded its operations in secrecy, denying lenders and their regulators any data about its positions or its liabilities to other lenders. These two examples, although not recent, are quite representative of the reputation of operating under a cloak of secrecy that most hedge fund managers have today. »

²⁵¹ Anna VAN ZOEST, « Un capitalisme à risque réduit? La transformation silencieuse des hedge funds », article tiré de La Vie des Idées (version papier), no.22-23, mai-juin 2007 [en ligne : <http://www.laviedesidees.fr/Un-capitalisme-a-risque-reduit.html>] : « Pour comprendre la méfiance des responsables politiques vis-à-vis des hedge funds, il faut d'abord saisir la nature de leurs activités et les moyens qu'ils mettent en oeuvre. Car la spécificité des hedge funds est d'offrir un mode de fonctionnement alternatif aux fonds d'investissement traditionnels: ils ne sont pas obligés d'expliquer à leurs clients où et comment ils investissent leur argent. D'où la nécessité qu'il y a à rendre compte de la prise de décision quotidienne. La plupart des hedge funds appliquent le principe de la «boîte noire»: confiez-nous votre argent, et il vous en reviendra plus (ou moins...). Le processus, lui, reste caché. »

2.1.3. L'opacité informationnelle : une limite à l'évaluation du risque

Depuis l'effondrement du fonds LTCM et celui de Portus, la gestion des risques s'est imposée comme une préoccupation de premier plan²⁵². À l'heure actuelle, il est justifié de se demander si l'opacité informationnelle contamine le processus d'évaluation au point d'en atténuer l'efficacité et ce, en raison d'une prise en considération inadéquate de l'ensemble des facteurs de risques découlant des relations entretenues avec un fonds de couverture. Dans les faits, un éventail de risques financiers découle spécifiquement de l'exploitation d'un fonds de couverture sur les marchés financiers, que ce soit en raison des activités reliées à la mise en œuvre de stratégies de placement ou en raison de facteurs extérieurs au contrôle direct des gestionnaires et des investisseurs.

La catégorie des risques financiers se divise en trois sous-catégories distinctes, soit le risque de marché, le risque de crédit et le risque opérationnel. Au niveau des risques de marché²⁵³, les gestionnaires doivent être en mesure de faire face aux changements parfois imprévisibles des taux d'intérêts et des taux de change, aux risques liés aux devises, aux marchandises, à la liquidité des actifs et finalement à celui relié aux émetteurs des titres détenus par le fonds de couverture²⁵⁴. Selon la stratégie adoptée par le fonds, ces risques seront plus ou moins présents.

Le risque de crédit s'adresse principalement aux professionnels qui gravitent autour des fonds puisque ce type de risque vise le risque découlant de l'emprunt d'importantes sommes auprès des courtiers responsables de l'exécution de leurs transactions, et ce, pour la mise en œuvre de l'effet de levier. Dans le cadre de ce lien fondamental, qui alimente les activités quotidiennes des fonds de couverture en fonction du niveau de levier privilégié par ceux-ci, les prêteurs doivent en échange

²⁵² L. CULLEN et H. PARRY, *op.cit.*, note 22, p.84.

²⁵³ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.26. Voir la définition OFFICE QUÉBÉCOIS DE LA LANGUE FRANÇAISE [en ligne : <http://www.granddictionnaire.com>] : « Risque couru par une entité du fait d'une variation défavorable du prix du marché ou du cours d'un instrument financier ».

²⁵⁴ L. CULLEN et H. PARRY, *op.cit.*, note 22, p.29; ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.26.

assumer un certain risque financier découlant du crédit qu'ils accordent. Dans le cas des fonds employant fréquemment cet instrument financier, on doit également prendre en compte le risque de contrepartie, qui se définit comme le « [r]isque de crédit qui consiste, pour un créancier, en ce que son débiteur n'honore pas, soit en partie, soit en totalité, sa dette à l'échéance »²⁵⁵. Ainsi, ce type de risque ne vise pas directement les investisseurs du fonds, mais se reflète inévitablement dans les conditions de crédit imposées et ultimement, dans les frais de gestion du fonds.

Vu l'importante diversité des stratégies employées par les fonds de couverture, le risque opérationnel doit nécessairement s'intégrer dans un processus d'analyse des risques reliés à l'industrie. Ce risque inclut le risque de transfert d'espèces, le risque d'évaluation, le risque de systèmes, le risque de compensation, le risque réglementaire et le risque de facteurs humains²⁵⁶. L'évaluation inadéquate des actifs représentent notamment un risque opérationnel inhérent à l'industrie des fonds de couverture. Les ACVM notent ce qui suit :

« L'évaluation des fonds de couverture était faite assez fréquemment (chaque semaine, toutes les deux semaines ou tous les mois), soit à l'interne, soit par des fournisseurs de services. Dans le cas de l'évaluation à l'interne, des listes de prix automatiques provenant de diverses sources externes étaient utilisées pour réduire le risque d'erreurs de fixation du prix. Dans le cas des évaluations imparties, le seul problème relevé était que de nombreux participants au marché ne conservent pas de preuves de leur surveillance du calcul de la valeur liquidative. »²⁵⁷.

Les fonds de couverture investissent de façon régulière dans des titres non liquides, ce qui accentue considérablement les difficultés habituellement rencontrées au moment de l'évaluation des valeurs mobilières. Moins la liquidité est importante, plus

²⁵⁵ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, op.cit., note 6, p.26.

²⁵⁶ *Id.*, p.26.

²⁵⁷ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, op.cit., note 78.

l'établissement d'un prix devient difficile²⁵⁸. En présence de risques potentiels, les investisseurs doivent soupeser les conséquences possibles de leurs placements en jugeant le niveau de risque relié aux questions de transparence, aux personnes clés et aux possibilités de comportements frauduleux. La diversification des placements peut représenter une façon d'atténuer ce type de risque²⁵⁹.

Selon l'approche employée en matière de placement, l'exposition au risque évoluera en fonction de la capacité du gestionnaire à mettre en œuvre et gérer sa stratégie²⁶⁰ ainsi qu'à utiliser adéquatement les instruments financiers mis à sa disposition. En soi, l'usage excessif du levier financier serait un des plus importants risques auxquels doivent faire face les investisseurs²⁶¹. D'un point de vue plus général, on s'inquiète du fait qu'une perturbation dans les activités d'un fonds de couverture pourrait entraîner une réaction en chaîne dont l'effet se propagerait sur d'autres marchés²⁶². C'est ce que l'on nomme le risque systémique.

L'absence de transparence, particulièrement au niveau des stratégies de placement, laisse croire que l'aptitude des investisseurs à apprécier adéquatement le risque financier lié à leur placement serait compromise²⁶³. D'un autre angle, on s'inquiète même du fait que les courtiers ne disposent pas de l'information nécessaire à l'exercice de la diligence requise afin de s'assurer de l'adéquation d'un placement dans un fonds de couverture²⁶⁴. Vu la grande diversité de stratégies de placement, desquelles

²⁵⁸ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, citant un The Economist, « The New Money Men », 17 février 2005, p.65.

²⁵⁹ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, op.cit., note 6, p.27.

²⁶⁰ *Id.*, p.39.

²⁶¹ A. GUIZOT, op.cit., note 38, p.23.

²⁶² T.A. PAREDES, *Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of the Securities Regulation*, Washington U. School of Law Working Paper no. 07-05-01, mai 2007 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=984450>], p.1. Voir la définition OFFICE QUÉBÉCOIS DE LA LANGUE FRANÇAISE [en ligne : <http://www.granddictionnaire.com>]: « Risque qu'une perturbation se produisant sur le marché d'un instrument particulier se propage à d'autres marchés. Ou risque que se produise une réaction en chaîne si une institution financière ne pouvait remplir ses obligations de paiement à temps, ce qui pourrait empêcher d'autres institutions financières de respecter à leur tour leurs obligations. »

²⁶³ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.27.

²⁶⁴ *Id.*, p.27.

découlent une grande variété de risques²⁶⁵, l'opacité inhérente à l'industrie rendrait difficile le processus d'évaluation du risque financier :

« Due to hedge funds' diversity, proper due diligence for these funds is more complicated than for mutual funds. As well, mutual funds are relatively transparent – strategies, risk factors, and histories are easily obtained. (...). By contrast, hedge funds managers are a fairly secretive bunch and are not required to post their performance or strategies publicly »²⁶⁶.

Lorsque l'évaluation des risques ne s'intègre pas dans un processus marqué par la transparence informationnelle, il peut en découler une chute de la confiance des investisseurs. L'événement relié au papier commercial adossé à des actifs (PCAA) illustre bien l'importance de l'information en ce qui a trait à la stabilité des marchés financiers. À l'été 2007, l'incertitude quant à certains actifs sous-jacents²⁶⁷ a provoqué une réelle crise de liquidité sur le marché vu l'augmentation de la panique des investisseurs face à l'instabilité du marché des prêts hypothécaires à haut risque. Craignant que leurs placements ne soient liés à ces actifs, les investisseurs ont massivement cherché à récupérer leur mise de fonds, mais en vain. Cette situation particulière s'explique par de nombreux facteurs, mais le faible niveau de transparence semble occuper une place prédominante :

« The crisis was fuelled largely by a lack of transparency in the ABCP scheme. Investors could not tell what assets were backing their notes – partly because the ABCP Notes were often sold before or at the same time as the assets backing them were acquired; partly because of the sheer complexity of

²⁶⁵ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, op.cit., note 6, p.38 : « Il est à noter que chaque fonds de couverture et chaque [fonds de fonds] comporte des caractéristiques de risque, de rendement et de corrélation qui varient au fil du temps, selon les stratégies et les gestionnaires retenus. Les investisseurs ont intérêt à s'assurer de bien comprendre les sources de rendement et toutes les expositions de risque des différentes stratégies de fonds de couverture avant d'investir. »

²⁶⁶ P. BECK et M. NAGY, op.cit., note 11, p.74-75.

²⁶⁷ *Metcalfe & Mansfield Alternative Investments II Corp., (Re)*, 2008 ONCA 587 (18 août 2008), par.17: «The types of assets and assets interests acquired to “back” the ABCP Notes are varied and complex. They were generally long-term assets such as residential mortgages, credit card receivables, auto loans, cash collateralized debt obligations and derivative instruments such as credit default swaps. »

certain of the underlying assets; and partly because of assertions of confidentiality by those involved in the assets. »²⁶⁸

Bien que l'on sorte du cadre de l'industrie des fonds de couverture, force est de constater que le phénomène lié à l'opacité informationnelle influence certainement la perception des investisseurs et des professionnels du marché relativement au risque rattaché à un placement. Cela peut, dans certaines circonstances, avoir un impact majeur sur les marchés financiers. En bref, une divulgation effective de l'information peut contribuer à une meilleure évaluation du risque relié à un investissement. Tel qu'abordé précédemment, la complexité de l'information reliée à certains outils peut toutefois imposer une limite à une divulgation de l'information qui soit effective. Dans un univers où l'innovation financière fait bonne figure, l'enjeu de la transparence prend d'ailleurs tout son sens²⁶⁹.

2.1.4. L'innovation financière et la complexification de l'information

L'innovation financière réfère à l'instauration de « nouveaux instruments destinés à mieux couvrir les risques, à fournir de nouvelles possibilités de placement ou à favoriser les transactions directes entre agents économiques non bancaires »²⁷⁰. L'innovation permet aux gestionnaires de fonds de couverture d'agir à titre de précurseurs dans l'introduction de nouvelles approches, notamment en termes de stratégies d'investissement²⁷¹.

« Hedge funds have contributed to the innovations of new financial products and to the diversification in the market. With financial engineering and product restructuring, hedge funds have also promoted progress in the invention of new financial vehicles that fit individuals' needs in a timely fashion. »²⁷²

²⁶⁸ *Id.*, par.19. Le Plan Crawford vise d'ailleurs à augmenter la transparence relativement aux actifs liés aux papiers commerciaux.

²⁶⁹ FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *op.cit.*, note 3, p.68.

²⁷⁰ OFFICE QUÉBÉCOIS DE LA LANGUE FRANÇAISE [en ligne : <http://www.granddictionnaire.com>].

²⁷¹ H.B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.17.

²⁷² A. GUIZOT, *op.cit.*, note 38, p.31.

Les fonds de couverture sont parvenus à s'emparer d'une place prédominante sur les marchés en investissant dans des produits hautement spécialisés, notamment dans des titres adossés à des créances (*collateralized debt obligations*) et des swaps sur défaillance (*credit default swap*)²⁷³. À titre d'exemples, il en est de même sur le marché des titres adossés à des créances hypothécaires, qui représente un secteur complexe au sein duquel les gestionnaires cherchent notamment à profiter des anomalies au niveau de l'évaluation²⁷⁴.

L'encadrement actuel des fonds de couverture permet à ces derniers de s'associer au mouvement d'ingénierie financière et à y occuper une place prédominante. Contrairement aux véhicules d'investissement traditionnels, hautement réglementés, les fonds de couverture n'ont pas à respecter les exigences concernant le niveau de liquidité des placements, de la concentration ou des risques reliés à ceux-ci²⁷⁵. Les gestionnaires n'ont alors qu'à laisser libre cours à leur inventivité et leur habileté en matière de gestion de portefeuille.

«The basic business model of a hedge fund is based upon a manager "believ[ing] he has a set of *skills that could earn above average adjusted returns*". The type of skill required for a successful hedge fund is skill in generating trading strategies to better exploit existing information about securities prices. This business model can only be successful if the fund innovates by continually developing and implementing valuable, unique, and not-easily-copied investment strategies. »²⁷⁶

Par ailleurs, considérant la rémunération basée sur les performances du fonds, il est juste de supposer que les gestionnaires sont largement incités à mettre en œuvre de nouvelles stratégies de placement. Ultiment, leur objectif est de déployer tous les efforts nécessaires à l'atteinte de performances qui leur permettra de tirer profit de leur gestion²⁷⁷. D'autre part, la concurrence accrue des marchés financiers représentent

²⁷³ H.B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.25.

²⁷⁴ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, *op.cit.*, note 6, p.15.

²⁷⁵ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.19.

²⁷⁶ H.B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.29.

²⁷⁷ *Id.*, p.36.

certes une source inépuisable d'innovation. Pour maintenir leur position stratégique au sein de marchés financiers en constante évolution, les gestionnaires sont fortement encouragés à étendre leur expertise à des stratégies financières encore inexplorées²⁷⁸.

En plus de favoriser le dynamisme des marchés, l'innovation est généralement perçue comme ayant de nombreux effets positifs, dont celui de permettre la réduction globale des risques découlant d'un investissement²⁷⁹. Sans se poser davantage sur cette prétention, nous sommes toutefois d'avis que la création incessante de nouvelles techniques financières entraîne une véritable complexification de l'information, qui, à son tour, peut ajouter un risque considérable à l'équation²⁸⁰. En présence de produits et instruments financiers complexes, il devient ardu de procéder à une divulgation qui soit effective et dont les termes demeurent intelligibles pour ses destinataires²⁸¹.

"Disclosure of a complex and convoluted structure to investors of the originator [...] may well be either too detailed for many of those investors, even institutional investors, to understand and assimilate, or too superficial to allow investors to fully assess the transaction and its ramification."²⁸²

D'autre part, la complexification de l'information tire sa source des structures parfois hautement élaborées des fonds de couverture. Dans l'affaire Portus, il s'agissait d'ailleurs d'un élément majeur. En effet, le fonds opérait par le biais d'une combinaison d'entités dont la majorité se trouvait à l'étranger (*offshore*)²⁸³ ainsi qu'en collaboration avec des banques d'investissement qui procédaient à la structuration de billets liés à la performance de fond de couverture sous-jacents²⁸⁴. Joint à la complexité des instruments financiers utilisés par le fonds, la structure de Portus représentait

²⁷⁸ *Id.*, p.30.

²⁷⁹ *Id.*, p.25 et 28.

²⁸⁰ UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *op.cit.*, note 105, p.15.

²⁸¹ *Id.*, p.29 : « The ability of market discipline to control hedge fund's risk taking is limited by some investors' inability to fully understand and evaluate the information they receive on hedge fund activities or these investors' willingness to hire others to evaluate that information for them ».

²⁸² S.L. SCHWARCZ, *op.cit.*, note 282, p.4-5.

²⁸³ S. SINCLAIR, P. WALDIE et K. HOWLETT, *op.cit.*, note 31.

²⁸⁴ *Id.*

indéniablement une limite à la compréhension tant des investisseurs que des commissions en valeurs mobilières²⁸⁵.

Dans ce contexte, il importe de mentionner que le rapport de forces entre les investisseurs et les fonds comporte en soi des limites. D'une part, le degré de sophistication des investisseurs ne saurait résoudre les lacunes intrinsèques de la divulgation²⁸⁶ reliées à la complexité de l'information. Malgré le pouvoir de négociation réellement exercé, il est possible de remettre en question la capacité des investisseurs à filtrer efficacement l'information reçue des gestionnaires. D'autre part, quelle est la nécessité d'intervenir sur le marché dispensé, en presumant que les investisseurs concernés disposent de toutes les ressources nécessaires afin de jauger le risque d'un placement dans un fonds de couverture? Se pencher sur cette question reviendrait, à certains égards, à remettre en cause les fondements même du régime des dispenses initialement destinées à faciliter les relations entre des professionnels aguerris. La question à savoir si les investisseurs du marché dispensé sont, à ce titre, en mesure de se défendre d'eux-mêmes, demeurera pour le moment en suspens.

Dans ce contexte de complexité informationnelle, il est également essentiel de se pencher sur le rôle de la législation et sur la manière de l'aborder afin de s'assurer de l'atteinte des objectifs visés par celle-ci²⁸⁷. Avant de se poser sur ces questions fondamentales, nous aborderons le second enjeu d'importance, soit les possibilités de conflits d'intérêts en raison du cumul des fonctions au sein des fonds.

²⁸⁵ Rudy LUUKO, « The Portus Affair: From Hedge Funds to handcuffs », Morningstar, 26 novembre 2007 [en ligne: <http://www.morningstar.ca/globalhome/Industry/News.asp?ArticleId=ArticleID1123200710461>]: « Given the labyrinth of domestic and offshore accounts through which Portus funds were routed during the money skimming operations, investors who fell for Portus's «safe harbour» sales pitch could have done a whole lot worse. »

²⁸⁶ J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.33 et p.28.

²⁸⁷ J.M. LACKER, *How Should Regulators Respond to Financial Innovation?*, Remarks delivered at The Philadelphia Fed Policy Forum, 1er décembre 2006 [en ligne : http://philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker_speech.pdf].

2.2. Les conflits d'intérêts et le cumul des fonctions

La structure organisationnelle des fonds de couverture n'est pas actuellement encadrée par la réglementation et les gestionnaires sont susceptibles d'assumer simultanément une grande variété de tâches. Bien que la multiplicité des fonctions comporte certains avantages en termes d'efficacité administrative et sur le plan économique²⁸⁸, cette situation fait en sorte que le gestionnaire risque se placer dans une situation où ses intérêts entrent en conflits avec ceux des investisseurs, lesquels devraient normalement bénéficier d'une protection accrue. Dans l'industrie des fonds de couverture, la concomitance des positions occupées par le gestionnaire se manifeste particulièrement dans deux domaines, soit la garde des actifs du fonds et le calcul de la valeur de l'actif sous gestion. Pour bien comprendre les tenants et aboutissants de cette situation potentiellement conflictuelle, un bref survol s'impose.

2.2.1. La garde des actifs du fonds

Contrairement aux fonds commun de placement traditionnels, les fonds de couverture ne sont soumis à aucun encadrement en matière de garde de l'actif²⁸⁹. Ainsi, ils n'ont pas à impartir cette fonction à une société distincte telle qu'une banque agréée ou une société de fiducie et les actifs peuvent même être gardés hors du territoire canadien²⁹⁰. Le gestionnaire peut agir, en certaines circonstances, directement ou indirectement à titre de gardien de l'actif sous-jacent de son propre fonds. Le gardien de valeur occupe un rôle central au sein d'un fonds de couverture en ayant notamment pour mission de :

- « recevoir l'argent des épargnants qui achètent des titres du fonds;
- garder le portefeuille de placement du fonds;

²⁸⁸ S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 133, p.93.

²⁸⁹ ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.22; art.6.1(6) *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*.

²⁹⁰ M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.551 : «The portfolio securities of a mutual fund must be held by a custodian and must be held in Canada. Only certain specified institutions are allowed to act as custodians ». Voir art.6.1(1) *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*.

- recevoir les revenus provenant de dividendes ou autres des placements détenus par le fonds;
- s'occuper du paiement provenant de dividendes déclarés par le fonds, s'il y a lieu;
- procéder au rachat des parts des investisseurs à leur demande;
- procéder au paiement des placements qui font partie du portefeuille du fonds. »²⁹¹

Dans la mesure où la séparation des actifs du fonds a pour but d'offrir une protection jugée essentielle aux investisseurs, la possibilité que le gestionnaire occupe cette fonction, sans empêchement quelconque d'exercer d'autres fonctions, suscite actuellement certains questionnements²⁹².

2.2.2. Le calcul discrétionnaire de la valeur des actifs du fonds

En plus d'agir à titre de gardiens des actifs du fonds, les gestionnaires bénéficient d'un pouvoir discrétionnaire dans le cadre de l'évaluation de leur portefeuille et sont donc autorisés, de ce fait, à déterminer le taux de rendement qui servira de base à leur propre rémunération. Dans ce cadre, les gestionnaires auraient tendance « à surévaluer les titres détenus dans le fonds et, par conséquent, à exagérer la valeur de l'actif net du fonds – valeur utilisée pour calculer la rémunération du conseiller et celle du gérant »²⁹³. Sur la base des risques relatifs à une évaluation inadéquate des actifs, le cumul des fonctions risque d'atténuer les bienfaits de la rémunération au rendement,

²⁹¹ S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 133, p.87. Voir aussi M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.551 : « Where registered securities are not registered in the name of the mutual fund they must be registered in the name of the custodian or sub-custodian and there must be provision in the records of the custodian or sub-custodian indicating that the beneficial ownership of the securities is vested in the mutual fund. Where the securities are held in a bearer form, they must be designated or segregated by the custodian or the sub-custodian, or their nominees, so as to establish that the beneficial ownership of the securities is vested in the mutual fund. Securities must be held in a book-based system by a depository institution, such as the Canadian Depository for Securities, as long as the custodian ensures that the records of participants in the book-based system, or of the custodian, contain an account number or other designation sufficient to show that the beneficial ownership of the portfolio assets is vested in the mutual fund. »

²⁹² ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, *op.cit.*, note 3, p.22.

²⁹³ *Id.*, p.23.

laquelle est généralement perçue comme une façon efficace d'aligner les intérêts des parties. Dans le contexte des fonds de couverture, cette situation est particulièrement inquiétante vu l'ampleur des taux accordées au gestionnaire en fonction des performances obtenues.

Sans prétendre clore le débat, il est tout de même intéressant de s'interroger sur l'efficacité, dans ce contexte, du mode de rémunération des gestionnaires comme outil de protection des investisseurs. La règle générale veut que les incitatifs accordés aux gestionnaires provoquent un alignement de leurs intérêts avec ceux des investisseurs²⁹⁴, d'autant plus que les gestionnaires placent fréquemment une part de leurs économies personnelles dans le fonds²⁹⁵. Agissant aussi à titre d'investisseurs du fonds, les gestionnaires auraient alors avantage à prendre des décisions de placement appropriées pour l'ensemble des investisseurs et réduirait, du coup, les conflits entre ces deux paliers.

« We continue to believe that providing managers with equity stakes in the firms they manage plays an important role in reducing the conflicts between managers and stockholders [...] »²⁹⁶.

D'un autre point de vue, en raison des modalités de versements de la rémunération, les gestionnaires soutiendraient naturellement les stratégies plus risquées dans la mesure où celles-ci seraient mieux à même de produire les rétributions escomptées²⁹⁷. Les frais de gestion assurant un revenu minimal au gestionnaire, l'affaiblissement des performances serait moins significatif pour ce dernier puisque ses profits ne seraient pas menacés au même titre que ceux des investisseurs. Dans ce cadre, l'asymétrie au

²⁹⁴ R.A. JAEGER, *op.cit.*, note 7, p.11: « The performance fee arrangement means that the hedge fund manager has a greater incentive to keep an eye on managing assets rather than gathering assets ». Voir aussi P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.26 : « The performance fee model of remuneration used by hedge funds transfers the pain of incurring a loss to the manager by depriving him or her of potential compensation (...) ». Voir aussi T.A. PAREDES., *op.cit.*, note 163, p.24.

²⁹⁵ UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *op.cit.*, note 105, p.11; M. TREMBLAY, *op.cit.*, note 4, p.44; J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.29.

²⁹⁶ Aswath DAMODARAN, *The Value of Transparency and the Cost of Complexity*, New York University - Department of Finance, janvier 2006 [en ligne: <http://ssrn.com/abstract=886836>], p.42.

²⁹⁷ UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *op.cit.*, note 105, p.11.

niveau du risque représenterait une lacune considérable de la structure de rémunération actuelle puisque le gestionnaire, contrairement à l'investisseur, bénéficie d'un potentiel illimité de gain, tout en s'assurant d'une certaine rémunération de base.

Encore une fois, cette position peut être nuancée lorsqu'on considère que les gestionnaires investissent généralement une partie importante de leurs avoirs dans le fonds. Dans ce cadre, on peut supposer que la vulnérabilité des gestionnaires face aux pertes engendrées par le fonds suffit à assurer un certain équilibre et un niveau de protection adéquat aux investisseurs. D'autre part, le niveau de tolérance au risque varie d'un gestionnaire à un autre et l'intérêt personnel du gestionnaire dans le fonds pourrait ne pas suffire à empêcher une prise de risque induite par celui-ci.

Bien que ce débat théorique semble prolifique, il est nécessaire de soulever à nouveau l'existence d'un conflit d'intérêts intrinsèque au processus d'évaluation de la rémunération, celui-ci étant directement lié à l'évaluation des actifs du fonds. En ce moment, les gestionnaires de fonds de couverture demeurent libres d'évaluer les titres à leur avantage et « [à] moins que des mesures appropriées de contrôle interne et de gouvernance n'aient été instaurées dans le cadre de la gestion du fonds »²⁹⁸ il y a des risques sérieux que l'évaluation ne soit faite de façon incorrecte. Autrement dit, le processus actuel est entaché d'un vice potentiel, ce qui, dans les circonstances, atténue et vient nuancer considérablement les bienfaits de la rémunération au rendement. De surcroît, cette inquiétude est grandement accentuée en raison du faible niveau de transparence, celui-ci faisant en sorte qu'il est difficile d'être informé adéquatement quant à la gestion interne du fonds²⁹⁹.

À un autre niveau, il est important de noter qu'il existe des difficultés inhérentes à l'évaluation des actifs sous gestion, et par conséquent, des performances du fonds³⁰⁰.

²⁹⁸ ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.23.

²⁹⁹ Pour plus d'informations, voir INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Principles for the Valuation of Hedge Funds Portfolios*, novembre 2007.

³⁰⁰ P. BECK et M. NAGY, op.cit., note 11, p.98 : « Based on what you already know about hedge funds, you won't be surprised to learn that it can be a difficult job to arrive at this final figure. Assets in hedge funds

Outre l'évaluation incorrecte par les gestionnaires en raison de manœuvres qui peuvent s'avérer douteuses, la complexité des positions prises amplifie les difficultés rencontrées lors du processus d'évaluation des titres.

« The growing influence and importance of hedge funds in global financial markets brings with it challenge and risks. Important among these is the difficulty in valuing complex and illiquid financial instruments. The valuation of certain hedge fund portfolios is inherently difficult because of the nature of the investment strategies that many funds pursue and the financial instruments that underlie them.»³⁰¹

En résumé, « le cumul des fonctions crée une opportunité pour le gestionnaire de fonds d'investissement de donner préséance à ses intérêts dans la conduite des affaires du fonds »³⁰². Dans un univers de complexité, où l'information peut difficilement être filtrée de façon adéquate par les investisseurs, les mécanismes de gouvernance peuvent s'avérer un outil essentiel de protection contre certaines manœuvres inappropriées au sein des fonds.

can vary from ones with a solid, identifiable value (such as cash) to ones that have value in theory only (like shares in a private company, for instance). So how do funds establish a value for their assets? Funds that trade highly liquid instruments (stock, futures, bonds) will simply use the closing price for the day as the basis to calculate the total assets. However, with less liquid instruments, such as thinly traded stocks or shares in private companies, the situation is much trickier. The manager will have to use estimates based on realistic criteria. ».

³⁰¹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Principles for the Valuation of Hedge Funds Portfolios*, *op.cit.*, note 299, p.7: « In some instances, reliable market information about precise values for certain types of financial instrument is not readily available (e.g., distressed securities and over-the counter structured notes). These types of instruments can be difficult to value for a variety of reasons, including lack of liquid market, the use of valuation models that rely on imperfect data and/or are dependant on the occurrence of a future event (the probability of which may be difficult to estimate). [...] It is worth noting that the valuation of complex and illiquid financial instruments is by no means an issue unique to hedge funds. Counterparties dealing with hedge funds and persons investing in private equity and other investment vehicles exposed to complex or illiquid instruments, among others, will face similar valuation challenges. But the influence of structural and other risks around valuation in hedge funds has led IOSCO to focus this work on hedge funds. »

³⁰² S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 133, p.96.

3. Une réflexion sur l'encadrement des fonds de couverture

Au Québec, le bon fonctionnement des marchés est assuré par une structure réglementaire à deux niveaux. À titre d'organisme mandaté par le gouvernement du Québec, l'A.M.F. est en charge d'« encadrer les marchés financiers québécois et [de] prêter assistance aux consommateurs de produits et services financiers »³⁰³. Dans l'atteinte de cet objectif, l'A.M.F. exerce les pouvoirs et responsabilités qui lui incombent en vertu de sa loi constitutive, notamment celui d'assurer la mise en place d'un cadre réglementaire efficace favorisant le développement du secteur financier et permettant l'évolution des pratiques de gestion et des pratiques commerciales dans le secteur financier³⁰⁴.

Afin de contribuer à l'efficience des marchés, tout en assurant une protection adéquate aux investisseurs, l'A.M.F. a la discrétion de déléguer certaines de ses fonctions³⁰⁵. C'est en vertu de ce pouvoir étendu que s'est introduit le second palier réglementaire, constitué par les organismes d'autoréglementation. En plus de représenter un complément à la réglementation émanant de l'A.M.F.³⁰⁶, ces organismes du secteur privé permettent d'instituer un encadrement efficace par une connaissance spécialisée du marché³⁰⁷.

³⁰³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/autorite/propres.html> (19 juin 2008).

³⁰⁴ Art.8(2°) *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, L.R.Q., C.A-33.2 (ci-après « *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* »)

³⁰⁵ Art.61 *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*.

³⁰⁶ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, février 2008, p.12; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, avril 2008; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Model for Effective Self-Regulation*, mai 2000.

³⁰⁷ *Métivier c. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM)*, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier 2004-006 (17 février 2005), p.13 : « Le Bureau de décision doit également reconnaître, à mon avis, la place essentielle occupée par les organismes d'autoréglementation pour un encadrement efficace des marchés financiers. Une telle participation des intervenants de l'industrie pour la réglementation d'un secteur d'activité aussi important que celui des valeurs mobilières a des racines historiques et peut être qualifié d'unique en Amérique du Nord. »

La présente partie se divise en trois grandes sections. La première relate les objectifs visés par la réglementation en valeurs mobilières au Canada afin de nous permettre de bien débiter notre réflexion quant à un encadrement éventuel des fonds de couverture. La seconde section aborde les deux principales formes d'autoréglementation, soit celle qui émane d'organismes dont l'adhésion est volontaire et celle qui fait entrer en jeu une entité supervisée et officiellement reconnue par les autorités régulatrices. Cela nous conduira vers une réflexion quant à la nature des normes à adopter afin de tenir compte des particularités de l'industrie ainsi que des limites actuelles des forces du marché. Nous aurons alors l'occasion de traiter des règles en matière de transparence et finalement du cadre de gouvernance dont devrait éventuellement se doter les fonds de couverture afin de répondre à certaines normes minimales en termes de gestion des conflits d'intérêts.

3.1. Les objectifs de la réglementation en valeurs mobilières

L'un des éléments ayant le plus influencé la réglementation contemporaine des valeurs mobilières au Canada est certainement le Rapport *Kimber* de 1965, lequel soumet que la réglementation vise principalement à favoriser l'efficacité des marchés ainsi qu'à assurer un niveau optimal de protection pour les investisseurs³⁰⁸. Lorsqu'on se penche sur les options à envisager en matière de réglementation des fonds de couverture, il est primordial de garder à l'esprit ces deux principaux objectifs de la réglementation afin de s'assurer de l'adéquation des mesures adoptées.

³⁰⁸ M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.90, citant MERGER REPORT, Report of the Committee of the Ontario Securities Commission on the Problems of Disclosure Raised by Investors by Business Combinations and Private Placements, Toronto: Ontario Securities Commission, 1970; KIMBER REPORT, Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario, Toronto: Queen's Printer, mars 1965; p.91: « Another purpose of securities regulation is said to be the development of financial institutions which assure the optimum allocation of financial resources in the economy. To promote this allocation, there are two related objectives, namely, to ensure that capital markets facilitate the mobility and transferability of financial resources and to provide facilities for the continuing valuation of financial assets. In short, securities regulation should promote the efficiency of capital markets. » Voir aussi Peter-Jan ENGELN, *Remedies to Informational Asymmetries in Stock Markets*, Antwerpen (Oxford), Intersentia, 2005, p.31: « A central goal for securities regulation in general and information disclosure by stock exchange listed companies in particular is the concept of market efficiency. »; p.91: Pour en savoir plus sur les principes sous-jacents à la théorie de l'efficacité des marchés, voir R.A. JAEGER, *op.cit.*, note 7, p.73-74 et p.77 à 91;

3.1.1. L'efficience des marchés

L'efficience des marchés implique une meilleure allocation des ressources financières, laquelle s'effectue tant par le biais de la promotion de l'efficience informationnelle que par la réduction des coûts de transactions³⁰⁹. Le premier corolaire réfère à la théorie selon laquelle les marchés financiers assimilent presque instantanément toute l'information disponible, de manière à ce que celle-ci soit reflétée adéquatement dans les prix³¹⁰.

« A capital market is said to be efficient if it fully and correctly reflects all relevant information in determining security prices. Formally, the market is said to be efficient with respect to some information set if security prices are unaffected by revealing that information to all participants. Moreover, efficiency with respect to an information set implies that it is impossible to make economic profits by trading on the basis of that information set »³¹¹.

Dans les faits, le libéralisme économique ne garanti pas le maintien d'une répartition symétrique de l'information et la réglementation doit permettre, d'une part, de réduire les imperfections du marché et, d'autre part, à assurer « the efficient operation of the market in achieving long-run economic objectives »³¹². De plus, il est nécessaire de considérer l'efficience des marchés au regard des autres objectifs qui l'accompagnent³¹³, notamment celui concernant l'équité des marchés financiers et ce, dans le but de favoriser un processus de formation des prix qui soit fiable³¹⁴. Dans ce contexte, la transparence des marchés revête une importance certaine en ce qu'elle permet une divulgation effective et continue de l'information³¹⁵. En acheminant l'information vers les investisseurs et l'ensemble des intermédiaires, on permet une

³⁰⁹ Stéphane ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*, *Credit Rating Agencies: Need for Reform in Canada?*, 2005 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=797325>], p.39.

³¹⁰ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.24; P.-J. ENGELEN, *op.cit.*, note 308, p.31,32.

³¹¹ P.-J. ENGELEN, *op.cit.*, note 308, p.32.

³¹² M. R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.92.

³¹³ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, *op.cit.*, note 306, p.5 et ss.

³¹⁴ *Id.*, p.5.

³¹⁵ *Id.*, p.5.

évaluation appropriée des titres, et du coup, un accroissement de l'efficience des marchés³¹⁶.

3.1.2. La protection des investisseurs

La protection des investisseurs représente un des piliers de la réglementation en valeurs mobilières³¹⁷ et toute tentative de modernisation d'un cadre juridique devrait être teintée de la volonté de répondre aux attentes légitimes de ceux et celles qui placent leurs avoirs sur les marchés financiers³¹⁸. Sous l'angle de la transparence des marchés financiers, la transmission d'informations doit permettre aux investisseurs de s'engager dans un processus décisionnel aboutissant ultimement à une décision pleinement éclairée. Pour parvenir à offrir un support approprié aux investisseurs, les autorités régulatrices mettent généralement en place des mesures préventives et correctrices de l'asymétrie informationnelle affectant les marchés³¹⁹.

« In a world in which markets player are no longer subject to the archaic rule of *caveat emptor*, securities legislation allows investors to make informed decisions when trading securities. Although the level of government intervention varies across jurisdictions, existing rules and statutes focus primarily on the

³¹⁶ M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.181: « Further, consistent with the notion of increasing the efficiency of capital markets, it said that «if securities are evaluated on the basis of complete and current information the pricing mechanisms of the capital markets operate in a more rational and accurate fashion». Thus disclosure was to provide information to allow the investor, investment advisors and the market in general to assess the value of the security. »

³¹⁷ Voir notamment : *Committee for the Equal Treatment of Asbestos Minority Shareholders c. Ontario (Securities Commission)*, [2001] 2 S.C.R. 132, par.41; *British Columbia Securities Commission c. Branch*, EYB-1995-66968, (C.S.C.) 13 avril 1995, par.34 et 56; *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557; *Gregory & Co. c. Quebec Securities Commission*, [1961] R.C.S. 584, p.588.

³¹⁸ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.55. De plus, l'article 276 de la L.V.M. concède expressément à l'Autorité des marchés financiers la mission d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses. Aussi, dans l'affaire *Shedler*, la Cour d'appel du Québec rappelle d'ailleurs que « [l]a Cour suprême a reconnu à plusieurs reprises [...] l'objectif de protection des investisseurs » visé par la réglementation en matière de valeurs mobilières. (Voir l'affaire *Shedleur c. Québec (Commission des valeurs mobilières)*, EYB 2005-94678, (C.A.), 8 septembre 2005, par.33-34. Voir aussi le MERGER REPORT, *Report of the Committee of the Ontario Securities Commission on the Problems of Disclosure Raised by Investors by Business Combinations and Private Placements*, Toronto: Ontario Securities Commission, 1970, par.1.19).

³¹⁹ T.A. PAREDES., *op.cit.*, note 163, p.35.

importance of timely and accurate disclosure or relevant information to the market and corporate structures »³²⁰.

La transparence des marchés joue un rôle prédominant au niveau de la protection des investisseurs puisque cela permet de faire face à la manipulation de l'information, elle-même directement liée aux conflits d'intérêts. D'un autre point de vue, la transmission inadéquate de l'information, par le biais de comportements jugés frauduleux, a pour résultat de confronter les investisseurs à un marché entaché d'imperfections au niveau de l'évaluation des titres. Puisque la principale conséquence de la fraude consiste en la perte de confiance des investisseurs envers les marchés financiers, les ACVM sont d'avis qu'il est essentiel pour le bon fonctionnement des marchés que l'on accentue les efforts visant la prévention des fraudes financières³²¹. Effectivement, il s'agit d'une préoccupation fondamentale, qui s'avère indissociable de la notion de protection des investisseurs.

Bien qu'il s'agisse d'un objectif généralement reconnu, il est nécessaire de rappeler que la réglementation ne saurait offrir une garantie immuable contre les pertes pouvant survenir dans le cadre du processus d'investissement³²². En effet, la survenance de certains événements malheureux est susceptible de porter atteinte aux investisseurs et il revient parfois à ces derniers d'assumer une partie des pertes. Il en sera ainsi des scandales financiers qui, en créant des remous considérables sur les marchés financiers, animent les réflexions et ébranle la confiance des investisseurs. Le

³²⁰ J.M. MENDOZA, *op.cit.*, note 205, p.9-10; *Autorité des marchés financiers c. Corporation Services Media Gopher*, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier 2005-026 (22 décembre 2005), p.10; T.A. PAREDES, *op.cit.*, note 206, p.6. Voir aussi M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.180 : « According to the Merger Report the purpose of disclosure in general is to provide an equality of opportunity for all investors in the market place, sellers as well as buyers. The object is to make available on a timely basis all material facts the investors requires to make an informed investment judgment. »; H.B. SHADAB, *op.cit.*, note 47, p.40.

³²¹ LES AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *L'étude 2007 des ACVM sur les investisseurs : Comprendre les conséquences sociales de la fraude financière*, Rapport établi à la demande du Comité sur la sensibilisation des investisseurs des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, 2007.

³²² M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.90 et p.91 : « According to the Kimber Report, although every effort must be made to ensure the public understand normal business risks of success or failure, «[t]his is not to suggest that the public must be protected against itself; rather, it is a matter of ensuring that the investing public has the fullest possible knowledge to enable it to distinguish the different types of investment activity available. In such circumstances, the public would have insurance that its losses are genuine economic losses, just as its gains are genuine economic gains ».

fléchissement de la confiance des investisseurs envers les marchés financiers, suite à ces effondrements, a toutefois engendré certaines initiatives touchant le renforcement du cadre normatif en matière de prévention de la fraude.

3.1.3. Poids relatifs des deux objectifs

La notion de protection des investisseurs peut sembler, à certains égards, entrer en contradiction avec l'efficience des marchés. De plus, il est généralement admis que l'investisseur visé par le premier objectif est l'investisseur de détail³²³. Cette assertion soulève évidemment le débat quant à la nécessité d'accorder le bénéfice de normes protectrices aux investisseurs du marché dispensé, lesquels font partie intégrante de l'industrie des fonds de couverture.

De par les ressources qui leur sont accessibles, il semble que les investisseurs du marché dispensé bénéficient naturellement d'une protection adéquate, à l'opposé du petit investisseur. En effet, ils possèdent soit l'expertise ou l'expérience nécessaire pour analyser effectivement l'information, ou, le cas échéant, la capacité de s'entourer des professionnels aptes à conduire un tel processus d'analyse³²⁴. D'ailleurs, notamment en raison des sommes considérables investies, « [a]ll of these parties have a strong incentive to protect themselves from losses that can flow from excessive risk-taking³²⁵ ». Dans ce contexte, les caractéristiques inhérentes à l'industrie des fonds de couverture pourraient supporter une gradation des objectifs sous-tendant la réglementation des marchés financiers. Vu la responsabilité des investisseurs de se doter d'eux-mêmes de mécanismes de protection, nous pourrions être tentés de conclure qu'un cadre réglementaire concernant les fonds de couverture devrait éventuellement mettre l'accent sur l'efficience des marchés. Toutefois, il est

³²³ R.A. JAEGER, *op.cit.*, note 7, p.182.

³²⁴ S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 309, p.40.

³²⁵ L. CULLEN et H. PARRY, *op.cit.*, note 22, p.104.

essentiel de garder à l'esprit que les deux objectifs demeurent intrinsèquement reliés³²⁶.

En effet, la protection de l'ensemble des investisseurs rejoint directement l'efficience des marchés, en ce que ceux-ci cherchent naturellement à investir dans des marchés qui sont efficaces. Sous cet angle, les deux objectifs devraient s'interpréter harmonieusement en ce qu'ils forment finalement un ensemble de facteurs indissociables servant une fin commune, soit celle de protéger l'économie globale des marchés³²⁷. Ultimement, l'objectif de la réglementation doit être de favoriser la confiance du public à l'égard du système financier, en plus de protéger effectivement les investisseurs ainsi que l'efficience des marchés³²⁸, et ce, particulièrement « [d]ans la foulée des importants scandales qui ont touché des entreprises et des marchés aux États-Unis »³²⁹.

3.2. L'autoréglementation

Dans la prochaine partie, nous traiterons succinctement du rôle des deux modèles d'autoréglementation, soit celui qui prévoit l'émission de normes de nature volontaire et celui plus formellement encadré qui nécessite une reconnaissance explicite de l'A.M.F..

³²⁶ P.-J. ENGELEN, *op.cit.*, note 308, p.31 : « Both on the selling-side and the buying side investors care about the quality of the financial market in which they trade. When buying securities, investors must be «protected» from buying mispriced securities. This means that the market price must reflect all available information about the company. This market characteristic is referred to as *market efficiency*. »

³²⁷ M.R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.92.

³²⁸ Le Bureau de décision et révision en valeurs mobilières soulève d'ailleurs que « le marché des valeurs est basé sur la confiance des investisseurs vis-à-vis de la législation en valeurs mobilières, des bourses, des firmes et des organismes de réglementation ou d'autoréglementation » (*Autorité des marchés financiers c. Future Growth Group inc.*, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier no.2008-013, Décision 2008-013-001, (25 avril 2008), p.7.). Voir aussi : *Autorité des marchés financiers c. IOU Central inc et autres*, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier no.2008-008, Décision no.2008-008-003, p.15; *Autorité des marchés financiers c. Angelopoulos*, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier no.2008-006, Décision no.2008-006-001 (4 février 2008), p.10-11; *Autorité des marchés financiers c. 9-1-1 Finance inc.*, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier 2008-005, Décision no.2008-005-001 (1^{er} février 2008).

³²⁹ MINISTÈRE DES FINANCES, *L'industrie canadienne des valeurs mobilières*, *op.cit.*, note 108, p.9.

3.2.1. Autoréglementation volontaire

L'autoréglementation volontaire englobe à la fois les codes de conduite volontaires et les codes de déontologie. Ces codes, auxquels il est loisible aux gestionnaires d'adhérer, correspondent à un ensemble d'engagements dictés par un secteur d'activité autrement que par le biais de la loi, qui sont « destinés à influencer, à modeler, à régir et à évaluer le comportement [et qui] sont appliqués de façon uniforme et permettent à tous les participants d'atteindre des résultats uniformes »³³⁰. En raison de l'absence d'obligation d'obtenir la reconnaissance d'une commission en valeurs mobilières afin de devenir un organisme d'autoréglementation³³¹, il est possible d'envisager la création d'un organisme d'autoréglementation basé sur un code de conduite volontairement adopté par l'industrie. L'industrie canadienne des fonds de couverture pourrait procéder, dans ce cadre, à la mise sur pied d'une association professionnelle qui se verrait attribuer le mandat d'adopter un tel code de conduite pour l'ensemble de l'industrie³³².

À l'heure actuelle, l'*Alternative Investment Management Association* offre aux gestionnaires canadiens des documents destinés à souligner les bonnes pratiques à adopter dans la mise sur pieds et la gestion d'un fonds³³³. Cette initiative fait suite à la publication d'une version européenne ayant connu un succès considérable auprès des gestionnaires³³⁴. Vu la nature variée des fonds de couverture, le cadre proposé par

³³⁰ BUREAU DE LA CONSOMMATION, Un cadre d'évaluation pour les codes de conduite volontaires, en ligne: [http://www.ic.gc.ca/epic/site/oca-bc.nsf/vwapj/Cadre%C3%89valuation.pdf/\\$FILE/Cadre%C3%89valuation.pdf](http://www.ic.gc.ca/epic/site/oca-bc.nsf/vwapj/Cadre%C3%89valuation.pdf/$FILE/Cadre%C3%89valuation.pdf), p.6. Le Bureau de la consommation ajoute que « les codes volontaires peuvent être élaborés par le secteur privé (entreprises individuelles ou organismes industriels), les administrations publiques, les organisations non gouvernementales et les organismes de normalisation, avec ou sans supervision directe ou encouragement actif de la part des pouvoirs publics. »

³³¹ Sauf dans le cas des bourses. Voir S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 309, p.54.

³³² T.A. PAREDES., *op.cit.*, note 163, p.67. D'ailleurs, aux États-Unis, « [t]he Hedge Funds industry has itself put forth a number of best practices and general guidelines ».

³³³ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Canadian Hedge Fund Managers*, *op.cit.*, note 104; ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, *op.cit.*, note 137.

³³⁴ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers*, 30 août 2002.

l'organisme ne fait qu'établir des lignes directrices qui doivent être, le cas échéant, adaptées à la réalité spécifique de chaque fonds.

À un autre niveau, en raison de la nature des obligations introduites dans un tel code de conduite, leur mise en œuvre suscite certaines interrogations. Afin de palier à l'insuffisance potentielle des normes d'autoréglementation volontaire, il est possible de prévoir d'avance les sanctions et autres conséquences en cas de violation, ainsi que « des mécanismes pour traiter les différends et la non-conformité, notamment la médiation ou l'arbitrage par une partie indépendante »³³⁵. Selon les modalités prévues à ce niveau, le maintien d'une réputation sans tache pourrait représenter la motivation principale à agir dans la conformité³³⁶.

3.2.2. Autoréglementation supervisée

Afin de devenir un organisme d'autoréglementation supervisé, une société doit obtenir la reconnaissance de l'A.M.F.³³⁷. Dans l'exercice de sa discrétion, l'A.M.F. doit obligatoirement tenir compte de l'intérêt public. Dans une même veine, la reconnaissance d'un organisme d'autoréglementation « doit notamment permettre d'assurer un encadrement efficace du secteur financier au Québec, d'en favoriser le développement et un bon fonctionnement ainsi que de protéger le public »³³⁸. L'A.M.F. procède à la reconnaissance de l'organisme lorsqu'elle estime que celui-ci « possède une structure administrative, les ressources financières et autres pour exercer, de manière objective, équitable et efficace, ses fonctions et pouvoirs »³³⁹.

Selon les recommandations de *l'International Organization of Securities Commissions* (ci-après « l'IOSCO, »), la délégation initiale des pouvoirs aux organismes

³³⁵ BUREAU DE LA CONSOMMATION, Un cadre d'évaluation pour les codes de conduite volontaires, *op.cit.*, note 320, p.6.

³³⁶ S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 309, p.53. L'auteur note toutefois que : « Because of its non-statutory nature, a code of conduct would be more flexible than regulation and could therefore adapt more rapidly and inexpensively to reflect changes in the industry. » (p52).

³³⁷ Art.59 et ss. *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*.

³³⁸ Art.67 *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*.

³³⁹ Art.68 *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*.

d'autoréglementation devrait s'accompagner de l'obligation d'atteindre certains standards bien définis. D'ailleurs, cela devrait constituer un préalable à l'amorcement des activités de l'organisme³⁴⁰. Afin de rendre effectif l'encadrement du marché par l'organisme d'autoréglementation, l'A.M.F. est en mesure de concéder à celui-ci un réel pouvoir réglementaire³⁴¹; dans ce cas, l'organisme reconnu acquiert l'habileté d'établir des normes contraignantes qui lieront les membres.

À l'heure actuelle, l'autoréglementation supervisée fait partie intégrante de la structure réglementaire en vigueur au Canada. Dans la foulée des nombreux projets entrepris par les ACVM, la simplification et l'harmonisation de la réglementation en valeurs mobilières est à l'ordre du jour dans l'ensemble du pays. En plus du projet de création d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières³⁴², la volonté d'uniformisation se concrétise par le processus de centralisation de l'encadrement des marchés financiers par les organismes d'autoréglementation. En effet, l'Association canadienne de courtiers en valeurs mobilières (ci-après « ACCOVAM ») et Services de réglementation du marché ont confirmé, le 1^{er} juin 2008, le regroupement de leurs activités de réglementation au sein de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (ci-après « l'OCRCVM »), lequel a été officiellement reconnu par l'A.M.F. à titre d'organisme d'autoréglementation national³⁴³.

Principalement, la fonction de l'OCRCVM consistera en la réglementation de l'ensemble des courtiers en valeurs mobilières sur le territoire canadien, particulièrement dans l'optique d'assurer une protection adéquate pour les

³⁴⁰ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, op.cit., note 306, p.12.

³⁴¹ Art.72 *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*.

³⁴² GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Ébauche d'une commission canadienne des valeurs mobilières*, document définitif, 7 juin 2006 [en ligne : http://www.panelcrawford.ca/ebauche_dune_commission_canadienne_des_valeurs_mobilières.pdf]; GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Bilan et perspective*, document mis à jour le 15 juin 2007, [en ligne : <http://www.panelcrawford.ca/OneYearOnFRENCH.pdf>].

³⁴³ Décision No.2008-PDG-0126 – Reconnaissance de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières à titres d'organisme d'autoréglementation de la *Loi sur l'autorité des marchés financiers*, L.R.Q., c. A-33.2 [en ligne : http://www.autorité.qc.ca/userfiles/File/Consultations/oar/Décision_2008-PDG-0126_reconnaissance.pdf].

investisseurs tout en renforçant l'intégrité des marchés. Dans l'exécution de ses tâches, l'organisme aura notamment pour mission d'adopter des règles qui définissent des normes élevées pour le secteur des valeurs mobilières, d'évaluer les conseillers en placement employés afin de s'assurer qu'ils ont le profil requis et qu'ils possèdent la formation nécessaire à l'exercice de leurs fonctions et de procéder à des inspections en matière de conformité financière. De plus, l'OCRCVM devra assurer une surveillance des marchés afin que les opérations effectuées soient conformes aux normes applicables et mener des enquêtes sur les plaintes reçues afin de prendre, conséquemment, les mesures disciplinaires appropriées³⁴⁴.

D'un point de vue général, l'autoréglementation comporte de nombreux avantages, lesquels s'orientent autour de deux principaux axes, soit les particularités des détenteurs du pouvoir décisionnel et les caractéristiques du processus menant à l'adoption des normes. D'emblée, les organismes d'autoréglementation « may offer considerable depth and expertise regarding market operations and practices »³⁴⁵. Dans ce contexte, force est d'admettre que l'expertise des organismes d'autoréglementation favorise une meilleure adéquation du cadre réglementation à la réalité du marché, ces derniers étant généralement considérés comme mieux à même de mettre en œuvre les normes ainsi élaborées. La préservation de cette expertise est particulièrement importante en ce qu'elle permet d'assurer l'atteinte des buts visés par la réglementation en valeurs mobilières tant au niveau de l'intégrité que de l'efficacité des marchés financiers³⁴⁶. Ce faisant, l'autoréglementation peut contribuer à l'amélioration de la réputation de l'industrie qu'elle encadre, laquelle peut être grandement entachée lors de la survenance de scandales financiers.

À un autre niveau, l'organisme d'autoréglementation bénéficie d'une grande flexibilité dans l'adoption de ses normes³⁴⁷. Dans un contexte où les marchés financiers

³⁴⁴ OCRCVM, « Ce que nous faisons », en ligne : Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, <http://www.iroc.ca/French/About/OurRole/Pages/WhatWeDo.aspx>.

³⁴⁵ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, *op.cit.*, note 306, p.12.

³⁴⁶ Métivier c. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), *précité*, note 307, p.15.

³⁴⁷ J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.18-19 et p.31.

évoluent rapidement, cette flexibilité permet à l'organisme de s'adapter aux multiples changements. Par le fait même, l'organisme est en mesure de favoriser l'innovation, d'abord en demeurant à l'affût des nouvelles réalités, puis simplement en étant en mesure de répondre adéquatement aux besoins des membres de l'industrie dès qu'ils surviennent³⁴⁸. De plus, la reconnaissance officielle d'un organisme d'autoréglementation assure aux autorités réglementaires un pouvoir de supervision sur les activités de celui-ci. Suivant les recommandations de l'IOSCO, la supervision des organismes devraient d'ailleurs être exercée sur une base continue afin de s'assurer que les pouvoirs délégués à l'organisme sont exercés conformément à l'intérêt public³⁴⁹ et que les éléments ayant appuyé la reconnaissance de l'organisme sont toujours respectés. À ce niveau, l'IOSCO considère qu'un pouvoir d'enquête devrait demeurer entre les mains de l'autorité réglementaire relativement aux matières risquant d'affecter les investisseurs ou le marché en général³⁵⁰.

La reconnaissance d'un organisme d'autoréglementation implique, de la part de l'A.M.F., une analyse sérieuse de l'impact de la délégation de ses pouvoirs réglementaires. En procédant à la balance des coûts et bénéfices, l'A.M.F. doit s'assurer qu'un régime d'autoréglementation sera avantageux sur le plan économique pour l'ensemble des participants du marché³⁵¹. En pratique, néanmoins, cette analyse

³⁴⁸ CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress*, septembre 2007, 29 pages [en ligne : <http://cfapubs.org/toc/ccb/2007/2007/7/>], p.2. Sur la flexibilité des organismes d'autoréglementation, voir INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, *op.cit.*, note 306, p.12.

³⁴⁹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, *op.cit.*, note 306, p.12-13.

³⁵⁰ *Id.*, p.13. Actuellement, l'article 237 de la L.V.M. permet à l'Autorité des marchés financiers « de demander aux organismes d'autoréglementation la communication de tout document ou renseignement estimé utile à l'accomplissement de sa mission ». De plus, l'article 273 prévoit que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières peut prononcer un blâme contre un organisme d'autoréglementation. L'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'A.M.F. ») peut également réviser toute décision prise par un organisme d'autoréglementation³⁵⁰. Quant aux pouvoirs réglementaires de l'A.M.F. : voir l'article 331.1. L.V.M. Voir aussi S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 309, p.56 : « Still, the extent of such supervisory power is limited by the commissions' own experience and expertise, which may prevent them from adequately evaluating the SRO's decisions and initiatives ».

³⁵¹ CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress*, *op.cit.*, note 348, p.4 : « The economics of regulation affect all market participants. When costs of compliance increase (whether through self- or government-regulatory schemes), the bulk of additional costs are passed on (directly or indirectly) to the consumer in the form of higher prices for the particular product or services. Thus, an analysis of the success of any regulatory

représente un processus complexe³⁵². Malgré tout, l'opinion généralement véhiculée est à l'effet que l'autoréglementation représente une alternative appropriée à la réglementation³⁵³. Dans le contexte sous étude, cette position est renforcée par le caractère évolutif des fonds de couverture, notamment guidé par l'expertise des gestionnaires et l'innovation financière³⁵⁴, lesquels exigent des connaissances avancées des marchés financiers.

3.3. Un survol des normes à envisager

Dans un marché en constante évolution, il est essentiel d'instaurer des normes qui permettent de favoriser l'innovation tout en l'encadrant valablement. Toute réglementation devrait aussi avoir comme point de mire la protection des investisseurs ainsi que l'amélioration de l'efficacité des marchés et ce, dans l'optique d'établir un niveau de confiance adéquat envers les marchés financiers. À ce sujet, le Rapport Crawford soumettait que les autorités devraient privilégier une réglementation basée sur des principes, et ce, dans le but de « conférer aux marchés des capitaux canadiens un avantage concurrentiel mondial sans nuire à la protection des épargnants ni à l'équité fondamentale »³⁵⁵.

Dans un même ordre d'idées, dans le cadre de la récente initiative du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, l'Association des banquiers canadiens (ci-après « l'ABC ») confirmait sa position, somme toute nuancée, en faveur

system must consider the accompanying effects on the market particulars and, overall, on the economy ». Voir aussi P.-J. ENGELLEN, *op.cit.*, note 308, p.62; J.M. MENDOZA, *op.cit.*, note 205, p.18.

³⁵² CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress*, *op.cit.*, note 348, p.5 : « Quantifying the value of benefits in securities markets is especially difficult when the benefits are intangible, such as trust, confidence, and other reputational effects. In financial terms, the success of any system depends on achieving an overall positive net present value (NPV) of the benefits to the providers of services or products against the cost incurred. But above all, that positive NPV must also extend to the benefits of the market to investors, customers, and other stakeholders ».

³⁵³ CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress*, *op.cit.*, note 348, p.2.

³⁵⁴ F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 101, p.5.

³⁵⁵ GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Ébauche d'une commission canadienne des valeurs mobilières*, *op.cit.*, note 342, p.2.

de l'instauration d'une réglementation axée sur des principes³⁵⁶. L'ABC soulevait toutefois les difficultés de mise en œuvre d'un tel changement en territoire canadien en raison de « la nature fragmentée de notre structure réglementaire »³⁵⁷. Malgré une uniformisation des principes à travers les treize juridictions canadiennes, il est nécessaire de tenir compte des divergences d'interprétations de ces principes par les nombreuses commissions en valeurs mobilières. Sans aborder spécifiquement le débat relatif à l'instauration d'une commission unique des valeurs mobilières, il nous apparaît tout de même essentiel de soulever l'importance d'une application cohérente des principes à travers les nombreuses juridictions. Un cadre réglementaire souffrant de certaines lacunes au niveau de son application perdra de son lustre sur le plan international et entamera, par le fait, la combativité des marchés financiers canadiens.

Par l'instauration de grands principes directeurs, les autorités régulatrices concèdent une importante discrétion aux participants du marché³⁵⁸ en leur laissant le soin de jauger la conformité de leurs actes par le biais de leur pouvoir discrétionnaire³⁵⁹. Afin d'éviter les conséquences néfastes d'une incertitude du point de vue réglementaire, les grands principes institués devraient être accompagnés par des lignes directrices, notamment dans le but de contribuer à l'exercice adéquat d'un jugement discrétionnaire³⁶⁰. Dans une optique d'harmonisation de la réglementation en valeurs

³⁵⁶ ASSOCIATION DES BANQUIERS CANADIENS, *Améliorer la compétitivité canadienne en réformant la réglementation des valeurs mobilières au Canada*, Mémoire présenté au Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 15 juillet 2008, p.4.

³⁵⁷ *Id.*, p.4.

³⁵⁸ CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress*, op.cit., note 348, p.13.

³⁵⁹ Steven L. SCHWARCZ., *The « Principles » Paradox*, Duke Law School Legal Studies Paper no.205, 1er mars 2008 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=1121454>], p.2 : L'effet engendré par la réglementation basée sur des principes est paradoxal : en édictant des règles générales, on incite la personne de bonne foi à agir de façon excessivement prudente, par crainte de s'engager hors du cadre légal, ce qui revient à dire que « such a person will effectively act as if subject to a rule and, even worse, an unintended rule ». Pour une analyse complète de ce paradoxe, voir p.1 : « Although principles-based regulation is thought to more closely achieve normative goals than rules, the extent to which that occurs can depend on the enforcement regime. A person who is subject to unpredictable liability is likely to hew to the most conservative interpretation of the principle, especially where that person would be a potential deep pocket in litigation. This creates a paradox: Unless protected by a regime enabling one in good faith to exercise judgment without fear of liability, such a person will effectively act as if subject to a rule and, even worse, an unintended rule. »

³⁶⁰ *Id.*, p.11 : « Avoiding the principles paradox requires that the risk of unpredictable liability be reduced. Although in concept this can be done by granting a measure of discretion to the actor when complying

mobilières, ces normes devraient assurer un certain niveau d'uniformité à travers les juridictions.

En raison de ce qui précède, nous sommes d'avis qu'il est justifié d'envisager des normes basées sur des principes, plutôt que des règles strictes, afin de s'adapter au dynamisme du marché des fonds de couverture. Ce régime révèle certes quelques lacunes, mais compte tenu des particularités de l'industrie, il nous paraît opportun de favoriser l'instauration de grandes lignes directrices, de nature plus générale, qui permettront ultimement aux organismes d'autoréglementation, le cas échéant, de s'adapter à la réalité changeante des fonds et du marché.

Ceci étant, de quelle manière les autorités régulatrices devraient-elles envisager l'encadrement des fonds de couverture? Sans proposer un modèle normatif complet, les prochaines sections soulèvent tout de même certaines pistes de réflexions méritant une attention particulière. D'abord, nous chercherons à explorer la voie de la divulgation obligatoire, de manière à vérifier si l'instauration de normes similaires à celles du marché des appels publics à l'épargne assurerait l'effectivité de la transmission de l'information dans l'industrie des fonds de couverture.

Par ailleurs, en matière de gestion des conflits d'intérêts, nous aborderons l'impact de la réforme du régime de l'inscription afin de déterminer si l'adoption de ces nouvelles normes pourra atténuer certaines lacunes de la structure opérationnelle des fonds. Dans ce contexte, il sera question de la mise sur pieds d'un comité d'examen indépendant de gestion des risques, lequel fait désormais partie intégrante des fonds d'investissement traditionnels depuis l'adoption d'une réglementation à cet effet. Finalement, nous consacrerons la dernière section aux différents intermédiaires professionnels gravitant autour des fonds de couverture, afin de faire un survol du rôle assumé par chacun d'entre eux.

with the regulatory principle or by providing interpretative guidelines for complying with the principles, realistic solutions to the paradox are very much contextually driven. »

3.3.1. La convenance de la divulgation obligatoire

Les scandales financiers des dernières années ont ravivé avec intérêt le débat quant à la pertinence d'imposer un régime stricte de divulgation obligatoire afin de contrer l'asymétrie informationnelle sur les marchés financiers. En réaction aux mécanismes de gouvernance jugés défaillants à plusieurs niveaux, les autorités régulatrices américaines ont d'ailleurs aménagé un cadre législatif détaillé portant sur les normes minimales à adopter en matière de transparence³⁶¹. L'ajout de ces nouvelles exigences, joint à la volonté constante de gérer les manquements en termes de divulgation de l'information, suscite bien des questionnements quant à l'opportunité d'imposer des exigences similaires au sein de l'industrie canadienne des fonds de couverture. En effet, les particularités de cette industrie exigent que l'on porte une attention particulière sur l'applicabilité du régime de divulgation obligatoire et sur la nature de l'information en faisant l'objet. Il sera question, dans les prochaines sections, de l'efficacité d'un tel encadrement et ce, en considérant que tout régime de divulgation d'information doit, pour accéder à une véritable transparence, assurer l'effectivité de la divulgation et de l'utilisation de cette information³⁶².

3.3.1.1. Un aperçu de l'impact et des limites de la divulgation

L'encadrement de la communication de l'information a comme principale conséquence de soumettre les fonds assujettis à un processus de divulgation plus formel. Ces derniers se doivent de satisfaire aux attentes en termes d'exactitude et de clarté, tout en mettant en place toutes les mesures nécessaires afin de fournir des renseignements complets et véridiques sur des matières prédéterminées par les autorités régulatrices. Un prospectus, par exemple, contient de l'information sur les activités de la société, ses états financiers vérifiés, son plan d'affaire, l'exposition aux divers facteurs de risques ainsi que des renseignements au sujet de la direction de la société et de ses principaux actionnaires³⁶³.

³⁶¹ *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Pub. L. No.107-204, 116 Stat. 745 (2002).

³⁶² T.A. PAREDES, *op.cit.*, note 206, p.2-3.

³⁶³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Déchiffrez le prospectus*, 2006 [en ligne : <http://w>

Puisque les éléments à transmettre sont bien définis, les normes contraignantes encouragent naturellement la standardisation de l'information³⁶⁴. L'homogénéité informationnelle ainsi créée facilite à son tour le processus de comparaison des fonds sur les marchés financiers³⁶⁵ et peut permettre de corriger le niveau de transparence au sein de l'industrie des fonds de couverture. D'autre part, une meilleure circulation de l'information³⁶⁶ pourrait favoriser quant à elle l'efficacité des marchés tout en faisant bénéficier les investisseurs d'une protection accrue :

« This has been on the basis that making more information available to the market will make the market more efficient thereby protecting investors by making securities prices more closely reflect the underlying values of the securities. This justification of mandatory disclosure assumes that the market would not otherwise disclose this information, that the benefits of such disclosure outweigh the costs, that the information will be used by investors to assess the underlying value of the securities and that the effect of this is that the market prices will respond to this information »³⁶⁷

Par ailleurs, la divulgation obligatoire d'un large spectre d'informations ne comporte pas que des bienfaits et peut même engendrer certaines conséquences néfastes sur les marchés financiers³⁶⁸. Fait à noter, la majorité des critiques concernant le régime de divulgation obligatoire portent sur les limites de la transparence en raison de la capacité des destinataires de l'information à la filtrer adéquatement³⁶⁹. Pour ce faire, l'*Alternative Investment Management Association* (ci-après « AIMA ») recommande l'emploi d'un langage clair et compréhensible, toujours dans l'optique de transmettre une information

www.lautorite.gc.ca/userfiles/File/consommateur/investissez/07-Dechiffrez_Prospectus.pdf, p.7.

³⁶⁴ S.M. BRAINBRIDGE, *op.cit.*, note 203, p.8.

³⁶⁵ J.M. MENDOZA, *op.cit.*, note 205, p.10. Sur la réduction des coûts engendrés par l'analyse de l'information, voir Mark BLAIR et Ian RAMSEY, *op.cit.*, note 206, p.69.

³⁶⁶ M. BLAIR et I. RAMSEY, *op.cit.*, note 206, p.81.

³⁶⁷ M. R. GILLEN, *op.cit.*, note 135, p.73.

³⁶⁸ Gregory H. BAUER, « Typologie de l'efficacité des marchés », BANQUE DU CANADA, *Revue du système financier*, 2004 [en ligne : <http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2004/rapport.1204.pdf>], p.39-42.

³⁶⁹ T.A. PAREDES, *op.cit.*, note 206.

complète et véridique³⁷⁰. Sur cette base, AIMA propose des lignes directrices sur la façon de préparer les documents d'offres initiales et sur l'information qui devrait être présentée aux investisseurs³⁷¹.

Toutefois, nous croyons utile de soulever que l'enjeu réside justement dans la difficulté à ce que l'information transmise de façon *claire* représente malgré tout une information *complète*. En effet, les sociétés peuvent être portées à entreprendre un processus de vulgarisation de l'information contenue dans les documents destinés aux investisseurs, dans le but de s'adapter au niveau de connaissance variable de ces derniers. En procédant de la sorte, la divulgation peut sembler *claire et compréhensible*, mais représente-t-elle ultimement une information qui soit *complète et véridique*? Alors que l'intelligibilité de l'information peut être obtenue par la vulgarisation de ses termes, il est justifié de soutenir que cette simplification se réconcilie difficilement avec l'obligation de transmettre une information qui soit complète et ne permet pas nécessairement d'atteindre les objectifs visés par la divulgation³⁷². La simplification de l'information, bien qu'utile afin de rendre une information compréhensible pour son destinataire, soulève

³⁷⁰ ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, op.cit., note 137, p.6 à 11.

³⁷¹ *Id.*, p.6 à 11. AIMA Canada propose de divulguer toute l'information pertinente touchant notamment l'emploi du levier financier, la façon de souscrire des titres du fonds, la procédure de rachat des titres, l'exposition au marché et aux devises, les frais, l'information sur la structure du fonds et sur les droits des investisseurs, l'évaluation des actifs, la distribution des titres, l'impôt, les facteurs de risques, les fournisseurs de services et le groupe de gestion.

³⁷² GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, op.cit., note 82, p.57 : « Il y a, bien sûr, un mouvement en cours (encore plus ailleurs qu'au Canada) pour rendre obligatoire l'utilisation d'un « langage clair » dans les documents d'informations. Il va sans dire que le Groupe de travail encourage les organismes de réglementation à faire progresser l'objectif louable qui vise à faire en sorte que les documents d'information soient rédigés dans une langue facile à comprendre pour les investisseurs. Toutefois, parallèlement à cela, il reconnaît le défi de s'assurer qu'une « information claire » signifie également une « information complète », comme l'exigent les lois sur les valeurs mobilières. Les rédacteurs de documents d'information sont sans aucun doute très conscients de ce défi, et les éléments de preuve anecdotiques laissent entendre, sans qu'on s'en étonne, que la tendance à opter pour l'information « complète » l'emporte sur l'information « claire ». Ce choix pragmatique est en partie fondé sur le fait que de nombreux investisseurs peuvent compter sur les conseils spécialisés de conseillers inscrits pour clarifier l'information qu'ils ont du mal à comprendre. En conséquence, le Groupe de travail hésite à trop insister sur la nécessité d'utiliser un langage clair et préférerait que les organismes de réglementation examinent des façons de communiquer l'information aux investisseurs d'une manière plus efficace. L'utilisation du langage clair en soi ne rendra pas la communication efficace. »

par ailleurs plusieurs interrogations quant à l'imperfection de la divulgation qui en résultent.

De surcroît, obliger une divulgation rigoureuse et complète risque d'entraîner la mise en circulation d'un surplus d'information sur les marchés, lequel risque à son tour de compromettre l'effectivité de la transmission.

« A few hedge funds have agreed to provide full transparency by allowing investors to gather position data from prime broker. But most investors lack the skills and resources to interpret position-level information, so that the complete transparency actually makes the job of analyzing the risk and return more complicated. »³⁷³

Dans une même veine, et tel qu'abordé précédemment, la complexité de l'information circulant dans l'industrie des fonds de couverture risque de jeter ombrage sur les efforts éventuels d'encadrement de la divulgation de l'information : « However, the uniqueness and complexity of many of these products raises issues regarding their future disclosure framework »³⁷⁴. La complexité inhérente à l'industrie des fonds de couverture compromet potentiellement une transmission effective de l'information en ce qu'elle risque d'atténuer la compréhension des investisseurs.

Considérant ce qui précède, il est pertinent de souligner que la transparence complète n'est peut-être pas nécessaire afin d'atteindre une efficience informationnelle. En effet, une communication efficace exige plutôt que soit mis en place un processus de sélection de l'information utile et que la communication soit faite de manière à en favoriser la compréhension³⁷⁵. La divulgation doit être restreinte à ce qui est nécessaire afin de maintenir un certain niveau de confiance dans les marchés financiers. Dans ce contexte, il est essentiel de s'interroger sur l'objet adéquat de la divulgation à imposer aux gestionnaires de fonds et ce, dans le but de s'adapter au phénomène de

³⁷³ F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 95, p.405-406.

³⁷⁴ UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *op.cit.*, note 105, p.69.

³⁷⁵ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.57.

complexification de l'information, tout en gardant à l'esprit les objectifs fondamentaux de la réglementation en valeurs mobilières.

3.3.1.2. La divulgation du risque : un compromis nécessaire

Les investisseurs exigent peu, dans les faits, que les gestionnaires leur transmettent, sur une base régulière, les positions prises et les stratégies projetées. La complexité des outils et des techniques privilégiées par les gestionnaires accentue certainement ce manque d'intérêt à s'enquérir de la situation réelle des titres du fonds sur les marchés financiers. En effet, on peut penser que les investisseurs ne possèdent peut-être pas les ressources nécessaires afin d'évaluer adéquatement les titres sélectionnés, surtout lorsqu'on constate la nature hautement évolutive des positions prises par le fonds, ce qui exigerait un suivi continu. Dans ce contexte, la transparence complète n'aurait pas pour conséquence de simplifier le processus d'analyse du risque :

« The question of determining the level of detail beyond net asset values that constitutes adequate or appropriate portfolio transparency still fuels an ongoing debate. A few hedge funds have agreed to provide full transparency by allowing investors to gather position data from prime broker. But most investors lack the skills and resources to interpret position-level information, so that the complete transparency actually makes the job of analyzing the risk and return more complicated. »³⁷⁶

La divulgation du risque peut représenter une alternative intéressante en ce qu'elle permet à l'investisseur de connaître le niveau de risque découlant d'un placement sans obliger les gestionnaires à dévoiler leurs positions sur les marchés. Ces derniers n'ont qu'à fournir l'information nécessaire et cette divulgation restreinte n'impose pas un surplus de données qui seraient globalement difficiles à comprendre. Il semble que

³⁷⁶ F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 95, p.405-406.

cette solution représente un compromis intéressant et conforme aux particularités de l'industrie des fonds de couverture³⁷⁷.

D'autre part, afin de rendre effective la divulgation des risques, il serait judicieux que les autorités régulatrices procèdent à l'uniformisation des mesures de calcul du risque particulièrement dans le but de ne pas créer la confusion chez les investisseurs³⁷⁸. De surcroît, les autorités régulatrices devraient détenir les pouvoirs nécessaires pour assurer un suivi étroit de la gestion interne des fonds relativement au calcul des mesures de risque; autrement, toute nouvelle mesure ne saurait obtenir l'effet souhaité. Finalement, on devrait favoriser l'adoption de lignes directrices qui permettraient d'une part, de guider les gestionnaires de fonds et, d'autre part, d'assurer un encadrement adéquat de la gestion des risques³⁷⁹.

3.3.2. Mécanismes de gouvernance

Tel qu'exposé précédemment, les nombreuses tâches accomplies par les gestionnaires soulèvent certaines interrogations, particulièrement lorsque ceux-ci sont en mesure d'agir simultanément à titre de gardien de valeurs et de responsable du calcul discrétionnaire de la valeur des actifs du fonds. En raison de ce cumul de fonctions, les gestionnaires sont susceptibles de faire face à des situations où ils doivent choisir entre leur propre intérêt et celui des investisseurs, ce qui risque de miner substantiellement la protection de ces derniers. Dans l'affaire Portus, la Commission en valeurs mobilières de l'Ontario soulignait d'ailleurs l'importance de la

³⁷⁷ *Id.*, p.406 : « The emergence of risk transparency rather than positions transparency seems to offers a good compromise, at least for the time being, and provides investors with a meaningful snapshot of a hedge fund's risks. It addresses investor concerns while avoiding position detail that may be difficult to obtain and overwhelming to receive. »

³⁷⁸ *Id.*, p.476 et 430 : « Over the last few decades, a number of sophisticated measures have been developed to monitor the risk-adjusted performance of hedge-funds. These measures have much in common as regards their underlying framework and financial intuition, but they rely on different calculation techniques and parameters. Hence, when applied to a series of hedge funds, they often produce different ranking. »

³⁷⁹ A. GUIZOT, *op.cit.*, note 38, p.105.

mise en place de directives internes formelles afin de superviser adéquatement les activités du gestionnaire du fonds³⁸⁰.

Avant de nous interroger sur la façon d'aborder ces situations de conflits d'intérêts, il est intéressant de se pencher brièvement sur l'impact potentiel de la réforme du régime d'inscription et de l'obligation pour les gestionnaires de fonds de s'inscrire à titre de société de gestion. Par la suite, il sera question du comité d'examen indépendant récemment rendu obligatoire par la réglementation des fonds d'investissement traditionnels et de l'opportunité d'introduire une semblable entité dans l'industrie des fonds de couverture.

3.3.2.1. L'impact de la réforme du régime d'inscription

Le régime de l'inscription, qui n'a d'ailleurs pas été remanié depuis près de quarante ans, est actuellement en plein processus de réforme et d'uniformisation. D'ici l'entrée en vigueur du *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription* (ci-après « Règlement 31-103 »), les sociétés de gestion de fonds de couverture ne sont pas tenues de s'inscrire, sauf dans la mesure où elles gèrent aussi des actifs en portefeuille à titre de conseillers. Il en sera toutefois autrement lors de l'adoption du nouveau cadre réglementaire alors que l'exercice de l'activité de gestion de fonds d'investissement sera soumis à une telle obligation³⁸¹.

Aux termes du Règlement 31-103, une société de gestion est une entité autorisée à diriger l'entreprise, les activités et les affaires d'un fonds d'investissement³⁸². Il ne s'agit pas ici de gestion de portefeuille, mais bien de l'exécution de tâches de nature administrative, déléguées par le biais d'une convention de gestion et qui touchent « la

³⁸⁰ In the Matter of the *Securities Act* R.S.O. 1990, c. S.5, *précité*, note 27, par.39.

³⁸¹ Sur la réforme en général, voir Kimberly J. POSTER, Mark PRATT et T. Edward (Ted) SCOTT, *Registration Reform in Canada: Impact on Private Equity Fund Managers*, 16 mai 2008 [en ligne: http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=60722&email_access=on].

³⁸² Michael SHARP, David VALENTINE et Ross MCKEE, *Securities Commissions Propose New Registration Requirement for Investment Fund Managers*, 1^{er} mai 2008 [en ligne: http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=60060?email_access=on]; Art.2.6. *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription*,; *Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription*.

collecte d'information, la publication de l'information sur le rendement et l'administration des actifs des clients »³⁸³. Il s'agit également du calcul de la valeur liquidative, de la tenue des livres et registres et des relations avec les gardiens de valeurs, les courtiers et les conseillers ainsi que les fiduciaires et agents de transfert³⁸⁴. Selon les activités exercées, les sociétés de gestion pourraient même devoir être inscrites à titre de courtiers³⁸⁵.

Globalement, l'obligation d'inscription a pour objectif de protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, injustes ou frauduleuses tout en améliorant l'intégrité et l'efficience du marché des capitaux. Dans ce contexte, les trois pierres angulaires de l'obligation d'inscription consistent respectivement en la compétence, la solvabilité et l'intégrité. En premier lieu, les candidats à l'inscription doivent posséder la formation et l'expérience requises à l'exercice de leurs fonctions et « veiller à acquérir et à maintenir un niveau minimal de connaissances et de formation en déontologie qui corresponde aux nouveaux produits et services qu'[ils] peu[ven]t offrir ». Ensuite, l'examen de la situation financière des candidats doit permettre de confirmer qu'ils disposent des ressources nécessaires, tant en termes d'assurance qu'en capital, et ce, dans le but d'offrir une prestation de services qui soit adéquate pour les investisseurs³⁸⁶.

En dernier lieu, l'intégrité sera assurée par le biais de règles de conduite touchant à certaines activités de la société de gestion. D'une part, la garde des actifs sera encadrée de manière à s'assurer que les sociétés inscrites détiennent les titres ou autres bien d'un client séparément par le biais d'une fiducie. Elle sera également

³⁸³ *Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription.*

³⁸⁴ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78.

³⁸⁵ Art.2.8.1. *Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription* : « En règle générale, les sociétés de gestion doivent s'inscrire comme courtiers si elles exercent des activités de marketing et de gros comme les suivantes :

- la publicité sur le fonds d'investissement;
- la promotion du fond d'investissement auprès des courtiers inscrits;
- le placement de titres du fonds d'investissement auprès de courtiers inscrits qui le revendent aux investisseurs. »

³⁸⁶ AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316, *op.cit.*, note 78; Art.4.14 et ss. *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription.*

soumise à des normes de tenue des dossiers³⁸⁷, ainsi qu'à certaines obligations en matière de divulgation de l'information de nature financière³⁸⁸.

Dans un même ordre d'idées, la société de gestion inscrite devra formellement mettre en place un processus interne de gouvernance afin de gérer adéquatement les situations de conflits d'intérêts³⁸⁹. Elle sera donc dans l'obligation de relever tous les conflits réels ou potentiels à l'intérieur de la société inscrite, avec d'autres entités, avec un client ou entre clients³⁹⁰. La société inscrite devra nommer une « personne désignée responsable », qui assumera notamment le rôle de promouvoir une culture de conformité ainsi qu'un chef de la conformité, qui devra s'assurer d'« établir et de tenir à jour les politiques et procédures du système de conformité de la société, et de diriger les activités de surveillance de la conformité et les rapports de conformité conformément à ces politiques et procédures »³⁹¹. Finalement, sur la base de ce qui précède, on peut penser que la gestion des conflits d'intérêts au sein de fonds risque d'être améliorée à certains égards.

3.3.2.2. Un comité d'examen indépendant?

Le *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*³⁹² (ci-après « Règlement 81-107 ») a été adopté dans le but d'améliorer la surveillance ainsi que la gouvernance des fonds d'investissement dont les titres sont offerts au public³⁹³. Par ailleurs, l'A.M.F. considère que ce nouveau cadre réglementaire « réalise un juste équilibre entre la protection des investisseurs et la

³⁸⁷ Partie 5 *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription*.

³⁸⁸ Art.4.24 *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription*.

³⁸⁹ Partie 6 *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription*.

³⁹⁰ Partie 6 du *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription*.

³⁹¹ Art.2.9.2. *Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription*.

³⁹² *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*, [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeur-mobilières/autres-reglemens-textes-vigueur/opc/81-107fr.pdf>] (ci-après « *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant* »).

³⁹³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Avis de publication, Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*, commentaires et modifications corrélatives, 28 juillet 2006 [en ligne : http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeu-rs-mobilières/autres-reglemens-texte-vigueur/81-107avis_publ_fr.pdf].

promotion de marchés des capitaux équitables et efficients »³⁹⁴. L'A.M.F. soumet également ce qui suit :

« Nous estimons que le règlement renforcera la protection des investisseurs en garantissant que les intérêts du fonds d'investissement (et, finalement, ceux des investisseurs) ont prépondérance dans les cas où la société de gestion se trouve en conflit d'intérêts. Le règlement accroîtra également la transparence en ce qui concerne les devoirs fiduciaires et le processus de prise de décisions de la société de gestion en exigeant un examen immédiat des mesures envisagées pour résoudre les conflits d'intérêts. »³⁹⁵

Par ailleurs, il s'avère pertinent de faire le parallèle avec l'obligation d'inscription des sociétés de gestion, laquelle vise également à gérer les conflits d'intérêts au sein de la société inscrite, mais sans imposer de mécanismes de gouvernance au sein du fonds lui-même. La répartition des tâches entre les deux entités, selon les termes négociés dans la convention de gestion, pourrait fait en sorte que le gestionnaire du fonds occupe encore de multiples fonctions. D'un côté, dans le cas où la garde des actifs ainsi que le calcul de la valeur des actifs du fonds serait assurée par la société de gestion, l'inscription de celle-ci pourrait permettre de protéger les intérêts des investisseurs ainsi que l'intégrité des marchés. À l'opposé, rien n'empêcherait les gestionnaires d'accomplir ces tâches d'eux-mêmes, ce qui ferait ressurgir la même problématique quant au cumul des fonctions. Dans ce contexte, il pourrait être nécessaire d'envisager la possibilité d'introduire une obligation pour les fonds de couverture de se doter d'un comité d'examen indépendant chargé de la gestion de situations de conflits d'intérêts.

Finalement, il importe de souligner que selon les termes du Règlement 81-107, les membres du comité d'examen indépendant sont nommés directement par la société de gestion³⁹⁶. Cette procédure de nomination révèle une importance lacune qui « élimine une source d'imputabilité pour les membres du [comité d'examen

³⁹⁴ *Id.*, p.2.

³⁹⁵ *Id.*, p.2.

³⁹⁶ Art.3.2. *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant.*

indépendant] vis-à-vis des investisseurs, tout en les rendant redevables envers la société de gestion ». L'IOSCO propose notamment, pour contrer cette procédure teintée de conflits d'intérêts potentiels, que les membres du comité soient plutôt désignés directement par les détenteurs de parts de manière à éviter ce lien fondamental avec la société de gestion, laquelle fait ultimement l'objet de la surveillance³⁹⁷. Considérant ce qui précède, il pourrait être justifié de revoir cette procédure de nomination avant d'imposer l'obligation d'instaurer un comité d'examen indépendant au sein d'un fonds de couverture.

3.3.3. Le rôle des intermédiaires professionnels

Le bon fonctionnement des marchés financiers est assuré par une surveillance étroite exercée par de nombreuses entités agissant soit à titre d'autorités de réglementation, soit comme organismes d'autoréglementation. Pour parfaire cette surveillance, on doit parfois avoir recours à des intermédiaires professionnels, lesquels occupent une place prédominante dans les marchés de capitaux³⁹⁸. D'ailleurs, dans le sillage des scandales financiers qui ont secoué les marchés au cours des dernières années, certains se sont questionnés sur le rôle qu'auraient dû jouer ces différents intermédiaires dans la prévention de semblables événements³⁹⁹.

Cette prochaine section traite de l'influence des professionnels intervenant actuellement dans l'industrie des fonds de couverture. Nous aborderons l'importance du soutien des analystes financiers, des vérificateurs, des agences de notation puis celui des indices de fonds de couverture. Globalement, il s'agira de faire le point sur la divulgation sélective en faveur de certaines intermédiaires professionnels afin de

³⁹⁷ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part II, Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the "Independent Oversight Entities", Rapport final, février 2007.

³⁹⁸ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.127.

³⁹⁹ C. Even STEWART, *The Pit, the Pendulum, and The Legal Profession : Where do we Stand After Five Years of Sarbane-Oxley*, Zuckerman Spaeder LLP, 7 août 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=63936%email_access=on].

remplacer, ou, du moins, soutenir la divulgation obligatoire en faveur du public en général.

3.3.3.1. Les analystes

Les fonctions exercées par les analystes financiers se divisent en trois grandes catégories. D'abord, comme nous l'avons d'ailleurs mentionné précédemment, la majorité d'entre eux sont formellement attirés à la recherche privé, du côté de l'achat, pour et au nom d'investisseurs institutionnels ou de fonds communs de placement, incluant les fonds de couverture⁴⁰⁰. D'autre part, les autres analystes exécutent leurs tâches du côté de la vente, soit pour des courtiers en valeurs mobilières qui fournissent aussi des services bancaires d'investissement ou pour des courtiers indépendants qui ne fournissent pas de tels services⁴⁰¹. Du côté de la vente, les analystes publient des rapports de recherche spécialisés ayant généralement pour objet une quantité limitée de titres et touchant une industrie en particulier. Traditionnellement destinés à la clientèle du courtier, ces rapports sont dorénavant accessibles à un public élargi dans la mesure où des entreprises de revente semblent avoir pris en charge la distribution des analyses financières ainsi effectuées⁴⁰².

Il importe de noter que certains analystes se consacrent entièrement à l'analyse des fonds de couverture dans le but de procéder aux recommandations appropriées. À cet égard, l'ancienne ACCOVAM note que « [l]e fait d'avoir un analyste qui se spécialise en produits de fonds de couverture permet d'offrir aux représentants inscrits des

⁴⁰⁰ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.133 : « L'analyste du côté de l'achat effectuera pour sa part de la recherche exclusive pour son employeur (en général un fonds commun de placement ou un fonds de couverture, mais peut-être une compagnie d'assurance ou une caisse de retraite), et cette recherche sera privée et ne sera distribuée qu'au client. En général, les analystes du côté de l'achat suivront les titres d'un plus grand nombre de sociétés, en partie parce qu'ils peuvent utiliser les recherches effectuées du côté de la vente, et que leurs recherches seront davantage axées sur des décisions d'investissement immédiates (comparativement aux tendances de l'industrie ou aux tendances macroéconomiques). »

⁴⁰¹ *Id.*, p.132.

⁴⁰² *Id.*, p.133.

renseignements et du soutien relativement à ces produits »⁴⁰³. Toutefois, afin de promouvoir la protection des investisseurs, les courtiers devraient « mettre en place des contrôles internes suffisants conçus pour garantir que les fonds de couverture offerts en vente à leurs clients ont fait l'objet d'une procédure adéquate de contrôle diligent »⁴⁰⁴.

Dans le contexte actuel, on remarque que les analystes sont susceptibles de se positionner en situations de conflits d'intérêts, lesquelles remettent forcément en question la valeur des analyses financières soumises⁴⁰⁵. Dans la mesure où les réformes législatives parvenaient à enrayer ou, du moins, diminuer les potentiels conflits d'intérêts affectant les analystes financiers, ces derniers seraient en mesure de jouer un rôle fondamental de stabilisateurs de l'asymétrie informationnelle. D'abord, la force probante de leurs examens tient du fait qu'ils possèdent les ressources nécessaires afin d'intercepter l'information à la source, directement de la part de « la direction ou des joueurs de l'industrie (y compris des clients et des fournisseurs) »⁴⁰⁶. Ainsi, les analystes financiers sont en mesure de transmettre une analyse impartiale et indépendante aux investisseurs, lesquels ne seraient pas autrement capables de recueillir une telle information sans que cela n'engendre d'importants coûts.

Dans ce cadre, l'analyste financier doit être perçu comme une entité de surveillance essentielle qui permet au marché de recevoir une information préalablement filtrée par un professionnel apte à évaluer une information complexe⁴⁰⁷. D'autre part, notons

⁴⁰³ ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, op.cit., note 3, p.44.

⁴⁰⁴ *Id.*, p.44. Notons toutefois que la recommandation de produits exclusifs soulève la question des conflits d'intérêts : « Certains membres ont offert des produits de fonds de couverture exclusifs. Les conflits d'intérêts potentiels dans de telles situations sont les mêmes que pour d'autres produits exclusifs. La société qui en fait la promotion devrait s'assurer qu'elle établit des normes élevées de communication de l'information et qu'elle a des contrôles internes appropriées pour garantir une évaluation et une communication de l'information adéquates. »

⁴⁰⁵ Pour un exposé complet des situations de conflits d'intérêts, voir GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, op.cit., note 82, p.135 et ss.

⁴⁰⁶ *Id.*, p.133.

⁴⁰⁷ *Id.*, p.142. Voir aussi P.-J. ENGELEN, op.cit., note 308, p.52 : « [...] [A] more selective disclosure through financial analysts may be a more efficient way of disseminating valuable information.

qu'en raison des récentes réformes législatives au niveau du contrôle plus efficace des conflits d'intérêts, les activités de recherche auraient baissé de façon significative tant au Canada qu'aux États-Unis⁴⁰⁸. Dans ce contexte, le « seul échappatoire au compromis entre un suivi adéquat et une indépendance significative consisterait à créer un fonds pour la recherche qui isolerait l'analyste du contrôle des personnes en situation de conflit »⁴⁰⁹.

De plus, dans l'optique d'offrir une vue d'ensemble de l'industrie aux investisseurs, il serait envisageable d'introduire une banque de données centralisée qui comprendrait tous les rapports de recherche ainsi que les recommandations faites par les analystes au sujet de chaque fonds de couverture. Pour plus de clarté, « cette recherche pourrait être condensée dans un simple diagramme circulaire qui montrerait, par exemple, pour un titre hypothétique, que cinq analystes le recommandent, trois recommandent de le conserver et un a émis une recommandation de vente »⁴¹⁰. Dans ce cadre, l'indépendance des analystes devraient être assurée, tout comme la fiabilité de l'information transmise dans les fonds devrait également l'être.

3.3.3.2. Les vérificateurs

Financial analysts can therefore play an important part in the dissemination of financial information by listed companies. »

⁴⁰⁸ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.131 : « Pire encore, le coût des récentes réformes a été considérable. Aux États-Unis et au Canada, il semble que les maisons de courtage intégrées aient coupé des postes d'analystes en valeurs mobilières. Étant donné que les divisions de services bancaires d'investissement ne pouvaient plus utiliser les analystes comme outils de marketing, elles ont réduit les fonds que l'entreprise affectait à la recherche. ». Voir aussi p.133 : « Récemment, on a noté une baisse marquée du nombre de sociétés ouvertes suivies par des analystes en valeurs mobilières, ce recul semblant être directement attribuable à la baisse de rentabilité des activités de recherche pour les maisons de courtage. »

⁴⁰⁹ *Id.*, p.131. « Ainsi, pour limiter les conflits, il faut trouver un moyen de subventionner la recherche en valeurs mobilières pour compléter la part du marché privé. La nécessité d'un tel financement découle en grande partie du fait que la recherche en valeurs mobilières est considérée comme un « bien collectif », ce qui signifie que l'auteur de la recherche ne peut en réaliser la valeur parce que celui-ci est incapable d'exclure les « utilisateurs sans contrepartie » - soit ceux qui utilisent la recherche sans rien verser à son auteur. En conséquence, la politique publique doit reconnaître trois objectifs de base en ce qui a trait aux analystes en valeurs mobilières : 1) empêcher les conflits d'intérêts; 2) limiter les pressions sur l'analyste ou les représailles à son endroit; et 3) fournir le financement nécessaire pour assurer que les sociétés des niveaux inférieurs du marché des valeurs mobilières continuent de bénéficier d'un minimum de suivi par un analyste. »

⁴¹⁰ *Id.*, p.139.

La mission des vérificateurs est de s'assurer que l'information véhiculée par le biais des états financiers soit de nature intégrale et exacte⁴¹¹. Dans ce cadre, « ils doivent notamment prémunir les investisseurs contre les risques de manipulations comptables pouvant survenir dans les entreprises »⁴¹². Vu la structure actuelle des fonds de couverture, l'intervention des vérificateurs demeure très limitée. En effet, tel que nous l'avons souligné précédemment, les fonds ne sont pas soumis à l'obligation de transmettre leurs états financiers annuels pour des fins de certification par un vérificateur, et ce, contrairement aux fonds d'investissement traditionnels. Toutefois, les vérificateurs assument un rôle essentiel pouvant atténuer l'impact néfaste découlant des situations de conflits d'intérêts, lesquelles peuvent limiter grandement le fonctionnement adéquat d'un fonds.

3.3.3.3. Les agences de notation

La survenance des scandales financiers au début des années 2000 a permis de constater l'importance des agences de notation tout en conduisant vers une sérieuse réflexion sur le rôle assumé par celles-ci⁴¹³. Plus récemment, la crise des crédits hypothécaires à haut risque (*subprime*) a relancé avec intérêt le débat sur le rôle de ces agences. En effet, plusieurs commentateurs se sont penchés sur la responsabilité des agences de crédit dans le cadre de cette crise financière majeure qui créé

⁴¹¹ *Id.*, p.128.

⁴¹² S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 133, p.88, citant Raymonde CRÊTE et Jean BÉDARD et Stéphane Rousseau, « Les vérificateurs et la fiabilité de l'information financière : les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C. de D.* 219. Voir aussi Stéphane ROUSSEAU et Bastien GAUTHIER, « Les nouvelles normes relatives à l'indépendance des vérificateurs : l'implantation d'un cadre conceptuel fondé sur l'autoréglementation », (2006) 85 *R. du B. can.* 29.

⁴¹³ Carol Ann FROST, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A review of Research Evidence on Selected Criticism of the Agencies*, 15 mars 2006 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=904077>], p.2 et p.27-28 : « Enron's collapse has been widely regarded as a «big miss» by Moody's and S&P. A leading criticism is that the two rating agencies should have asked more detailed and probing questions of Enron management that they actually did, using the special access to information provided under the Regulation FD exemption. [...] In fact, Enron's structure was so complex and highly leveraged that possibly only a few highly placed executives had any idea of its exceptionally high risk. »

d'importants remous sur les marchés financiers depuis 2007⁴¹⁴. Notamment, le Fonds Monétaire International a publié un rapport relatant l'importance de la notation accordée par les agences dans le cadre du processus d'investissement et de sélection des titres par les investisseurs⁴¹⁵. De plus, dans une décision récente, la Cour d'appel est venue confirmer que malgré les limites inhérentes à la notation attribuée par les agences, celle-ci demeure tout de même un élément essentiel de la prise de décisions par les investisseurs :

« Bell Canada's debentures were rated by credit rating agencies as investment grade. While this does not constitute a guarantee for future maintenance of investment grade rating, it was an important consideration for investors and enhanced Bell Canada's ability to sell long term debt on the market. »⁴¹⁶

Dans le contexte de l'industrie des fonds de couverture, il est pertinent de se questionner sur l'importance à accorder aux agences de notation. Comme nous l'avons constaté, les gestionnaires misent sur des stratégies hautement complexes qui exigent une connaissance approfondie de l'univers financier. Or, les agences sont actuellement peu présentes dans l'industrie en raison des difficultés liées à l'obtention d'une information complète sur les fonds de couverture. Pour parvenir à combler cette lacune évidente, il est possible d'envisager la création d'une agence privée de notation spécifiquement conçue pour l'industrie des fonds de couverture⁴¹⁷. La création d'une telle entité pourrait permettre à des professionnels avisés de filtrer l'information circulant dans l'industrie afin d'en ressortir des données plus probantes sur la valeur à accorder à certains fonds. Les agences pourraient ainsi agir « comme agents de certification en

⁴¹⁴ Voir à ce sujet : Nancy HARVEY et Mervin MERKOWSKY, « Le rôle des notations de crédit dans la gestion du risque de crédit inhérent aux opérations de trésorerie de l'état », BANQUE DU CANADA, *Revue du système financier*, 2008 [en ligne : http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2008/rsf_0608.pdf], p.65-70. Mark ZELMER, « La réforme du processus de notation financière », BANQUE DU CANADA, *Revue du système financier*, 2007 [en ligne : http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2007/rsf_1207.pdf], 53-60. Voir aussi AGENCE FRANCE PRESSE, « Les agences de notation accusées de tous les maux de la crise financière », *Le Devoir*, 1^{er} octobre 2007 [en ligne : <http://www.ledevoir.com/2007/10/01/158941.html>] : « Accusés d'avoir aggravé les conséquences de la crise du marché américain des crédits immobiliers à risque, dit subprimes, faute de l'avoir anticipée, les agences de notation voient leur influence remise en cause par les milieux financiers et politiques. »

⁴¹⁵ FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *op.cit.*, note 3, p.55.

⁴¹⁶ BCE inc. (*Arrangement de*), 500-09-018525-089, C.A., EYB 2008-133490 (21 mai 2008), par.11.

⁴¹⁷ J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.32.

offrant leur réputation en garantie de la qualité des émetteurs »⁴¹⁸. Cela s'effectuerait sans doute à moindre coût tout en favorisant la dissémination effective de l'information sur le marché⁴¹⁹.

D'emblée, on peut présumer qu'une agence privée de notation permettrait la réduction significative de l'asymétrie informationnelle⁴²⁰. Bien que cette asymétrie puisse ne pas être entièrement résolue⁴²¹, on peut tout de même considérer que l'information circulerait de manière plus fluide auprès des investisseurs. Ce faisant, les agences de notation contribueraient à certains égards à l'accroissement de la confiance des investisseurs envers les marchés financiers, rejoignant du coup un des principes sous-jacents de la réglementation en valeurs mobilières⁴²². Ainsi, l'efficience informationnelle des marchés serait favorisée par l'amélioration de la circulation de l'information.

Afin d'encourager une collaboration véritable des gestionnaires de fonds de couverture, la confidentialité de l'information transmise devrait être assurée⁴²³. En effet, on ne doit pas oublier que l'industrie demeure hautement protectrice de son savoir et que les gestionnaires ne se dessaisiront pas facilement de l'information qu'ils possèdent. Actuellement, « the industry standard of strict confidentiality » appliqué par les fonds de couverture limite grandement l'effectivité des agences de notation⁴²⁴. Il est nécessaire d'en tenir compte puisque les gestionnaires ne risquent pas de consentir à une telle divulgation et chercheront certainement à s'assurer que l'information sensible mise entre les mains des agences ne servira qu'à des fins du classement.

⁴¹⁸ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.128.

⁴¹⁹ S. ROUSSEAU, *op.cit.*, note 309, p.9. Voir aussi p.24: « In fact, the evidence is serious enough for academics to conclude that « a consensus appears to have been reached that rating convey important information to the market » ». Sur l'économie d'échelle, voir J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.33.

⁴²⁰ J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.33.

⁴²¹ S.L. SCHWARCZ, *op.cit.*, note 282, p.28.

⁴²² C.A. FROST, *loc.cit.*, note 413, p.8.

⁴²³ J.W. VERRET, *op.cit.*, note 3, p.33-34.

⁴²⁴ *Id.*, p.33.

Finalement, il ressort de la récente crise financière américaine qu'il revient également aux investisseurs de ne pas s'en remettre uniquement aux agences de notation dans leur processus d'investissement⁴²⁵.

« First, investors were in many cases too complacent about the risks that they were taking on and did not exercise appropriate due diligence, relying too heavily on rating agencies for assessing risks to which they were exposed »⁴²⁶.

L'IOSCO recommande que les agences mettent tout en œuvre afin de faciliter le processus de vérification diligente entrepris par les investisseurs en leur transmettant l'information nécessaire à cet effet. Pour ce faire, il est indispensable que le rôle, ainsi que les limites de la notation accordée à certaines catégories de produits financiers, soient entièrement compris par les investisseurs⁴²⁷. Suite à la 33^e conférence annuelle de l'IOSCO, les ACVM ont clairement fait entendre leur intention de « tenir compte de ces rapports dans les recommandations qu'elles pourraient formuler au sujet des modifications qu'il y aurait lieu d'apporter à la réglementation canadienne du commerce des valeurs mobilières en réaction à la crise du crédit »⁴²⁸. Évidemment, une telle initiative devra s'inscrire dans un processus préalable d'analyse des défaillances du marché afin de s'assurer que celles-ci ne peuvent être corrigées autrement que par l'intervention des autorités par le biais de la réglementation⁴²⁹.

3.3.3.4. Les indices de fonds de couverture

⁴²⁵ N. HARVEY et M. MERKOWSKY, *op.cit.*, note 414, p.65-70, p.66.

⁴²⁶ FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *op.cit.*, note 3, p.80.

⁴²⁷ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies*, Technical Committee, mai 2008, p.11; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Report on the Subprime Crisis*, *op.cit.*, note 120, p.31.

⁴²⁸ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, « Les autorités en valeurs mobilières du Canada participent activement à des groupes de travail de l'OICV », Communiqué de presse, 29 mai 2008 [en ligne : http://www.csa-acvm.ca/français/html_ACVM/nouvelles/08_15_IOSCO.htm].

⁴²⁹ M. ZELMER, *op.cit.*, note 414, p.53. Voir AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des BTAA*, Document de consultation 11-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, octobre 2008.

En visant l'obtention de rendements absolus, indépendamment des conditions du marché, les gestionnaires de fonds de couverture adoptent généralement des méthodes de gestion active permettant de contrôler l'exposition au risque. Bien que l'univers des indices soit plutôt associé à la mise en œuvre d'une gestion passive appuyée sur les fluctuations globales du marché, leur croissance est désormais inévitable et met en évidence la volonté des investisseurs de mieux comprendre les performances des fonds de couverture⁴³⁰. Dans l'univers relativement opaque des fonds de couverture, dans lequel circule une information complexe qui en limite parfois l'intelligibilité, les indices de fonds de couverture peuvent, théoriquement, représenter des outils utiles pour les investisseurs⁴³¹.

Considérant la prolifération de nouveaux indices de fonds de couverture, il est surprenant de constater qu'il n'existe pas, à l'heure actuelle, de standards au sein des fournisseurs d'indices en matière de mesure de performance⁴³² :

« La cacophonie dans les approches de mises en place lors de la construction d'indices de *hedge funds* donne lieu à une extrême hétérogénéité de leurs performances, alors même qu'ils sont supposés mesurer la même information. [...] Ce manque de cohérence est troublant pour les investisseurs et jette un sérieux doute sur la possibilité d'utiliser ces indices comme indicateurs de référence pour comparer des performances pour analyser une allocation d'actifs. Ainsi que l'a résumé un analyste, « dites-moi quels résultats vous souhaitez obtenir, et je vous dirai quel indice utiliser... ». »⁴³³

Les imperfections avérées tant au niveau de la représentativité que de la pureté de l'information dans les indices de fonds de couverture fait nécessairement ressurgir les

⁴³⁰ Walter GÉHIN et Mathieu VAISSIÉ, *Hedge Fund Indices : Investable, Non-Investable and Strategy Benchmarks*, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, Octobre 2004 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=659981>], p.5 : « In the traditional universe, the current attitude of managers in the context of a bear market is to say that even if their performance is negative, it is better than that of the index, but this kind of attitude is contrary to the initial aim of generating alpha. Hedge funds are expected to produce absolute returns i.e. returns that are uncorrelated with traditional stock and bond indices. Their performance should thus be positive, in both down and up markets. »

⁴³¹ W. GÉHIN et M. VAISSIÉ, *op.cit.*, note 430, p.5.

⁴³² F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 101, p.7.

⁴³³ *Id.*, p.15.

difficultés inhérentes à l'évaluation du risque découlant d'un placement. En raison du manque d'uniformité de l'information⁴³⁴, joint à l'impossibilité d'accéder à une base de données exhaustive, les investisseurs ne sont pas en mesure de bénéficier d'une information jugée utile dans leur processus d'investissement. Le niveau de transparence au sein de l'industrie explique les difficultés substantielles auxquelles font face les fournisseurs dans le cadre de la collecte d'une information complète⁴³⁵. Vu les nombreuses réticences des gestionnaires de fonds de couverture⁴³⁶, les indices de fonds de couverture ne dépeignent présentement qu'une « vision partielle et donc une représentation *biaisée* de l'univers complet des *hedge funds* »⁴³⁷.

Pour parvenir à une certaine fiabilité de l'information, il pourrait être approprié de procéder à la construction d'un indice unique qui serait exhaustif en ce qu'il inclurait l'ensemble des fonds de couverture. Par le respect de standards bien définis⁴³⁸, l'échantillonnage déterminé par les fournisseurs d'indices devrait demeurer représentatif de l'intégralité des fonds en incluant même ceux qui ne sont plus en activités⁴³⁹. En plus de cette représentativité essentielle, les indices devraient également satisfaire à plusieurs critères en matière de transparence et de pondération⁴⁴⁰. Toutefois, l'expérience passée démontre bien les difficultés de

⁴³⁴ François-Serge LHABITANT, *op.cit.*, note 95, p.503.

⁴³⁵ Lars A. JAEGER, *Factor Modelling and Benchmarking of Hedge Funds : Can Passive Investments in Hedge Funds Strategies Deliver?*, novembre 2006 [en ligne : <http://ssrn.com/abstract=811185>], p.5.

⁴³⁶ W. GÉHIN et M. VAISSIÉ, *op.cit.*, note 430, p.4-6: « Concerning representativity, some managers do not agree to their fund's characteristics being included in the databases, because they are not seeking new investors or because of poor performance. A whole segment of the universe is thus unobservable, posing some problems when it comes to assessing the representativity dimension. »

⁴³⁷ F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 101, p.7.

⁴³⁸ L.A. JAEGER, *op.cit.*, note 435, p.5: « Although these indices constitute an important tool for comparison and possibly benchmarking within and outside the hedge funds industry, measuring manager performance, classifying investment styles, and generally creating a higher degree of transparency in this still rather opaque hedge industry, the results of these efforts vary significantly between providers and depend more in «committee decisions» regarding index construction criteria – such as asset weighting fund selection and chosen statistical adjustments – than objectively determined rules. Although this is somewhat of a problem in traditional asset class indices, it is severely exacerbated in the hedge funds space by the diverse, dynamic and opaque nature of the hedge funds universe. »

⁴³⁹ De cette façon, on évite le biais du survivant qui vise « la tendance qu'ont les fournisseurs de base de données à retirer de leur univers les fonds qui ont cessé de leur fournir des informations ». Voir F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 101, p.9. Sur ce biais, voir W. GÉHIN et M. VAISSIÉ, *op.cit.*, note 430, p.7.

⁴⁴⁰ Pour plus d'informations relatives aux critères de base à respecter, voir F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 95, p.489.

procéder à la création d'une base de données qui soit universellement acceptée⁴⁴¹. La complexité caractéristique de l'industrie des fonds de couverture exige encore une fois le déploiement d'efforts supplémentaires et son hétérogénéité rend difficile la création d'un outil de base universel⁴⁴². En termes de faisabilité, il peut donc s'avérer préférable de se tourner vers les autres options permettant de contrecarrer les biais affectant actuellement les indices de fonds de couverture. Une alternative serait d'utiliser les indices déjà en circulation afin de regrouper ceux-ci sous la forme d'un portefeuille d'indices qui assurerait une meilleure représentativité⁴⁴³. Par ce processus d'assemblage de données, on parviendrait à enrayer certains biais persistant au sein de certains indices tout en diminuant les risques spécifiques⁴⁴⁴.

Pour conclure, nous pourrions souligner l'introduction sur les marchés financiers des *indices investissables de fonds de couverture* (IIFC), présenté à titre d'alternative au placement direct dans les fonds de couverture ou dans les fonds de fonds de couverture. Par l'application de méthodes de réplication, ces indices visent à reproduire les rendements et les stratégies des fonds de couverture. À titre d'exemple, Morgan Stanley offre à sa clientèle institutionnelle ses *MSCI Hedge Fun Indices* qui sont notamment destinés à offrir une meilleure transparence que celle découlant d'un investissement dans un fonds de couverture⁴⁴⁵.

⁴⁴¹ François-Serge LHABITANT, *op.cit.*, note 101, p.15.

⁴⁴² L.A. JAEGER, *op.cit.*, note 435, p.6.

⁴⁴³ W. GÉHIN et M. VAISSIÉ, *op.cit.*, note 430, p.14.

⁴⁴⁴ F.-S. LHABITANT, *op.cit.*, note 101, p.16 : « À noter que cette dernière approche est celle utilisée par l'EDHEC afin de produire des indices de *hedge funds* « purs », lesquels sont en fait des moyennes pondérées des indices existants. Au lieu d'utiliser des pondérations simples ou arbitraires (comme par exemple une moyenne équipondérée), l'EDHEC dérive les poids de ses indices en utilisant une technique statistique dite analyse en composantes principales (*principal component analysis*). Cette technique vise à capturer la plus grande portion possible de l'information commune à l'ensemble des indices tout en éliminant les biais qui sont spécifiques à chacun d'entre eux. Le résultat est une moyenne pondérée des indices de *hedge funds* existants qui donne statistiquement le meilleur résumé de l'ensemble des indices de *hedge funds* tout en filtrant le bruit. ».

⁴⁴⁵ Pour plus de détails, voir : <http://www.msicibarra.com/products/indices/hf/press.jsp>.

CONCLUSION

Depuis la survenance des récents scandales financiers, un mouvement de remise en question s'est abattu sur les marchés, notamment quant à l'opportunité de renforcer l'encadrement actuel en droit des valeurs mobilières. La confiance fragilisée des investisseurs s'est d'ailleurs rapidement faite sentir au sein de l'industrie des fonds de couverture, forçant ainsi les autorités régulatrices à revoir leurs processus de surveillance de cette industrie en forte croissance. L'attention des commissions en valeurs mobilières s'est naturellement dirigée vers la question du niveau de transparence des fonds, lequel laissait présager l'existence de pratiques conflictuelles qui risquent de générer des situations où l'intérêt des investisseurs ne serait pas mis à l'avant-plan.

La nature spécifique des fonds de couverture justifient les autorités régulatrices à procéder à une analyse sérieuse de l'opportunité d'adopter des normes de conduites contraignantes qui rendraient possible l'imputabilité des gestionnaires en cas de pratiques non-conformes. Bien qu'il existe déjà, sous la forme de codes de conduite volontaires, des lignes directrices pouvant servir de guides en la matière, nous croyons que l'autoréglementation supervisée pourrait ajouter l'élément de contraignabilité nécessaire à une mise en oeuvre effective de ces balises.

Vu la place prédominante des fonds de couverture sur les marchés, l'encadrement de leurs activités devrait uniquement se faire suite à une réflexion approfondie des tenants et aboutissants d'une telle approche et les autorités réglementaires devraient aborder la question avec la plus grande prudence. En effet, il ne serait pas souhaitable que l'adoption de mesures trop strictes vienne restreindre considérablement la liberté opérationnelle des fonds de couverture, lesquels engendrent par ailleurs plusieurs bienfaits pour les marchés financiers, notamment en termes de liquidité⁴⁴⁶. Dans une

⁴⁴⁶ P. BECK et M. NAGY, *op.cit.*, note 11, p.13: « By taking one side of a trade that everyone else doesn't want, speculators improve liquidity, of the amounts of stocks and bonds that are traded regularly. This keeps the markets «moving». » Voir aussi T.A. PAREDES., *op.cit.*, note 163, p.13) :

même veine, il est essentiel de s'assurer que l'ingénierie financière n'est pas outre mesure limitée par des normes qui ne seraient pas, par conséquent, conçues pour protéger adéquatement les investisseurs ainsi que l'efficience des marchés.

Dans un autre ordre d'idées, il serait utile de circonscrire davantage le rôle respectif des divers intermédiaires professionnels agissant sur les marchés financiers, considérant que ceux-ci sont susceptibles de jouer un rôle de premier ordre dans l'analyse de l'information mise en circulation et, ultimement, dans la prévention d'activités jugées inappropriées. En effet, ces acteurs assurent le maintien d'un niveau de surveillance accru tout en possédant la capacité de diminuer les situations où les gestionnaires sont en mesure de profiter de leur position afin d'agir dans leur propre intérêt. Considérant l'importance de leur rôle, le bon fonctionnement des marchés pourrait être favorisé par l'adoption de normes strictes permettant d'encadrer leur compétence et leur intégrité⁴⁴⁷, et ce, afin que le recours à leurs services accroisse effectivement « la confiance du marché dans la fiabilité de l'information communiquée par l'émetteur »⁴⁴⁸.

Les intermédiaires professionnels permettent à l'investisseur de jauger avec plus de certitude le risque découlant d'un placement dans un fonds de couverture. La complexité de l'information émanant de l'industrie des fonds de couverture exigeant une expertise que ne possèdent peut-être pas ces investisseurs, il serait sans doute judicieux de favoriser le recours aux services de professionnels aguerris, ces derniers étant mieux à même de filtrer adéquatement l'information. Par ailleurs, le rôle des avocats sera appelé à se définir, puisque ceux-ci sont susceptibles d'intervenir efficacement à titre d'entité de surveillance des marchés financiers, notamment en ayant la capacité de déceler certaines manœuvres fautives, voire même frauduleuses, au regard de la réglementation parfois complexe et en ayant le pouvoir d'interrompre

« [...] hedge funds trading spins off are important systemic benefits by leading to [...] more liquid capital markets ».

⁴⁴⁷ *Autorité des marchés financiers c. Future Growth Group inc.*, précité, note 328, p.7. Voir aussi : *Autorité des marchés financiers c. IOU Central inc et autres*, précité, note 328, p.15; *Autorité des marchés financiers c. Angelopoulos*, précité, note 328, p.10-11; *Autorité des marchés financiers c. 9-1-1 Finance inc.*, précité, note 328.

⁴⁴⁸ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.1, *op.cit.*, note 82, p.127.

de tels actes⁴⁴⁹. D'ailleurs, la responsabilité des avocats à titre de gardiens des marchés financiers fait actuellement l'objet d'un débat⁴⁵⁰.

Finalement, considérant l'instabilité économique actuelle à l'échelle mondiale, les autorités régulatrices seront rapidement encouragées à poser un regard attentif sur les enjeux majeurs concernant l'encadrement des marchés financiers, et ce, dans l'optique de favoriser la stabilité de l'industrie des fonds de couverture dans le futur. Suivant la récente mise au jour de l'affaire Bernard Madoff, ce gestionnaire de Wall Street soupçonné d'avoir orchestré une fraude de plus de cinquante milliards de dollars, se pencher sur l'encadrement des fonds de couverture devient une priorité. D'ailleurs, vu l'accroissement des échanges transfrontaliers, il deviendra tôt ou tard nécessaire de mettre en place un cadre réglementaire international afin de répondre adéquatement aux considérations qui transcendent la juridiction nationale des autorités⁴⁵¹.

⁴⁴⁹ *Id.*, p.129.

⁴⁵⁰ *Id.*, p.129 : « D'une part, ceux qui s'opposent à ce rôle insistent sur le caractère sacré du secret professionnel liant l'avocat à son client et sur la confidentialité des communications entre l'avocat et son client. D'autre part, les tenants de l'autre opinion font valoir que la politique publique doit établir un équilibre approprié entre les obligations de loyauté de l'avocat envers son client et la protection de l'intégrité du marché. »

⁴⁵¹ CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress*, *op.cit.*, note 348, p.16.

BIBLIOGRAPHIE

Rapports

ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Précis sur les fonds de couverture*, AIMA Canada, 2004.

ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Disclosure and Promotion of Alternative Investments in Canada*, juin 2005, [en ligne: <http://www.aima-canada.org/doc bin/AIMA Disclosure Promotion-June14Final.pdf>].

ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for Canadian Hedge Fund Managers*, 10 mars 2004.

ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers*, 30 août 2002.

ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Contrôles diligents visant les billets à capital protégé*, par André Fok Kam, 28 mars 2007.

ASSOCIATION CANADIENNES DES COURTIER EN VALEURS MOBILIÈRES, *Analyse de la réglementation des fonds de couverture*, Groupe de travail sur les fonds de couverture, 18 mai 2005.

AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *L'étude 2007 des ACVM sur les investisseurs : Comprendre les conséquences sociales de la fraude financière*, Rapport établi à la demande du Comité sur la sensibilisation des investisseurs des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, 2007.

AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des BTAA*, Document de consultation 11-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, octobre 2008.

ASSOCIATION DES BANQUIERS CANADIENS, *Améliorer la compétitivité canadienne en réformant la réglementation des valeurs mobilières au Canada*, Mémoire présenté au Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 15 juillet 2008.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Les organismes de placement collectif*, 2006 [en ligne : <http://www.lautorite.gc.ca/userfiles/File/consommateur/investissez/06-OPC.pdf>].

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Déchiffrez le prospectus*, 2006 [en ligne : <http://www.lautorite.gc.ca/userfiles/File/consommateur/investissez/07-Déchiffrez Prospectus.pdf>]

BANQUE DU CANADA, *Revue du système financier*, 2004 [en ligne : <http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2004/rapport.1204.pdf>].

BANQUE DU CANADA, *Revue du système financier*, 2007 [en ligne : http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2007/rsf_1207.pdf].

BANQUE DU CANADA, *Revue du système financier*, 2008 [en ligne : http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2008/rsf_0608.pdf].

BUREAU DE LA CONSOMMATION, *Un cadre d'évaluation pour les codes de conduite volontaires*, [en ligne : [http://www.ic.gc.ca/epic/site/oca-bc.nsf/vwapj/Cadre%C3%89valuation.pdf/\\$FILE/Cadre%C3%89valuation.pdf](http://www.ic.gc.ca/epic/site/oca-bc.nsf/vwapj/Cadre%C3%89valuation.pdf/$FILE/Cadre%C3%89valuation.pdf)].

BUREAU DE LA CONSOMMATION, *Les codes volontaires : guide d'élaboration et d'utilisation*, mars 1998, [en ligne : [http://www.ic.gc.ca/epic/site/oca-bc.nsf/vwapj/codesvol.pdf/\\$FILE/codesvol.pdf](http://www.ic.gc.ca/epic/site/oca-bc.nsf/vwapj/codesvol.pdf/$FILE/codesvol.pdf)].

CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress*, septembre 2007, 29 pages [en ligne : <http://cfapubs.org/toc/ccb/2007/2007/7>].

COMMISSION DE RÉFORME DU DROIT DU CANADA, *Surveillance gouvernementale des organismes d'autoréglementation dans l'industrie des valeurs mobilières au Canada*, Ottawa, Ministère des Approvisionnements et Services Canada, 1979.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *World Economic and Financial Survey, Global Financial Stability Report – Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Avril 2008, [en ligne : <http://imf.org/external/french/pubs/ft/gfsr/2008/01/su mf.pdf>].

GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Ébauche d'une commission canadienne des valeurs mobilières*, document définitif, 7 juin 2006 [en ligne : http://www.panelcrawford.ca/ebauche_dune_commission_canadienne_des_valeurs_mobilieres.pdf].

GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Bilan et perspective*, document mis à jour le 15 juin 2007, [en ligne : <http://www.panelcrawford.ca/OneYearOnFRENCH.pdf>].

GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, Rapport final, Vol.1, octobre 2006.

GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol.3, 31 mars 2006.

INSTITUT CANADIEN DES VALEURS MOBILIÈRES, *Cours à l'intention des associés, administrateurs et dirigeants*, 2004.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Model for Effective Self-Regulation*, mai 2000.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds of) Hedge Funds*, février 2003.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *The Regulatory Environment for Hedge Funds – A Survey and Comparison*, Rapport de consultation, Technical Committee, mars 2006.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *The Regulatory Environment for Hedge Funds – A Survey and Comparison*, Rapport final, Technical Committee, novembre 2006.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part II, Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the "Independent Oversight Entities"*, Rapport final, février 2007.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Principles for the Valuation of Hedge Funds Portfolios*, novembre 2007.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, avril 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Code of Conduct Fundamental for Credit Rating Agencies*, Technical Committee, mai 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Report on the Subprime Crisis*, Rapport final, Technical Committee, mai 2008.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, février 2008.

KIMBER REPORT, *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*, Toronto: Queen's Printer, mars 1965.

MERGER REPORT, *Report of the Committee of the Ontario Securities Commission on the Problems of Disclosure Raised by Investors by Business Combinations and Private Placements*, Toronto: Ontario Securities Commission, 1970.

MINISTÈRE DES FINANCES, *L'industrie canadienne des valeurs mobilières*, Ottawa, janvier 2005 [en ligne : http://www.fin.gc.ca/toctf/2005/cansec05_f.html].

PORTER REPORT, *Report of the Royal Commission on Banking and Finance*, Ottawa : Queen's Printer 1964.

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Implications of the Growth of Hedge Funds*, Staff Report, Septembre 2003, [en ligne : <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>].

UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *Hedge funds: Regulators and Market Participants are Taking Steps to Strengthen Market Discipline, but Continued Attention is Needed*, GAO-08-200, janvier 2008.

Articles scientifiques

AHDIEH, R.B., *Making Markets: Network Effects and the Role of Law in the Creation of Strong Securities Markets*, Southern California Law Review, Vol.76, p.277, 2003 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=332460>].

ALLAIRE, Y. et M. FIRSIROTU, *Hedge Funds as "Activist Shareholders": Passing Phenomenon or Grave-Giggers of Public Corporation?*, 27 janvier 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=961828>].

BENNETT JONES LLP, *Canada: Business Forecast 2008*, 7 février 2008 [en ligne: http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=56654&email_access=on].

BLAIR, M. et I. RAMSEY, *Mandatory Corporate Disclosure Rules and Securities Regulation*, Securities Regulation in Australia and New-Zeland, 2e édition, Éd. Gordon Walker, Brent Fisse and Ian Ramsey, LBC Information Services, 1998 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=924725>].

BOYSON, N.M. et R.M. MOORADIAN, *Hedge funds as shareholder activists from 1994-2005*, 31 juillet 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=992739>].

BRAINBRIDGE, S.M., *A Behavioral Economic Analysis of Mandatory Disclosure: A Thought Experiment Turned Cautionary Tale*, janvier 2000 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=204110>].

BRATTON, W.W., *Hedge Funds and Governance Targets*, Georgetown Law and Economics Research Paper no. 928689, septembre 2006 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=928689>].

BRAV, A., J. Wei, F. PARTNOY et T. RANDALL, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, ECGI Working Paper, 2006 [en ligne : http://ssm.com/abstract_id=948907].

CHAHER, S.J., *Hedge Funds and Retail Business: Comparing German, Italian, Swedish and English Law*, mars 2006 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=967662>].

CHINCARINI, L.B., *The Failure of Long-Term Capital Management*, 8 octobre 1998, [en ligne : <http://ssm.com/abstract=952512>].

CLIFFORD, C., *Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists*, Working Paper, Arizona State University, 2007, [en ligne : http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=971018].

CRÊTE, R., J. BÉDARD et S. ROUSSEAU, « Les vérificateurs et la fiabilité de l'information financière : les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C. de D.* 219.

CUMMING, D. et L. QUE, *A Law and Finance Analysis of Hedge Funds*, York University, Toronto, 27 septembre 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=946298>].

DAMODARAN, A., *The Value of Transparency and the Cost of Complexity*, New York University - Department of Finance, janvier 2006 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=886836>].

DONALD, C. J.H., « A Critique of Arguments for Mandatory Disclosure », (1999), 62 *Sask. L. Rev.* 85-120.

EN COLLABORATION, *Activist Investors in Minnesota – A Primer for Officers and Directors*, Leonard Street & Deinard, 2 septembre 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=64756%email_access=on].

FROST, C.A., *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A review of Research Evidence on Selected Criticism of the Agencies*, 15 mars 2006 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=904077>].

GÉHIN, W. et M. VAISSIÉ, *Hedge Fund Indices : Investable, Non-Investable and Strategy Benchmarks*, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, Octobre 2004 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=659981>].

GOETZMANN, W.N., J.E. INGERSOLL et S.A. ROSS, *High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts*, Yale School of Management - International Center for Finance, Working paper No. 00-34, 18 avril 2001 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=57933>].

HARRIS, J., « International Regulation of Hedge Funds: Can the Will Find a Way? », dans *The Company Lawyer*, Thomson, Sweet & Maxwell, vol.28, no.9, septembre 2007, 277-280.

HAUBRICH, J.G., *Some lessons on the Rescue of Long-Term Capital Management*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Avril 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=987558>].

HOEFFNER, T.E. et C.M. PICCARELLO, *Hedging Risk: Best Practices for Hedge Funds Directors, Officers and Services Providers*, Saul Ewing LLP, 22 mai 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=60928&email_access=on].

HUDSON, D., M. PRATT et C. WAN, *Principal Protected Notes: Federal Minister of finance Issues New Disclosure Regulations*, McMillan LLP, 23 juin 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=62312&email_access=on].

ILLIG, R.C., « What Hedge Funds can Teach Corporate America: a Roadmap for Achieving Institutional Investor Oversight », *American University Law Review*, vol.57, 225-339.

JAEGER, L.A., *Factor Modelling and Benchmarking of Hedge Funds: Can Passive Investments in Hedge Funds Strategies Deliver?*, novembre 2006 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=811185>].

KAHAN, M. et E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper no. 06-16, décembre 2006 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=919881>].

KAMBHU, J., T. SCHUERMANN et K.J. STIROH, *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risks*, *Economic Policy Review*, Forthcoming, 7 septembre 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=1012348>].

LACKER J.M., *How Should Regulators Respond to Financial Innovation?*, Remarks delivered at The Philadelphia Fed Policy Forum, 1er décembre 2006 [en ligne : http://philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker_speech.pdf].

LEHON, I.R. et G.E. WOLSKI, *Gauging Risk In Acquisition Due Diligence - The Hidden Deal Killer?*, Ernst & Young, 25 janvier 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=56470&email_access=on].

LHABITANT, F.-S., *Les indices de hedge funds doivent-ils être éligibles ou non aux fonds grand public?*, Les Cahiers Scientifiques no.2, Autorité des marchés financiers (France), Département des Études, Septembre 2006 [en ligne : http://www.amf-france.org/documents/general/7366_1.pdf].

LIPTON, M., « Some Thoughts for Boards of Directors in 2008 », Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 6 décembre 2007 [en ligne : <http://realcorporatelawyer.com/pdfs/Some%20Thoughts%20for%20Boards%20of%20Directors%20in%202008.pdf>].

MENDOZA, J.M., *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, Javeriana University, Août 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=1004548>].

MULLAN D. et A. CEDDIA, « The Impact on Public Law of Privatization, Deregulation, Outsourcing, and Downsizing : A Canadian Perspective », (2003) 10 *Ind. J. Global Legal Stud.* 1999, 216-218.

PANAGEAS, S. et M.M. WESTERFIELD, *High-Water Marks: High-Risk Appetites? Convex Compensation, Long Horizons, and Portfolio Choice*, University of Southern California and University of Pennsylvania, Août 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=1010846>].

PAREDES, T.A., *Hedge Funds and the SEC: Observations on the How and Why of the Securities Regulation*, Washington U. School of Law Working Paper no. 07-05-01, mai 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=984450>].

PAREDES, T.A., *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, Washington University Law Quarterly, juin 2003 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=413180>].

PAREDES, T. A., *On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style and Mission*, Washington University in St-Louis School of Law, Faculty Working Paper Series, no.6-03-02, 2006, en ligne : <http://ssm.com/abstract=893190>].

POSTER, K.J., M. PRATT et T.E. SCOTT, *Registration Reform in Canada: Impact on Private Equity Fund Managers*, 16 mai 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=60722&email_access=on].

PRIEST, M., «The Privatization of Regulation : Five Models of Self-Regulation », (1997-1998) 29 *Ottawa L. Rev.* 233.

ROUSSEAU, S., « La protection des épargnants dans les fonds d'investissement : où en sommes-nous à la suite des scandales financiers? », Actes de la formation juridique permanente, sous la direction de Me Antoine Leduc, Éditions Yvon Blais, vol.1, 2008, 81-113.

ROUSSEAU, S., « Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach », *Credit Rating Agencies: Need for Reform in Canada?*, 2005 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=797325>].

ROUSSEAU, S. et B. GAUTHIER, « Les nouvelles normes relatives à l'indépendance des vérificateurs : l'implantation d'un cadre conceptuel fondé sur l'autoréglementation », (2006) 85 *R. du B. can.* 29.

SCHWARCZ, S.L., *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, University of Illinois Law Review, Vol.2004, no.1, 2004 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=336685>].

SCHWARCZ, S.L., *The « Principles » Paradox*, Duke Law School Legal Studies Paper no.205, 1er mars 2008 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=1121454>].

SHADAB, H.B., *The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection*, Berkeley Business Law Journal, 13 mars 2008 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=1066808>].

SHADAB, H.B., *Fending for Themselves : Regulatory Reform to Create a U.S. Hedge Fund Market for Retail Investors*, New-York University Journal of Legislation and Public Policy, Vol.11, No.2, 2008 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=1019629>].

SHARP, M., D. VALENTINE et R. MCKEE, *Securities Commissions Propose New Registration Requirement for Investment Fund Managers*, 1^{er} mai 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=60060?email_access=on].

STEWART, C.E., *The Pit, the Pendulum, and The Legal Profession : Where do we Stand After Five Years of Sarbane-Oxley*, Zuckerman Spaeder LLP, 7 août 2008 [en ligne : http://www.mondaq.com/article.asp?articleid=63936%email_access=on].

STULZ, R.M., *Hedge Funds: Past, Present and Future*, Fisher College of Business Working Paper no 2007-03-003, 2007 [en ligne : <http://ssm.com/abstract=939629>].

VERRET, J.W., *Dr. Jones and the Raiders of Lost Capital: Hedge Funds Regulation, Part II*, Harvard School Law & Economics, Research Paper Series [en ligne : <http://ssm.com/abstract=968680>].

Monographie

ALTUCHER, J., *SuperCash: The New Hedge Fund Capitalism*, Hoboken (New-Jersey), John Wiley & Sons, 2006, 211 p.

BECK, P. et N. Miklos, *Hedge Funds for Canadian: New Investment Strategies for Winning in Any Market*, 2e éd., Mississauga (Ontario), John Wiley & Sons Canada, 2005, 334 p.

CULLEN, L. et H. PARRY, *Hedge Funds : Law and Regulation*, London (UK), Sweet & Maxwell, 2001, 198 p.

EASTERBROOK, F.H. et D.R. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard Cambridge, University Press, 1996, 370 pages.

ENGELLEN, P.-J., *Remedies to Informational Asymmetries in Stock Markets*, Antwerpen (Oxford), Intersentia, 2005, 217 p.

GILLEN, M.R., *Securities Regulation in Canada*, 3e éd., Toronto, Thomson Carswell, 2007, 603 p.

GUIZOT, A., *The Hedge Fund Compliance and Risk Management Guide*, Hoboken (New-Jersey), John Wiley and Sons Ltd, 2007, 448 p.

JAEGER, R.A., *All about Hedge Funds: The Easy Way to Get Started*, New-York (USA), McGraw-Hill, 2003, 309 p.

JOHNSON, D. et K. DOYLE ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 3e éd., Markham, LexisNexis Butterworth, 2003, 493 p.

LHABITANT, F-S., *Handbook of Hedge Funds*, Hoboken (England), John Wiley and Sons Ltd, 2006, 637 p.

L'HEUREUX, N, É. FORTIN, et M. LACOURSIÈRE, *Droit bancaire*, 4^e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2004, 957 p.

MACKAAY, Ejan et ROUSSEAU, Stéphane, *Analyse économique du droit*, Paris/Montréal, Éditions Dalloz/Thémis, 2008, 728 p.

MARTEL, P. et J. Lafond, *Règlement 45-106 : Nouvelles règles sur les placements privés : Ce que les sociétés fermés devraient savoir*, Montréal, Wilson & Lafleur, Martel Ltée, 2007, 275 p.

STRACHMAN, D.A., *Getting Started in Hedge Funds*, 2e éd., Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, inc., 198 p.

TURCOTTE, C., *Le droit des valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2005, 757 p.

Articles de presse

AGENCE FRANCE PRESSE, « Les agences de notation accusées de tous les maux de la crise financière », Le Devoir, 1^{er} octobre 2007 [en ligne : <http://www.ledevoir.com/2007/10/01/158941.html>].

BARCELO, Y., « Les billets à capital protégé : la structure fait foi de tout », Revue Finance et investissement, novembre 2004 [en ligne : <http://www.finance-investissemnt.com>].

BROUSSEAU-POULIOT, Vincent, « Pessimisme dans l'univers des fonds de couverture », La Presse, 27 octobre 2008.

DAVIS, B., D. PALETTA et R. Smith, «Unraveling Reagan Amid Turmoil - U.S. Turns Away From Decades of Deregulation », 25 juillet 2008, page A1.

FOSTER, D.P. et H.P. YOUNG, « Hedge Funds Wizards », The Economists' Voice: Vol.5: Iss 2, Article 1, février 2008 [en ligne : <http://www.bepress.com/ev/vol5/iss2/art1>].

FRANCIS, D., « It's time for global regulation », Financial Post, 31 janvier 2008.

GROSSMAN, S.J., « Hedge Funds Today : Talent Required », Wall Street Journal, 29 septembre 2005.

GOLDSTEIN, M., « Hedge Funds Frozen Shut : To buy time and stave losses, more funds are blocking withdrawals », Business Week, 5 mars 2008.

GRAMMOND, S., « Les hedge funds étranglés par leurs dettes », La Presse, 22 mars 2008.

GRAMMOND, S., « La crise risque de précipiter les États-Unis en récession », La Presse, 17 août 2007.

GRAMMOND, S., «Un été houleux pour les fonds spéculatifs », La Presse, 26 août 2008.

HEDGEWEEK COMMENT, « Optimism suggests better times ahead for alternatives », 24 avril 2008 [en ligne : <http://www.hedgeweek.com>].

HILSENATH, J., « Markets Police Themselves Poorly, But Regulation Has its Flaws », 21 juillet 2008, page A2.

KOUWE, Z. et K. WHITEHOUSE, « I can't win them all », New-York Post, 10 août 2008.

LAFLAMME LAVOIE, L., « Fonds de couverture : entre prudence et audace - Une industrie qui en est à ses premières armes au pays », Revue Finance et Investissement, 31 mars 2008.

LAFLAMME SAVOIE, L., « Les fonds de couverture en situation difficile – La demande dégringole », Revue Finance et Investissement, 26 août 2006.

LA MONICA, P.R., « Icahn's showdown with Motorola reaches final hour », 8 février 2006 [en ligne : <http://www.newscnet.com>].

LUUKO, R., « The Portus Affair: From Hedge Funds to handcuffs », Morningstar, 26 novembre 2007 [en ligne: <http://www.morningstar.ca/globalhome/Industry/News.asp?Articleid=ArticleID1123200710461>].

MACDONALD, L., « Hedge Funds to own when stocks markets are down », Globe Investor Magazine Online, 23 avril 2008.

MALHOMME, S., « Activist Carl Icahn may rekindle Yahoo-Microsoft deal », National Post, 16 mai 2008.

MCFARLAND, J., « OSC assails funds for marketing misleading data », Globe and Mail, 10 novembre 2007.

PALMER, R., « Prudent, Safe Borrowing », National Post, 12 juillet 2008.

REUTERS, "Paulson turns subprime bet into \$3.7-billion paycheque", Globe and Mail, 17 avril 2008.

SCHACHTER, K., « Hedge Funds Grow Like Kudzu », Red Herring, 26 février 2007 [en ligne : <http://www.redherring.com/Home/21446>].

SINCLAIR, S., P. WALDIE et K. HOWLETT, « The unhinging of a Hedge Fund », Globe and Mail, 12 février 2005.

STOUT, L.A., « Why Carl Icahn is Bad for Investors », Wall Street Journal, 1er août 2008.

STRASBURG, J., « Corporate Veterans Anchor Activist-Hedge-Fund Slates », Wall Street Journal, 31 juillet 2008.

VAN ZOEST, A., « Un capitalisme à risque réduit? La transformation silencieuse des hedge funds », article tiré de La Vie des Idées (version papier), no.22-23, mai-juin 2007 [en ligne : <http://www.laviedesidees.fr/Un-capitalisme-a-risque-reduit.html>].

WILLIS, A., « Hedge Fund comp may bring backlash », Globe and Mail, 16 avril 2008.

Divers

Autorités canadiennes en valeurs mobilières, site officiel [en ligne : <http://www.csa-acvm.ca>]

BLOGUE DE CARL ICAHN, [en ligne <http://www.icahnreport.com>].

FEDERAL RESERVE BANK OF ST-LOUIS, « Financial Innovation : Engine of Growth or Source of Instability? », DISCOURS DE WILLIAM POOLE, président de la Federal Reserve Bank of St-Louis, University of Illinois-Springfield, 6 mars 2006 [en ligne : http://www.stls.frb.org/news/speeches/2008/03_06_08.html].

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, « Les autorités en valeurs mobilières du Canada participent activement à des groupes de travail de l'OICV », Communiqué de presse, 29 mai 2008 [en ligne : http://www.csa-acvm.ca/francais/html/ACVM/nouvelles/08_15 IOSCO.htm].

OFFICE QUÉBÉCOIS DE LA LANGUE FRANÇAISE [en ligne : <http://www.granddictionnaire.com>].

Jurisprudence

BCE inc. (Arrangement de), 500-09-018525-089, EYB2008-133490, C.A. (21 mai 2008).

British Columbia Securities Commission c. Branch, EYB1995-66968, 13 avril 1995 (C.S.C.).

Committee for the Equal Treatment of Asbestos Minority Shareholders v. Ontario (Securities Commission), [2001] 2 S.C.R. 132; [2001] S.C.J. No. 38; 2001 SCC 37 File No.: 27252.

Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission), [2001] 1 R.C.S. 494.

Gregory & Co. c. Quebec Securities Commission, [1961] R.C.S. 584.

Ironside v. Smith, [1998] A.J. No. 1225; 1998 ABCA 366, Dockets: CA01 17261, CA01, 17314 (Alberta Court of Appeal).

Metcalfe & Mansfield Alternative Investments II Corp., (Re), 2008 ONCA 587 (18 août 2008).

Ontario (Securities Commission) (Applicant) and Portus Alternative Asset Management inc., Portus Asset Management inc. and BancNote Corp.

(Respondents), Cour supérieure de l'Ontario, 4 mars 2005 [en ligne : http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20050304_portus-non-osc.pdf].

Ontario (Securities Commission) c. Portus Alternative Asset Management Inc., [2006] O.J. No.1121 (21 mars 2006).

Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers), [1994] 2 R.C.S. 557.

Shedleur c. Québec (Commission des valeurs mobilières), EYB 2005-94678, 8 septembre 2005 (C.A.).

Décisions du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières

Autorité des marchés financiers c. Angelopoulos, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier no.2008-006, Décision no.2008-006-001 (4 février 2008).

Métivier c. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier 2004-006 (17 février 2005).

Autorité des marchés financiers c. Corporation Services Media Gopher, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier 2005-026 (22 décembre 2005).

Autorité des marchés financiers c. Future Growth Group inc., Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier no.2008-013, Décision 2008-013-001, (25 avril 2008).

Autorité des marchés financiers c. Gestion de placements Norshield, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier 2005-008 (2 juin 2005).

Autorité des marchés financiers c. IOU Central inc et autres, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Dossier no.2008-008, Décision no.2008-008-003, (20 mars 2008).

Décisions des commissions en valeurs mobilières

Décision No.2008-PDG-0126 – Reconnaissance de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières à titres d'organisme d'autoréglementation de la *Loi sur l'autorité des marchés financiers*, L.R.Q., c. A-33.2., [en ligne : http://www.autorité.qc.ca/userfiles/File/Consultations/oar/Decision_2008-PDG0126_reconnaissance.pdf].

Décision no.2008-PDG-0144 – Révocation des décisions de délégation de fonctions et de pouvoirs en faveur de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, 29 mai 2008 [en ligne : http://www.autorite.qc.ca/userfiles/File/Consultation_s/oar/Decision_2008-PDG-0144_Retrait_delegation_ACCOVAM_final.pdf].

In the Matter of the Securities Act R.S.O. 1990, c. S.5, as amended and Portus Alternative Asset Management, Temporary Order (Section 127), [en ligne : http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20050202_portus-temp.jsp].

In the Matter of the *Securities Act* R.S.O. 1990, c. S.5, as amended and In the Matter of Portus Alternative Asset Management inc., Boaz Manor, Michael Mendelson, Michael Labanowich and John Ogg, Statement of Allegations of Staff of the Ontario Securities Commission, par.15 [en ligne: http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/SOA/soa_20051005_portus.jsp].

Table de la législation

Loi sur l'Autorité des marchés financiers, L.R.Q., C.A-33.2.

Loi sur les valeurs mobilières, L.R.Q., c.V-1.1.

Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription [en ligne : http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/projets-speciaux/reforme-inscription/29-02-08/31-103_cons_F.pdf].

Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription [en ligne : http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/projets-speciaux/reforme-inscription/29-02-08/31-103IG_cons_F.pdf].

Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/45-106vafr.pdf>].

Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/45-106IGvafr.pdf>].

Règlement 62-103 sur le système d'alerte et question connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/62-103fr.pdf>].

Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeur-mobilières/autres-reglemens-texte-vigueur/opc/81-101fr.pdf>]

Instruction générale relative au Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif [en ligne: <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/Normes/opc/81-101IGfr.pdf>]

Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-102fr.pdf>].

Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-102IGfr.pdf>].

Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/81-105fr.pdf>].

Instruction complémentaire 81-105 : Les pratiques commerciales des organismes de placement collectif [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/81-105ICfr.pdf>].

Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-106fr.pdf>].

Instruction générale relative au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-106IGfr.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-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-107fr.pdf>].

Instruction générale relative au Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement [en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/opc/81-107IGfr.pdf>].

Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No.107-204, 116 Stat. 745 (2002).

Règlement sur les billets à capital protégé, DORS/2008-180 (29 mai 2008).

Loi sur les banques, L.C. 1991, ch.46.

Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers

AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 81-316 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières - Fonds de couverture - Avis du personnel des ACVM No 81-316. Référence : Bulletin de l'Autorité : 12 janvier 2007, Vol.4, No.2.

AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 24-303 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, Projet des ACVM sur la supervision des OAR, Examen de la supervision des organismes d'autoréglementation et des entités d'infrastructure de marché, décembre 2006.

AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, Avis 46-304 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières - Mise à jour sur les billets à capital protégé, 27 juillet 2007.

AUTORITÉ CANADIENNE EN VALEURS MOBILIÈRES, 46-305 Canadian Securities Administrators' Notice 46-305 Second Update on Principal Protected Notes (CSA), 29 août 2008.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers relatif au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription, Bulletin de l'Autorité : 2005-09-09, Vol.2 no.36.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers relatif au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription : Question fréquemment posées, Bulletin de l'Autorité : 2006-03-31, Vol.3, no13

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de la Commission – Placement sans publicité d'au moins 150 000\$ généralement appelé avis de placement en vertu des articles 46 et 51 de la Loi, Bulletin hebdomadaire: 2000-10-13, Vol.XXXI, no.41.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis du personnel de l'Autorité des marchés financiers aux cabinets en épargne collective et à leurs représentants - Vente de billets à capital protégé, rappel de l'Avis 46-303 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières - Billets à capital protégé, 7 juillet 2006.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Avis de publication, Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement, commentaires et modifications corrélatives, 28 juillet 2006 [en ligne : <http://www.lautorite.gc.ca//usefiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/81-107avis publ fr.pdf>].