

ARTICLE DE LA REVUE JURIDIQUE THÉMIS

On peut se procurer ce numéro de la Revue juridique Thémis à l'adresse suivante :

Les Éditions Thémis

Faculté de droit, Université de Montréal

C.P. 6128, Succ. Centre-Ville

Montréal, Québec

H3C 3J7

Téléphone : (514)343-6627

Télécopieur : (514)343-6779

Courriel : themis@droit.umontreal.ca

© Éditions Thémis inc.

Toute reproduction ou distribution interdite
disponible à : www.themis.umontreal.ca

La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fausse ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières*

Stéphane ROUSSEAU**

Résumé

Les analystes financiers jouent un rôle important au sein du marché des valeurs mobilières. Les rapports qu'ils produisent contribuent à améliorer l'efficacité du marché en augmentant la quantité d'information disponible sur les émetteurs. Cela permet aux investisseurs de prendre des décisions plus éclairées dans le choix de leurs investissements.

Aucun régime réglementaire ne vient présentement régir l'entrée dans la profession d'analyste finan-

Abstract

Financial analysts are essential to the informational efficiency of securities markets. The research activities of securities analysts tend to reduce information costs and foster a wider distribution of information in the market. The information that analysts uncover, assess and verify, helps investors value securities, and make their own decisions as to buy or sell them.

Presently, there are no entry requirements in the financial analyst

* Le présent texte a été présenté lors du Colloque de l'Association Henri Capitant (section québécoise) intitulé *La responsabilité civile des courtiers en valeurs mobilières et des gestionnaires de fortune : aspects nouveaux*, dont les actes ont été publiés aux Éditions Yvon Blais. L'auteur tient à remercier Ghislain Massé et Benoît Moore qui ont commenté une version antérieure de ce texte. Il tient également à souligner le travail de Richard-K. Dang à titre d'assistant de recherche.

** S.J.D. (Toronto). Professeur-adjoint à la Faculté de droit et au Centre de droit des affaires et du commerce international de l'Université de Montréal.

profession to set a minimum quality standard. From this perspective, it is crucial that the quality of the services produced by financial analysts be subject to a form of ex post control. In this respect, the general civil liability regime constitutes a relevant form of control. The study examines the application of the civil liability regime to financial analysts in order to assess the effectiveness of the regime in controlling analysts' activities.

Plan de l'article

Introduction	197
I. La nature de la responsabilité civile de l'analyste financier	199
II. La faute	201
A. Le rôle des pratiques professionnelles dans la détermination de la faute.....	203
B. La transmission d'information fautive ou trompeuse dans un rapport de recherche.....	207
1. L'information de source documentaire.....	207
2. L'information obtenue lors de rencontres avec les représentants des émetteurs.....	209
3. L'information prospective : les opinions des analystes financiers.....	213
C. La problématique de la faute à l'égard des tiers : le champ d'application du devoir d'agir en analyste raisonnablement prudent et diligent.....	216
III. Le préjudice résultant de la transmission d'information fautive ou trompeuse	219
IV. Le lien de causalité	221
Conclusion	225

Sur le marché secondaire des valeurs mobilières, la fonction principale du courtier en valeurs mobilières est d'effectuer des transactions pour le compte de ses clients¹. Dans le cadre de cette fonction, le courtier transmet fréquemment des conseils d'investissement à ses clients. Ces conseils prennent habituellement leurs sources dans les rapports de recherche préparés par les analystes financiers de la firme de courtage. L'information transmise par les analystes exerce donc une influence significative sur la répartition des capitaux des investisseurs sur le marché².

Malgré l'importance des analystes financiers pour le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières, aucun régime réglementaire ne vient présentement régir l'entrée dans la profession et assurer un niveau minimal de qualité des services. L'analyse financière ne constitue pas une profession au sens du *Code des professions*³ et n'est pas soumise à la supervision d'un organisme d'autoréglementation.

Bien qu'elle soit préoccupante, cette absence de réglementation de l'analyse financière est toutefois en voie d'être remise en cause. En effet, après avoir été négligée pendant longtemps tant au Québec que dans le reste du Canada, la profession d'analyste

¹ M.R. BERNARD, « The Invincible Investment Dealer », dans Conférences Commémoratives Meredith, *La responsabilité professionnelle de droit civil et de common law*, Toronto, Richard De Boo Publishers, 1984, p. 134; Pierre-Paul COTE, « The Brokerage Function in the Securities Industry, Civil Liability and Investor Protection », (1975) 10 *R.J.T.* 255.

² Selon une étude récente de la Bourse de Toronto, au moins 80% des investisseurs individuels consultent les rapports de recherche des analystes financiers ; voir Toronto Stock Exchange, « Corporate Disclosure Committee Survey of Retail Investors », dans TORONTO STOCK EXCHANGE, *Toward Improved Disclosure - A Search for Balance in Corporate Disclosure*, Background Papers of the Committee on Corporate Disclosure, Toronto, 1995, p. 40; voir aussi : B.M. BARBER, P.A. GRIFFITH, B. LEV, « The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency », 20 *J. Corp. L.* 285 (1994); D.R. FISCHER, « Insider Trading and Investment Analysis: An Economic Analysis of *Dirks v. Securities and Exchange Commission* », 13 *Hofst. L. Rev.* 127, 140-144 (1984); R.J. GILSON, R. H. KRAAKMAN, « The Mechanisms of Market Efficiency », 70 *Va. L. Rev.* 549 (1984); D.C. LANGEVOORT, « Investment Analysts and the Law of Insider Trading », 76 *Va. L. Rev.* 1023, 1028-1032 (1990).

³ L.R.Q., c. C-26.

financier suscite un intérêt croissant de la part des autorités réglementaires. En 1994, dans son rapport préliminaire, le groupe de travail Allen de la Bourse de Toronto faisait part de ses préoccupations relativement à la divulgation sélective d'information aux analystes financiers⁴. Par la suite, la débâcle de la compagnie Bre-X Minerals Ltd. souleva de sérieuses questions quant aux méthodes des analystes financiers qui avaient évalué favorablement et sans réserve les titres de cette compagnie⁵. Alertées par l'impact de ces événements sur la confiance des investisseurs à l'égard de l'intégrité du marché, les principales bourses canadiennes et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières ont formé récemment un groupe de travail en Ontario pour enquêter sur les pratiques des analystes financiers⁶.

Les préoccupations, qui ont mené à la formation du groupe de travail ontarien, soulèvent la question de l'opportunité de modifier le cadre législatif québécois pour assurer un niveau acceptable de qualité des services fournis par les analystes financiers. Afin que les autorités réglementaires québécoises puissent amorcer une réflexion à cet égard, il est nécessaire qu'elles disposent d'une meilleure compréhension de l'environnement législatif actuel. Ainsi, l'objectif du présent texte est d'étudier le régime général de la responsabilité civile qui fournit actuellement le principal mécanisme de contrôle des activités des analystes financiers.

4 TORONTO STOCK EXCHANGE COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE, « Toward Improved Disclosure - Interim Report », (1996) 19 *O.S.C.B.* 8.

5 Diane FRANCIS, *Bre-X - The Inside Story*, Toronto, Bantam - Seal Books, 1998. Un recours collectif fut institué contre notamment la compagnie Bre-X Minerals, ses dirigeants et certains analystes financiers. Ce recours collectif fut cependant rejeté par la Cour divisionnaire de l'Ontario au stade de la réception parce qu'il ne constituait pas le véhicule procédural approprié dans les circonstances. Voir : *Carom c. Bre-X Minerals Ltd.*, [1998] O.J. (Quicklaw) n° 1428 (C.S.).

6 TORONTO STOCK EXCHANGE, « New Committee to Examine Standards Governing Securities Research Analysts », *TSE New Releases*, 29 septembre 1999 [http://tse.com/cgi-bin/uni_framset.cgi?content=news/news_rel/news_231.html].

I. La nature de la responsabilité civile de l'analyste financier

De manière générale, nous pouvons définir la notion de faute comme la transgression d'un devoir⁷. Celui-ci peut avoir une source contractuelle ou résulter de la loi⁸. La nature de la responsabilité varie en fonction de la source du devoir en cause. La responsabilité civile de l'analyste financier peut donc relever soit du régime contractuel, soit du régime extracontractuel. Un survol des différentes situations où des informations fausses ou trompeuses peuvent être transmises permet de circonscrire la nature de la responsabilité civile de l'analyste financier.

L'analyste financier est lié par voie contractuelle à un client lorsqu'il accepte de fournir un rapport de recherche à un investisseur ou à une firme de courtage dont il n'est pas l'employé. Dans ce cas, la relation contractuelle, qui s'établit entre l'analyste et le client, prend la forme d'un contrat de service⁹. L'analyste a alors le devoir de respecter les obligations énoncées au contrat¹⁰. De plus, il a le devoir de respecter les règles générales applicables au contrat de service qui exigent qu'il agisse au mieux des intérêts de son client, avec prudence et diligence¹¹.

Le contenu des obligations contractuelles de l'analyste s'apprécie en fonction de l'intensité des obligations assumées¹². À cet égard, il est désormais bien établi dans la jurisprudence¹³ et

⁷ Jean-Louis BAUDOIN et Patrice DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 5^e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1998, p. 96-99.

⁸ C.c.Q., art. 1457 et 1458.

⁹ Le contrat de service est défini comme un contrat par lequel le prestataire de service s'engage à fournir un service moyennant le prix que le client s'oblige à lui payer. Ce contrat se caractérise par l'absence de lien de subordination entre le client et le prestataire de service : C.c.Q., art. 2098 et 2099.

¹⁰ C.c.Q., art. 1458.

¹¹ *Id.*, art. 2100.

¹² J.-L. BAUDOIN et P. DESLAURIERS, *op. cit.*, note 7, p. 693-696; Paul-André CREPEAU, *L'intensité de l'obligation juridique*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1989 p. 15-23.

¹³ *Roberge c. Bolduc*, [1991] 1 R.C.S. 375; *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud*, [1990] R.R.A. 531, 536 (C.A.); *Malo c. Michaud*, [1993] R.R.A. 760, 769 et 770 (C.S.).

la doctrine¹⁴ qu'un professionnel comme un analyste financier est assujéti à une obligation de moyens, plutôt qu'à une obligation de résultat. Le professionnel est donc tenu d'adopter une conduite conforme à celle d'un professionnel raisonnablement prudent et diligent placé dans les mêmes circonstances¹⁵. Le professionnel n'est pas obligé d'obtenir un résultat précis, déterminé.

*La personne qui exerce une profession n'encourra donc pas de responsabilité à moins qu'elle n'ait agi d'une manière incompatible avec la conduite d'un professionnel raisonnable.*¹⁶

Ainsi, un analyste financier, qui prépare un rapport de recherche, n'a pas le devoir de transmettre des informations dénuées de toute erreur, mais plutôt le devoir de se comporter comme l'aurait fait un analyste raisonnablement prudent et diligent dans de telles circonstances en préparant le rapport.

Plus fréquemment, l'analyste est à l'emploi d'une firme de courtage en valeurs mobilières. Il prépare alors des rapports d'analyse qui sont destinés à appuyer les efforts de vente des courtiers de la firme¹⁷. Ainsi, les courtiers pourront se fonder sur les rapports d'analyse afin d'informer et de conseiller leurs clients¹⁸. Les rapports d'analyse peuvent également être transmis

¹⁴ Voir, par exemple : J.-L. BAUDOUIN et P. DESLAURIERS, *op. cit.*, note 7, p. 789-1007. Sur la notion d'obligation de moyens, voir : P.-A. CREPEAU, *op. cit.* note 12, p. 1, 2 et 15.

¹⁵ Notons que dans le cadre d'un contrat de service, l'article 2100 C.c.Q. édicte que l'analyste doit exécuter les obligations contractées conformément aux usages et aux règles de son art.

¹⁶ *Roberge c. Bolduc*, précité, note 13, 395, 436.

¹⁷ Sur les devoirs du courtiers en valeurs mobilières, voir : William HESLER, « La responsabilité du courtier en valeurs mobilières au service du particulier », dans Jean-Louis BAUDOUIN et Patrice DESLAURIERS (dir.), *La responsabilité civile des courtiers en valeurs mobilières et des gestionnaires de fortune : aspects nouveaux*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1999 p. 63; Roger D. LEMOYNE et Gérard R. THIBAUDEAU, « La responsabilité du courtier en valeurs mobilières au Québec », (1991) 51 *R. du B.* 503; voir aussi : R.D. KLINGMAN, « Stockbroker's Liability », (1987) 41 *C.C.L.T.* 82; P.C. WARDLE, « Playing the Market: An Exploration of Stockbrokers' Liability for Clients' Losses », (1996) 27 *Can. Bus. L.J.* 323.

¹⁸ Le courtier en valeurs mobilières est assujéti à un devoir de conseil. Ainsi, Lemoyne et Thibaudeau mentionnent que lorsque « le courtier en tant que mandataire donne des conseils, ses recommandations et déclarations doivent être honnêtes, de bonne foi et fondées sur des faits qu'il croit vrais ». En outre, selon ces auteurs, « les recommandations du courtier doivent être

par les courtiers à leurs clients. Dans ce dernier cas, les courtiers perdent tout contrôle sur l'utilisation des rapports d'analyse qui peuvent être utilisés par la suite par tout investisseur.

Dans ce contexte, la responsabilité de l'analyste financier relève du régime extra-contractuel, puisqu'il n'est pas lié par voie de contrat avec les clients de la firme. L'analyste est alors assujéti au devoir général de ne pas causer préjudice à autrui édicté par l'article 1457 C.c.Q. et doit se comporter conformément au critère de la personne raisonnablement prudente et diligente. Lorsque le rapport de recherche contient des informations erronées, la responsabilité de l'analyste est susceptible d'être engagée à l'égard des clients de la firme qui transigent sur la foi de ce rapport.

Par ailleurs, il arrivera que le rapport de recherche échappe au contrôle de l'analyste qui l'a préparé. Il en ira ainsi lorsque le rapport est transmis à un investisseur par l'analyste lui-même dans le cadre d'un contrat de service ou par la firme de courtage qui l'emploie. Dans ce cas, l'analyste sera assujéti au régime de responsabilité extra-contractuelle à l'égard de tout investisseur qui se fonde sur le rapport de recherche pour transiger.

Comme nous pouvons le constater, la norme de conduite, que doit respecter un débiteur assujéti à une obligation de moyens en matière contractuelle, se rapproche de la faute extracontractuelle qui sanctionne la transgression du devoir de se comporter comme une personne raisonnablement prudente et diligente. Ainsi, sous les deux régimes, l'élément central de la détermination de la responsabilité de l'analyste financier consiste en la définition de la norme de conduite de l'analyste raisonnablement prudent et diligent.

II. La faute

En matière de responsabilité professionnelle, les tribunaux apprécient la conduite du professionnel en cause au regard d'un modèle abstrait et objectif (*in abstracto*), indépendant de la personnalité du professionnel, tout en tenant compte des circonstan-

fondées sur des sources sérieuses et fiables, soit les services de recherche de sa maison de courtage, soit le fruit de son analyse personnelle » : R.D. LEMOYNE et G.R. THIBAUDEAU, *loc. cit.*, note 17, 517 et 518.

ces : « La norme doit toujours être, compte tenu des faits particuliers de chaque espèce, celle du professionnel raisonnable placé dans les mêmes circonstances »¹⁹. L'application du critère abstrait nécessite la comparaison du comportement de l'analyste en cause à celui de l'analyste normalement prudent et diligent²⁰. L'analyste normalement prudent et diligent respecte les lois et les règlements, possède les connaissances reliées à sa spécialité et se conforme aux règles de son art.

Il va sans dire que les pratiques et les usages professionnels s'avèrent pertinents en vue de circonscrire le contenu de cette norme de référence²¹. Cependant, les pratiques et les usages professionnels ne lient pas les tribunaux qui conservent la faculté d'en apprécier la valeur eu égard aux normes de prudence et de diligence, comme l'a souligné la Cour suprême dans *Roberge c. Bolduc* :

*Le fait qu'un professionnel ait suivi la pratique de ses pairs peut constituer une forte preuve d'une conduite raisonnable et diligente, mais ce n'est pas déterminant. Si cette pratique n'est pas conforme aux normes générales de la responsabilité, savoir qu'on doit agir de façon raisonnable, le professionnel qui y adhère peut alors, suivant les faits de l'espèce, engager sa responsabilité.*²²

De plus, les tribunaux conservent la discrétion de suppléer aux usages et pratiques les normes de conduite qui s'imposent à un professionnel raisonnablement prudent et diligent.

Selon la jurisprudence, le critère abstrait doit toutefois s'apprécier « en tenant compte des circonstances ». Cette réserve exclut une appréciation purement objective du comportement du professionnel en cause et permet la prise en compte des circonstances où l'activité est alors exercée. Ceci peut amener une certaine individualisation de l'obligation d'agir avec prudence et

¹⁹ *Roberge c. Bolduc*, précité, note 13, 436.

²⁰ *Laflamme c. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd.*, 2000 CSC 26; Thérèse ROUSSEAU-HOULE, « La responsabilité civile professionnelle : Tendances de la jurisprudence récente », dans The Canadian Institute, *Responsabilité professionnelle - Nouvelles Orientations*, Toronto, 1987, p. A-38 et A-39.

²¹ *Laflamme c. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd.*, précité, note 20, par. 29; *Caisse populaire Charlesbourg c. Michaud*, précité, note 13, 536; *Malo c. Michaud*, précité, note 13.

²² *Roberge c. Bolduc*, précité, note 13, 437.

diligence par la considération des circonstances concrètes qui touchent au caractère du professionnel comme son expérience et ses connaissances du métier²³. Notons que si elle peut permettre de hausser la norme de conduite de référence, l'appréciation du caractère du professionnel ne saurait cependant abaisser la norme de référence pour certains²⁴.

Par ailleurs, il convient de souligner que la transgression de la norme de conduite de la personne raisonnablement prudente et diligente n'a pas à revêtir une gravité particulière pour être génératrice de responsabilité. C'est donc dire qu'il ne sera pas nécessaire de démontrer que l'analyste a divulgué des informations fausses ou trompeuses en toute connaissance de cause ou de manière intentionnelle en vue de nuire à autrui²⁵.

A. Le rôle des pratiques professionnelles dans la détermination de la faute

L'utilisation du critère abstrait et objectif (*in abstracto*) nécessite la comparaison du comportement de l'analyste à celui d'un professionnel de l'analyse financière normalement prudent et diligent. Tel que mentionné, les pratiques professionnelles de l'industrie des valeurs mobilières peuvent s'avérer pertinentes à cet égard²⁶. Certaines difficultés se présentent toutefois quant à l'identification des pratiques professionnelles pour déterminer la faute de l'analyste financier.

La profession d'analyste financier n'est pas assujettie à une réglementation particulière. Elle ne constitue pas une profession au sens du *Code des professions*²⁷ et n'est pas soumise à la supervision d'un organisme d'auto-réglementation. Ainsi, il n'existe

²³ Alain BERNARDOT et Robert P. KOURI, *La responsabilité civile médicale*, Sherbrooke, Éditions Revue de droit, 1980, p. 13; T. ROUSSEAU-HOULE, *loc. cit.* note 20, A-39.

²⁴ A. TUNC, « Fondements juridiques de la responsabilité médicale – étendue et limites – la responsabilité civile », dans *Deuxième Congrès international de morale médicale*, t. 1, 1966, p. 23, cité dans P.-A. CREPEAU, *op. cit.*, note 12, p. 62, note 3-8.

²⁵ J.-L. BAUDOUIN et P. DESLAURIERS, *op. cit.* note 7, p. 107-109.

²⁶ Voir, par exemple : *Paquette c. Conseil de la santé et des services sociaux de la Montérégie*, [1996] R.R.A. 275, 280 (C.A.), où la Cour d'appel réfère au manuel publié par l'Institut canadien des valeurs mobilières.

²⁷ Précité, note 3.

aucune exigence réglementaire à remplir afin d'occuper la profession d'analyste financier.

L'absence de réglementation particulière régissant la profession d'analyste financier complique la définition de la norme de l'analyste raisonnablement prudent et diligent. En raison de cette absence, il n'existe pas de manuel qui renferme un compendium des normes et des pratiques professionnelles applicables à l'analyse financière et auxquelles les analystes sont assujettis. Aussi, les tribunaux devront s'en remettre uniquement aux rapports d'experts pour apprécier la norme professionnelle généralement acceptée²⁸. Le recours aux rapports d'experts ne se fait toutefois pas sans difficultés. L'absence de condition d'admission à la profession d'analyste financier permet l'existence d'une certaine hétérogénéité quant à la formation et à la compétence des analystes financiers, ce qui freine l'émergence d'usages généralement reconnus et suivis par l'ensemble de la communauté. Puisque diverses pratiques coexisteront dans l'industrie, il pourra donc être parfois difficile pour les tribunaux de se fonder sur les rapports d'experts afin de déterminer ce que constitue la « compétence ordinaire », la « compétence moyenne » ou la « diligence ordinaire » d'un analyste financier dans la confection d'un rapport.

Tout en reconnaissant l'absence d'exigence particulière applicable à la profession d'analyste financier, nous devons souligner la notoriété croissante du titre d'analyste financier agréé (« *chartered financial analyst* » ou CFA) décerné par l'Association for Investment Management and Research (AIMR). Créée en 1990, cette association, qui est le principal organisme qui regroupe à l'échelle internationale les professionnels de l'industrie des valeurs mobilières, regroupe plus de 36 000 membres²⁹. L'AIMR, qui dirige le Financial Analysts Federation et l'Institute of Chartered Financial Analysts, a pour mission de fournir des services de formation tout en faisant la promotion de standards de

²⁸ Voir, par exemple : *Proulx c. 100242 Canada Inc.*, J.E. 97-1678 (C.A.) (preuve par expert de la pratique généralement acceptée en matière d'études de marché).

²⁹ Voir : ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH, *Standards of Practice Handbook*, 7th ed., p. vi (1996).

conduite, d'éthique et de professionnalisme au sein de l'industrie³⁰.

Bien qu'il ne soit pas requis pour occuper la fonction d'analyste financier, le titre de CFA est très convoité au sein de l'industrie financière en ce qu'il constitue un standard international reconnu d'excellence et d'intégrité. Ainsi, un nombre croissant d'analystes financiers remplit les exigences de l'AIMR afin de se voir décerner le titre de CFA. L'association contrôle *a priori* la qualité des candidats au titre de CFA au moyen d'un programme de formation et d'examens menant à l'obtention du titre. L'AIMR assure également une surveillance *a posteriori* des détenteurs du titre en imposant le respect d'un code d'éthique et de conduite professionnelle. Ainsi, l'association entreprend des poursuites disciplinaires contre les membres qui transgressent les normes établies dans le code de conduite³¹.

Même si elles ne s'appliquent pas à tous les analystes de l'ensemble de l'industrie, les normes de conduite professionnelle de l'AIMR peuvent avoir une utilité appréciable dans la détermination de la faute. Rappelons que la nécessité de tenir compte des circonstances lors de l'utilisation du critère abstrait permet aux tribunaux d'apprécier l'expertise particulière du professionnel en cause. Ainsi, puisque les analystes ayant la désignation de CFA possèdent une spécialisation et des connaissances supérieures à la moyenne des analystes, les tribunaux devraient évaluer leur conduite au regard d'un standard qui reflète ce niveau de connaissances et de compétence. Par conséquent, les tribunaux devraient utiliser le code de l'AIMR pour apprécier la conduite des analystes financiers qui détiennent le titre de CFA.

De plus, soulignons que les analystes qui sont CFA s'engagent volontairement à respecter les normes de conduite du code de l'AIMR. Ce faisant, ils lancent un signal aux investisseurs que leurs services possèdent un degré de qualité très élevé. Pour cette raison, il semble opportun que les tribunaux appliquent ces standards afin de permettre aux investisseurs de pouvoir inférer une information fiable du titre de CFA.

³⁰ *Id.*, p. 1-4.

³¹ *Id.*, p. 2 et 3.

Par ailleurs, nous devons reconnaître que le code de l'AIMR pourrait influencer les tribunaux appelés à définir la norme de conduite de l'analyste raisonnablement prudent et diligent à l'égard des analystes financiers qui ne détiennent pas le titre de CFA. En effet, dans la mesure où ils participent d'un comportement raisonnablement prudent et diligent, les standards de conduite énoncés dans le code devraient trouver application pour tous les analystes financiers. L'examen des normes de conduite de l'AIMR, qui concernent la préparation de rapports de recherche, s'avère donc d'autant plus pertinente.

Le code de l'AIMR exige de manière générale que l'analyste fasse preuve de diligence et de minutie lorsqu'il fait des recommandations³². De plus, les recommandations effectuées doivent avoir un fondement raisonnable et adéquat, et doivent reposer sur une recherche et une enquête appropriée³³. L'analyste doit également prendre les mesures raisonnablement diligentes afin d'éviter toute information trompeuse sur un fait important dans tout rapport d'analyse³⁴.

En outre, lors de la confection d'un rapport, l'analyste doit faire preuve d'un jugement raisonnable relativement à l'inclusion ou l'exclusion des facteurs pertinents³⁵. L'analyste doit effectuer une distinction entre les faits et les opinions³⁶. Enfin, lorsque l'analyste prépare un rapport devant être transmis au public en général, il devra indiquer les caractéristiques de l'investissement concerné afin de permettre aux investisseurs de prendre une décision éclairée³⁷.

Comme nous pouvons le constater, le code de conduite professionnelle de l'AIMR s'avère un outil utile pour apprécier la conduite des analystes financiers qui ont le titre de CFA. Le code impose des devoirs de compétence, de prudence et de diligence qui visent à protéger les investisseurs. Le respect de normes établies par le code n'exempte toutefois pas les analystes de toute

³² « Code of Ethics », dans ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH, *op. cit.*, note 29, p. 7, Standard IV.A.1a).

³³ *Id.*, Standard IV.A.1b).

³⁴ *Id.*, Standard IV.A.1c).

³⁵ *Id.*, Standard IV.A.2a).

³⁶ *Id.*, Standard IV.A.2b).

³⁷ *Id.*, Standard IV.A.2c).

faute comme l'a souligné la Cour suprême dans *Roberge c. Bolduc*³⁸. Les analystes doivent donc se conformer au devoir général de diligence et de prudence, tel que défini par les tribunaux.

B. La transmission d'information fausse ou trompeuse dans un rapport de recherche

À titre de professionnel, l'analyste financier est assujéti à une obligation de moyen. Ainsi, il n'a pas le devoir de transmettre des informations dénuées de toute erreur dans ses rapports de recherche, mais plutôt le devoir de se comporter comme l'aurait fait un analyste raisonnablement prudent et diligent dans les mêmes circonstances en préparant un tel rapport. Autrement dit, le simple fait qu'un rapport d'analyse contienne une information fausse ou trompeuse ne constitue pas en soi une faute pour l'analyste ayant rédigé le rapport; il est également nécessaire que l'information fausse ou trompeuse résulte d'une transgression de la norme de l'analyste raisonnablement prudent et diligent. Afin de circonscrire cette norme lors de la préparation d'un rapport, il importe d'effectuer certaines distinctions quant à la source et à la nature de l'information en cause.

1. L'information de source documentaire

L'analyste utilise diverses sources d'information dans la préparation de son rapport³⁹. Tout d'abord, l'analyste peut consulter les communiqués de presse et les documents d'information continue qui sont divulgués par la compagnie émettrice conformément à la *Loi sur les valeurs mobilières*⁴⁰. L'analyste peut également effectuer des recherches auprès des concurrents et des clients de l'émetteur en vue d'accumuler des informations sur le potentiel des nouveaux projets de ce dernier. Enfin, l'analyste peut avoir recours aux données et aux rapports

³⁸ Précité, note 13.

³⁹ D.C. LANGEVOORT, *loc. cit.*, note 2, 1026; C.P. SAARI, Note, « The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry », 29 *Stan. L. Rev.* 1031, 1054 (1977); L. LOWENSTEIN, « Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure », 96 *Col. L. Rev.* 1335, 1354 (1996).

⁴⁰ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, art. 73 et suiv. [ci-après citée « L.V.M. »].

produits par des organismes gouvernementaux, des associations manufacturières ou des firmes de recherche.

L'analyste, qui inclut des informations issues de ces sources dans son rapport, a le devoir de vérifier la fiabilité et le sérieux des informations afin d'éviter la transmission d'information fausse ou trompeuse aux investisseurs⁴¹. Dans l'appréciation de l'intensité de ce devoir de vérification, il semble nécessaire de considérer la fiabilité des informations en cause. Ainsi, l'étendue du devoir de vérification des informations divulguées par un émetteur conformément à la *Loi sur les valeurs mobilières* devrait s'apprécier au regard du contrôle exercé par la Commission des valeurs mobilières sur cette information⁴², ainsi que des sanctions administratives⁴³, civiles⁴⁴ et pénales⁴⁵ associées à la divulgation d'information fausse ou trompeuse dans des documents d'information continue. Puisque l'information continue divulguée par un émetteur est soumise à un contrôle important, tant *a priori* qu'*a posteriori*, il semble raisonnable pour l'analyste de présumer que cette information est de bonne qualité. Aussi, l'analyste ne devrait pas être assujéti à un devoir de vérification très élevé de l'information continue transmise par un émetteur

41 *Dupuis c. Pan American Mines Ltd.*, (1979) 7 B.L.R. 288 (C.S.Q.); *Malo c. Michaud*, précité, note 13, 770; voir, pour des exemples en common law : *Burke c. Cory*, (1959) 19 D.L.R. (2d) 252 (C.A. Ont.); *Vanderburgh c. Scotia McLeod Inc.*, (1992) 4 Alta. L.R. (3d) 138 (Q.B.).

42 Une copie des documents d'information continue et d'information périodique doit être déposée auprès de la Commission des valeurs mobilières; voir : L.V.M., art. 73 et suiv.

43 L.V.M., art. 265 272.1; voir aussi : *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières*, Projet de loi 57, 1^{re} session, 36^e législature (Québec), art. 76 (pouvoir d'imposer une pénalité administrative introduit par l'art. 273.1 L.V.M.) [ci-après cité « P.L. 57 »].

44 La *Loi sur les valeurs mobilières*, précitée, note 40, ne prévoit pas actuellement de recours civils spécifiques qui permettent de sanctionner des manquements aux obligations du régime d'information continue, telle que la transmission d'information fausse ou trompeuse. Le Projet de loi 57 vient remédier en partie à cette lacune de la loi en proposant d'attribuer à la Commission le pouvoir de demander au tribunal, lorsqu'elle estime que l'intérêt public le justifie, de déclarer qu'une personne a fait défaut de respecter une obligation prévue par la loi ou un règlement, et de condamner cette personne à payer des dommages-intérêts à raison du préjudice causé à autrui. Le cas échéant, le tribunal pourra également attribuer des dommages-intérêts punitifs ou ordonner à la personne visée de rembourser le profit réalisé en conséquence du défaut : voir P.L. 57, art. 75 (introduisant l'article 269.2 L.V.M.).

45 L.V.M., art. 195-197.

conformément à la législation sur les valeurs mobilières, à moins qu'il existe des motifs raisonnables de croire que l'information n'est pas fiable.

En revanche, le devoir de vérification de l'analyste devrait être plus élevé pour les autres sources d'information qui ne sont pas soumises à pareil contrôle. À titre d'exemple, dans *Fiducie du Québec c. Évaluation technique Inc.*⁴⁶, la Cour supérieure a retenu la responsabilité d'un évaluateur agréé qui s'était tout simplement fier à des renseignements contenus dans le dossier d'évaluation municipale pour préparer son rapport d'évaluation. L'évaluateur n'avait pas visité les immeubles en question après avoir reçu le mandat de préparer un rapport d'évaluation et n'avait donc pas constaté l'état de décrépitude des immeubles. Par conséquent, l'évaluateur avait accordé aux immeubles une valeur deux fois plus importante que leur valeur réelle. Statuant sur la faute de l'évaluateur en l'espèce, la Cour établit que celui-ci avait l'obligation de « s'assurer de l'exactitude de toutes les données matérielles de son dossier »⁴⁷. Ainsi, pour préparer son rapport, l'évaluateur ne pouvait se limiter aux seuls renseignements contenus dans le dossier d'évaluation municipale sans chercher à en vérifier la fiabilité.

2. L'information obtenue lors de rencontres avec les représentants des émetteurs

Outre les sources d'information documentaire mentionnées précédemment, l'analyste peut bénéficier de rencontres individuelles ou en groupe, avec une compagnie émettrice qui lui donnera accès à des informations pour préparer son rapport⁴⁸. La divulgation d'information par l'émetteur à l'analyste n'est toutefois pas faite de manière désintéressée. En effet, l'émetteur espère que le rapport de l'analyste aura un effet favorable sur le cours de ses titres⁴⁹. Dans ce contexte, il semble souhaitable que l'analyste financier fasse preuve d'une certaine circonspection

⁴⁶ J.E. 86-428 (C.S.).

⁴⁷ *Id.*, p. 21 du texte intégral.

⁴⁸ D.C. LANGEVOORT, *loc. cit.* note 2, 1026.

⁴⁹ J.E. KARNS, « Independent Financial Analyst's Reports and the "Post-Publication Ratification Theory": Is a Company Liable for Voluntary Circulation of a Favorable Report », 32 *New Eng. L. Rev.* 1023-1025 (1998).

relativement à l'information qu'il obtient lors de telles rencontres afin d'éviter de servir les fins de l'émetteur tentant de manipuler le cours de ses titres⁵⁰. Plus précisément, quel comportement devrait avoir l'analyste normalement prudent et diligent lorsqu'il obtient de l'information d'un émetteur?

La relation entre l'analyste et l'émetteur ressemble, sous certains aspects, à la relation entre le courtier souscripteur à forfait et la compagnie émettrice lors d'un appel public à l'épargne⁵¹. Rappelons que, dans le cadre d'un appel public à l'épargne, le courtier souscripteur assiste la compagnie pour la préparation de l'émission de titres. Le rôle du courtier ne se limite toutefois pas à assister l'émetteur. En effet, la législation sur les valeurs mobilières impose au courtier souscripteur une responsabilité de gardien de l'intégrité de la divulgation d'information dans le prospectus, en l'assujettissant à un régime statutaire de responsabilité civile, qui le place dans une relation antagoniste avec l'émetteur⁵². C'est d'ailleurs ce que soulignait la Cour fédérale des États-Unis dans la célèbre affaire *Escott c. Barchris Construction Corporation* en commentant le rôle du régime de responsabilité édicté par l'article 11 du *Securities Act of 1933* :

In a sense, the positions of the underwriter and the company's officers are adverse.

[...]

*The purpose of Section 11 is to protect investors. To that end underwriters are made responsible for the truth of the prospectus. If they may escape that responsibility by taking at face value representations made to them by the company's management, then the inclusion of underwriters among those liable under Section 11 affords the investors no additional protection.*⁵³

⁵⁰ Dans l'affaire *S.E.C. v. Bausch & Lomb Inc.*, 565 F.2d 8 (2d Cir. 1977), la Cour fédérale américaine a comparé la relation entre l'analyste financier et l'émetteur à un assaut d'escrime sur une corde raide.

⁵¹ Voir, en général, sur le contrat de souscription à forfait : Jean-Pierre BREARD, *Le contrat de souscription à forfait de valeurs mobilières*, Montréal, Wilson & Lafleur/Sorej, 1984.

⁵² L.V.M., art. 218; *A.E. Ames & Co.*, [1972] O.S.C.B. 98, 112 et 113; M. P. DOOLEY, « The Effects of Civil Liability on Investment Banking and the New Issues Market », 58 *Va. L. Rev.* 777, 786 (1972).

⁵³ *Escott v. Barchris Construction Corp.*, 283 F. Supp. 643, 696-697 (S.D. N.Y. 1968).

Afin de contraindre le courtier souscripteur à adopter une position critique à l'égard de la direction de l'émetteur, la jurisprudence⁵⁴ et la législation en matière de valeurs mobilières⁵⁵ ont défini des normes de prudence et de diligence qui doivent être suivies par les personnes impliquées dans la préparation d'un prospectus. Selon les normes établies, le courtier souscripteur « ne remplit pas son obligation de diligence s'il ne fait que se fier aux informations fournies par les dirigeants ou les conseillers juridiques de la compagnie, sans vérification additionnelle de sa part »⁵⁶. Ainsi, pour la partie non expertisée du prospectus, le courtier doit conduire une enquête raisonnable qui lui permet d'avoir des motifs raisonnables de croire qu'il ne se trouve pas de fausses représentations dans le prospectus. Pour la partie expertisée du prospectus, le courtier ne doit pas avoir de motifs raisonnables de croire qu'il existe de fausses informations.

Dans cette perspective, considérant l'influence de l'analyste sur les décisions d'investissement des épargnants, il semble raisonnable de s'attendre à ce que l'analyste prudent et diligent effectue une vérification de l'information qu'il obtient de l'émetteur pour préparer son rapport. Toutefois, le degré de la vérification que doit effectuer l'analyste ne peut être identique à celui du courtier qui assiste un émetteur lors d'un appel public à l'épargne. En effet, les liens entre l'analyste et l'émetteur n'ont pas la même intensité que ceux qui se tissent lors d'une émission d'actions et ne permettent pas le même accès à l'information pour l'analyste. Il semble donc nécessaire d'adapter le standard de conduite applicable à la situation particulière de l'analyste.

La possibilité de moduler le devoir de vérification de l'analyste financier trouve appui dans la jurisprudence américaine en matière d'appel public à l'épargne qui reconnaît la variabilité du devoir d'enquête des courtiers préparant un prospectus. Ainsi, dans *Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp.*⁵⁷, la Cour fédérale américaine soulignait :

⁵⁴ *Id.*

⁵⁵ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O., c. S-5, art. 126-135.

⁵⁶ J.-P. BREARD, *op. cit.* note 51, p. 95.

⁵⁷ *Feit v. Leasco Data Processing Equipment*, 332 F. Supp. 544 (E.D. N.Y. 1971).

*Dealer-managers cannot, of course, be expected to possess the intimate knowledge of corporate affairs of inside directors, and their duty to investigate should be considered in light of their more limited access. Nevertheless they are expected to exercise a high degree of care in investigation and independent verification of the company's representations. Tacit reliance on management assertions is unacceptable; the underwriters must play the devil's advocate.*⁵⁸

De fait, selon la Cour, l'obligation de vérification du courtier devrait varier en fonction de leur degré d'implication dans l'émission d'actions, de leur expertise et de leur accès à l'information⁵⁹.

Bien qu'il soit issu de la jurisprudence américaine, ce principe devrait être appliqué en droit québécois afin de rendre compte des différentes situations qui influent sur l'accessibilité de l'information pour un intermédiaire et sur sa capacité à réaliser une enquête raisonnable⁶⁰. Ainsi, l'analyste financier, qui rencontre un émetteur lors de séances particulières, a un accès plus limité à l'information en ce qu'il dépend essentiellement de la volonté des émetteurs. Sa situation diffère donc de celle du courtier qui assiste l'émetteur dans la préparation du prospectus. Pour cette raison, il paraît raisonnable d'imposer un devoir de vérification moins élevé à l'analyste dont la firme n'agit pas comme souscripteur et qui ne possède pas un accès privilégié à l'information concernant l'émetteur.

Cela ne signifie cependant pas que l'analyste peut ignorer tout doute quant à la véracité des informations obtenues d'un émetteur. En tout temps, il devrait « user de discernement et de bon jugement professionnel en fonction des circonstances de l'entreprise et de son degré de connaissance de celle-ci »⁶¹. Aussi, lorsque la plausibilité des données s'avère incertaine, l'analyste devrait consulter d'autres sources d'information afin de corrobore-

⁵⁸ *Id.*, 582. L'emphase est de nous.

⁵⁹ *Id.*, 577; voir : Victor P. ALBOINI, *Securities Law and Practice*, Toronto, Carswell, § 23.3.1 (feuilles mobiles); E.F. GREENE, « Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities Within an Integrated Disclosure System », 56 *Notre Dame Lawyer* 755, 775-778 (1981).

⁶⁰ J.-P. BREARD, *op. cit.* note 51, p. 97.

⁶¹ *Malo c. Michaud*, précité, note 13, 773.

rer ou d'infirmier le bien-fondé des informations⁶². À cet égard, la connaissance limitée de l'émetteur devrait amener l'analyste à redoubler de vigilance relativement à l'information obtenue⁶³.

3. L'information prospective : les opinions des analystes financiers

Le rapport d'analyse contiendra souvent une certaine quantité d'information prospective en ce que l'analyste émettra des opinions et tentera de prévoir les résultats futurs de l'émetteur. L'information prospective joue un rôle crucial pour l'évaluation de la valeur et du prix des titres par les investisseurs. Cependant, cette information, qui peut provenir de diverses sources, est susceptible de se révéler inexacte *a posteriori* en raison de sa nature contingente. Puisque l'analyste financier n'est tenu qu'à une obligation de moyens, le simple fait pour une prévision de ne pas se réaliser ne devrait pas constituer en soit une faute. Quel devrait être alors le critère de l'analyste raisonnablement prudent et diligent dans un tel contexte?

Le droit des valeurs mobilières américain nous fournit à nouveau une piste de solution intéressante à cet égard. En effet, la jurisprudence⁶⁴ et la législation⁶⁵ en matière de valeurs mobilières aux États-Unis ont établi un critère en deux volets pour apprécier la responsabilité d'un émetteur qui divulgue de l'information prospective qui se révèle inexacte ultérieurement. Selon le critère, la divulgation d'information prospective inexacte *a posteriori* ne constitue pas une faute à condition que :

- l'information prospective était accompagnée d'une mise en garde raisonnable relativement à sa nature contingente;
- il existait un fondement raisonnable pour la prévision.

⁶² *Id.*; voir, par exemple : *Irwin Management Consultants Ltd. c. Thorne Riddell*, [1991] R.R.A. 187 (C.S.), conf. [1995] R.R.A. 589 (C.A.).

⁶³ *Malo c. Michaud*, précité, note 13, 773 et 774.

⁶⁴ *Polin v. Conductron Corp.*, 552 F.2d 797 (8th Cir. 1977); *In re Donald Trump Casinos Sec. Litig.*, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993); *In re World of Wonders*, 35 F.3d 1407 (9th Cir. 1994); voir : J. CALDERON, R. KOWAL, « Safe Harbors: Historical and Current Approaches to Future Forecasting », 22 *J. Corp. L.* 661 (1997).

⁶⁵ *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, Pub. L. No. 104-67.

Selon la jurisprudence américaine, pour être raisonnable, la mise en garde doit être substantielle et concerner spécifiquement les prévisions divulguées⁶⁶. La mise en garde doit faire contre-poids à l'information prospective afin d'éviter que les investisseurs ne soient induits en erreur par l'optimisme des prévisions⁶⁷. En ce sens, il est généralement reconnu qu'une simple mise en garde générique, en caractère gras, ne constitue pas une mise en garde raisonnable.

L'exigence d'un fondement raisonnable pour la prévision effectuée vise à faire en sorte qu'il n'est pas possible de divulguer impunément des informations prospectives qui visent à tromper les investisseurs⁶⁸. Ainsi, les prévisions doivent être fondées sur une méthode d'analyse raisonnable⁶⁹. De même, les prévisions doivent être raisonnables au regard des faits sur lesquels elles reposent.

Le critère utilisé en droit américain, qui est en voie d'être intégré dans la législation canadienne sur les valeurs mobilières⁷⁰, n'est pas étranger à la jurisprudence québécoise en matière de responsabilité professionnelle. À titre d'exemple, dans *Fenêtres St-Jean Inc. c. Banque canadienne nationale*⁷¹, l'intimée avait émis une opinion erronée relativement à la solvabilité d'une cliente après avoir été questionnée à ce sujet par l'appelante. Selon la Cour d'appel, il n'était pas nécessaire pour l'appelante d'établir que la banque avait transmis une opinion de mauvaise foi, mais plutôt qu'elle était erronée et que cette erreur constituait une faute civile. En l'espèce, l'opinion erronée constituait une faute puisque la banque avait manqué à ses obligations professionnelles en se fondant sur des espoirs, plutôt que sur des faits. De même, dans l'affaire *Fiducie du Québec c. Évaluation technique Inc.*, la Cour supérieure notait que l'évaluateur devait « exécuter

⁶⁶ *In re Donald Trump Casinos Sec. Litig.*, précité, note 64, 371; *In re World of Wonders*, précité, note 64, 1413-1414.

⁶⁷ *Rubenstein c. Collins*, 20 F.3d 160, 167 (5th Cir. 1994).

⁶⁸ J. CALDERON et R. KOWAL, *loc. cit.* note 64, 675.

⁶⁹ *Eisenberg c. Gagnon*, 766 F.2d 770, 776 (3d Cir. 1985).

⁷⁰ TORONTO STOCK EXCHANGE, COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE, *Responsible Corporate Disclosure – A Search for Balance*, Toronto, 1997. Voir le projet de législation proposé en Ontario : « Civil Liability for Continuous Disclosure », (1998) 21 *O.S.C.B.* 3367.

⁷¹ [1990] R.J.Q. 632 (C.A.).

son mandat avec les connaissances normales de la profession et utiliser les moyens à sa disposition pour fournir les renseignements adéquats justifiant l'opinion qu'il est appelé à donner sur la valeur d'un immeuble »⁷². Ces décisions des tribunaux québécois semblent participer d'une volonté de reconnaître qu'une opinion d'évaluation exprimée dans un rapport doit reposer sur un fondement raisonnable⁷³.

La Cour d'appel paraît également avoir reconnu la nécessité de moduler l'appréciation de la conduite du professionnel qui émet une opinion au regard des mises en garde contenues dans le rapport. Dans l'affaire *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud*, la Cour d'appel constata l'opportunité de prendre en compte la confiance susceptible d'être accordée aux informations transmises par le professionnel lors de l'évaluation de l'obligation de prudence et de diligence⁷⁴. En outre, dans l'affaire *Caisse populaire des fonctionnaires c. Plante*⁷⁵, la Cour d'appel remarqua que « l'utilisateur du rapport doit l'accepter comme une opinion correcte, mais sans lui donner une signification autre que celles que le rapport lui-même indique »⁷⁶. Dans ce contexte, les tribunaux québécois pourraient être enclins à accorder une importance à une mise en garde raisonnable relativement à la nature contingente de l'information prospective ou des opinions exprimées lors de la détermination de la responsabilité d'un analyste financier⁷⁷.

⁷² Précité, note 46, p. 21 du texte intégral.

⁷³ Voir aussi : *Crédit Bail-Banque Royale Inc. c. Services professionnels Warnock-Hersey Ltée*, [1995] R.R.A. 893 (C.S.); *Malo c. Michaud*, précité, note 13; *Proulx c. 100242 Canada Inc.*, précité, note 28.

⁷⁴ *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud*, précité, note 13, 536 et 537; voir aussi : *Malo c. Michaud*, précité, note 13.

⁷⁵ [1990] R.R.A. 250 (C.A.).

⁷⁶ *Id.*, 253.

⁷⁷ Voir toutefois : *Laidley c. Kovalik*, [1994] R.R.A. 429 (C.A.), où la Cour d'appel a reconnu la responsabilité d'une firme de comptables agréés nonobstant l'existence d'une mise en garde relative au risque représenté par le placement en cause.

C. La problématique de la faute à l'égard des tiers : le champ d'application du devoir d'agir en analyste raisonnablement prudent et diligent

Outre la définition du standard de l'analyste raisonnablement prudent et diligent, la délimitation des paramètres de la responsabilité de l'analyste financier soulève la délicate question de l'étendue de la responsabilité de l'analyste financier à l'égard des investisseurs sur le marché. La responsabilité de l'analyste –ou de la firme de courtage qui l'emploie– se limite-t-elle aux investisseurs avec lesquels il entretient une relation contractuelle? Ou bien s'étend-elle à tout investisseur qui utilise le rapport d'analyse?

D'emblée, il importe de souligner que le droit civil n'établit pas de limite quant aux personnes envers lesquelles un devoir de prudence et de diligence s'impose, contrairement à la common law⁷⁸. Les principes généraux de la responsabilité civile exigent que les individus fassent preuve de prudence et de diligence dans leurs activités⁷⁹. Pour cette raison, les tribunaux québécois paraissent plus réticents à limiter l'étendue de la responsabilité des professionnels à l'égard des tiers. Une revue des principales décisions à cet égard est éclairante.

Dans *Caisse populaire Charlesbourg c. Michaud*⁸⁰, la Cour d'appel était appelée à statuer sur la responsabilité de comptables agréés pour des informations fausses ou trompeuses dans un bilan. Dans cette affaire, les comptables avaient omis de divulguer l'existence d'un passif contingent dans un bilan qui devait être présenté à une association de constructeurs. Le bilan fut toutefois également utilisé par l'intimé lors d'une demande de prêt effectuée auprès de l'appelante. Examinant la responsabilité des comptables agréés envers la caisse, la Cour souligna que ces derniers devaient assumer la responsabilité des représentations qu'ils effectuent dans des documents qu'ils préparent, indépendamment de la destination initiale des documents, en raison de

⁷⁸ En common law, il n'existe pas une obligation générale de diligence. L'existence de l'obligation de diligence (*duty of care*) doit être établie en fonction des critères développés par la jurisprudence au regard des faits de l'espèce. Voir : *Hercules Management Ltd. c. Ernst & Young*, [1997] 2 R.C.S. 165.

⁷⁹ Voir notamment l'art. 1457 C.c.Q.

⁸⁰ Précité, note 13.

leur statut professionnel auprès du public. Ainsi, la responsabilité des comptables pouvait être engagée auprès de tiers lorsqu'ils commettaient une faute en ne se comportant pas comme un comptable raisonnablement prudent et diligent l'aurait fait dans les mêmes circonstances.

Dans l'affaire *Dupuis c. Pan American Mines Ltd.*⁸¹, le tribunal devait déterminer la responsabilité de l'avocat et des comptables agréés d'un émetteur envers les investisseurs pour des informations fausses ou trompeuses dans un prospectus. Cette affaire fut décidée en vertu du droit commun de la responsabilité civile puisque la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'époque ne contenait pas de recours spécifiques pour des informations fausses ou trompeuses contenues dans le prospectus. Selon le tribunal, l'avocat et les comptables avaient un devoir de se comporter en personne prudente et diligente lors de la préparation du prospectus afin de s'assurer que les investisseurs utilisant ce document ne seraient pas induits en erreur⁸². En l'espèce, si l'avocat s'était conformé à cette norme de conduite, il n'en allait pas de même pour les comptables selon le tribunal. Ces derniers avaient manqué à cette obligation en omettant d'effectuer une vérification adéquate de la situation de l'émetteur qui aurait permis de découvrir les vices qui affectaient les claims miniers de l'émetteur.

Enfin, dans *Crédit Bail-Banque Royale Inc. c. Services professionnels Warnock Hersey Ltée*⁸³, la Cour supérieure était appelée à statuer sur la responsabilité d'une firme d'évaluateurs agréés pour un rapport d'évaluation erroné. La demanderesse, qui n'était pas liée par voie de contrat avec la firme d'évaluateurs, réclamait les dommages subis suite à l'octroi d'un crédit-bail à une compagnie. Le tribunal, statuant sur la responsabilité de la firme, émit les commentaires suivants :

Le Tribunal est d'avis qu'une firme d'évaluation peut être tenue responsable du dommage qu'elle cause à un tiers par une faute commise, notamment dans le quantum de son évaluation. En effet, des évaluateurs d'expérience doivent savoir qu'une évaluation est généralement requise pour faire preuve vis-à-vis une autre personne. En effet, à l'exception du cas ou un des co-associés désire acquérir la part de

81 (1979) 7 B.L.R. 288 (C.S.Q.)

82 *Id.*, 334-336.

83 Précité, note 73.

l'autre, les évaluations sont remises pour des fins particulières, et notamment pour fin de financement, pour préparer des états financiers, pour vendre des actifs à des tiers, pour des fins fiscales, etc.

Le tiers qui n'a pas commandé l'évaluation, mais à qui on présente une évaluation faite par un évaluateur agréé est en droit de s'attendre à ce que le travail ait été fait de façon professionnelle et compétente, de sorte qu'une contre-expertise dans les mêmes conditions ne pourrait normalement donner des résultats très différents. Si une telle évaluation s'avère grandement erronée et qu'elle soit au surplus la cause principale d'un préjudice, la personne lésée est en droit de réclamer des dommages intérêts.⁸⁴

Selon cette jurisprudence, dès le moment où il fournit des informations aux intervenants du marché, l'analyste doit se conformer à la norme générale de l'analyste raisonnablement prudent et diligent. Cette obligation paraît très étendue en ce qu'elle entre en jeu sans égard à la connaissance par l'analyste de l'utilisation potentielle du rapport par des tiers⁸⁵. En effet, selon les décisions qui précèdent, toute personne qui subit un préjudice en raison de la divulgation d'information fautive ou trompeuse, peut invoquer la transgression de cette obligation, peu importe que l'information ait été destinée initialement au marché en général ou à une personne en particulier⁸⁶.

⁸⁴ *Id.*, 898.

⁸⁵ Voir aussi : *Alliance Assurances Co. c. Dominion Electric Protection Co.*, [1970] R.C.S. 168; *Fenêtres St-Jean Inc. c. Banque canadienne nationale*, précité, note 71; *Irwin Management Consultants Ltd. c. Thorne, Riddell*, précité, note 62; *Lalumière c. Moquin*, J.E. 95-909 (C.A.); *Parrot c. Thompson et Monty*, [1984] 1 R.C.S. 57; J.-L. BAUDOIN et P. DESLAURIERS, *op. cit.* note 7, p. 943-945. Pour une critique de la jurisprudence : Hélène LEFEBVRE, « Responsabilité professionnelle des comptables agréés : un vent de fraîcheur en provenance de la Cour suprême du Canada », (1997) 65 *Assurances* 447.

⁸⁶ La jurisprudence anglo-américaine considère la prévisibilité d'utilisation du document par des tiers lors de l'analyse de la responsabilité des professionnelles à l'égard des tiers. Voir : *Hedley Byrne & Co. v. Heller & Partners Ltd.*, [1963] 2 All. E.R. 575 (H.L.); *Haig c. Bamford*, [1977] 1 R.C.S. 466; *Hercules Management Ltd. c. Ernst & Young*, précité, note 73; *Ultramares Corp. v. Touche*, 255 N.Y. 170 (1931) (C.A.). Bien que la jurisprudence québécoise ait parfois suivi ces décisions (voir, par exemple : *Placement Miracle Inc. c. Larose*, [1978] C.S. 318, conf. [1980] C.A. 284), la Cour d'appel dans *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud*, précité, note 13, a souligné qu'elle ne pouvait être d'aucune utilité quant au droit applicable.

III. Le préjudice résultant de la transmission d'information fausse ou trompeuse

Les principes généraux de la responsabilité civile s'appliquent à l'appréciation du préjudice qui résulte de la faute d'un analyste financier⁸⁷. Selon le *Code civil du Québec*, toute personne, qui a subi un préjudice qui constitue une conséquence directe et immédiate de la divulgation d'informations fausses ou trompeuses, peut réclamer des dommages du responsable⁸⁸. Le préjudice ne se limite pas à celui de la victime immédiate. Il peut s'étendre au préjudice de la victime par ricochet dans la mesure où ce préjudice est une suite directe et immédiate du premier préjudice causé⁸⁹. Le préjudice qui résulte du comportement fautif doit toutefois avoir un caractère certain, c'est-à-dire réel ou véritable⁹⁰. C'est donc dire que le préjudice éventuel ou potentiel n'est pas suffisant pour engager la responsabilité civile. En revanche, cela n'empêche pas le préjudice futur d'être susceptible d'indemnisation s'il est certain et qu'il est possible de l'évaluer⁹¹. Par ailleurs, puisque l'octroi de dommages-intérêts a pour objectif de remettre la victime du préjudice dans l'état patrimonial antérieur à la faute, il n'existe aucune limite au montant des dommages-intérêts que peut recevoir une victime, si ce n'est que ceux-ci doivent viser la réparation d'un préjudice qui s'avère une suite directe et immédiate de la faute.

Bien que notre objectif ne soit pas de traiter en profondeur de la question de l'indemnisation du préjudice, certains commentaires méritent d'être formulés relativement à l'application de ces principes dans le contexte de la divulgation, par un analyste financier, d'informations fausses ou trompeuses sur le marché secondaire des valeurs mobilières.

Le préjudice, qui résulte d'informations fausses ou trompeuses divulguées sur le marché secondaire, se matérialisera habi-

⁸⁷ *Laflamme c. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd.*, précité, note 20. Notons toutefois que la Cour d'appel a récemment reconnu la pertinence de la jurisprudence anglo-canadienne lors de l'évaluation du préjudice en raison de la similarité des principes sous-jacents : voir *Biotech Electronics Ltd. c. Baxter*, [1998] R.J.Q. 430, 443 et 444 (C.A.).

⁸⁸ C.c.Q., art. 1457.

⁸⁹ J.-L. BAUDOUIN et P. DESLAURIERS, *op. cit.* note 13, p. 157-171.

⁹⁰ *Id.* p. 171-175.

⁹¹ C.c.Q., art. 1611.

tuellement en une perte effective pour l'investisseur. Il en ira ainsi lorsqu'en raison des informations trompeuses, l'investisseur aura été induit en erreur sur la véritable valeur des titres qui se révèle inférieure suite à l'achat⁹². De même, l'investisseur subira un préjudice lorsque les fausses représentations contenues dans le rapport de recherche l'amèneront à effectuer un placement spéculatif, alors qu'il désirait réaliser un placement non spéculatif⁹³.

Dans un tel cas, l'attitude des tribunaux face à l'indemnisation du préjudice varie selon que l'investisseur s'est départi ou non de ses titres après avoir eu connaissance des fausses représentations. Ainsi, lorsque l'investisseur a liquidé ses titres suite à la connaissance des informations fausses ou trompeuses, les dommages représenteront la différence entre le prix auquel les titres ont été vendus et celui auquel ils ont été achetés⁹⁴. En revanche, lorsque l'investisseur tarde à vendre les titres ou omet de les vendre, suite à la découverte des fausses représentations, les tribunaux sanctionneront ce défaut de minimiser les dommages en établissant le montant des dommages en fonction du prix des titres au moment où l'investisseur aurait dû procéder à la liquidation des titres⁹⁵.

Le devoir de minimiser les dommages doit toutefois s'apprécier au regard des faits de chaque espèce, comme l'a reconnu la Cour d'appel dans *Paquette c. Conseil de la santé et des services sociaux de la Montérégie*⁹⁶. Dans cette affaire, la Cour d'appel confirma la décision de la Cour supérieure qui reconnaissait la nécessité de prendre en compte la possibilité pour l'investisseur de vendre les titres en question. En l'espèce, il n'était pas possible pour l'intimée de se départir rapidement des

⁹² Voir, par exemple : *Carom c. Bre-X Minerals Ltd.*, précité, note 5.

⁹³ Voir, par exemple : *Paquette c. Conseil de la santé et des services sociaux de la Montérégie*, précité, note 26.

⁹⁴ R.D. LEMOYNE et G.R. THIBAudeau, *loc. cit.* note 17, 533. Voir, par exemple : *Burke c. Cory*, précité, note 41.

⁹⁵ C.c.Q., art. 1479. Voir : *Bazinet c. Wood Gundy Inc.*, [1997] R.R.A. 273 (C.A.). La common law impose également une obligation de minimiser les dommages. Voir : *Hongkong Bank of Canada c. Richardson Greenshields of Canada Ltd.*, (1990) 72 D.L.R. (4th) 161 (C.A.C.-B.); *Robertson c. McLeod Young Wier Ltd.*, (1986) 45 Alta. L.R. (2d) 390 (C.A.).

⁹⁶ Précité, note 26. Voir aussi : *Laflamme c. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd.*, précité, note 20, par. 51-59.

actions en raison de leur faible liquidité. Aussi, la Cour supérieure avait-elle choisi d'évaluer la perte subie en fonction d'une éventuelle vente progressive des titres. En prenant soin de limiter sa décision à l'espèce, la Cour d'appel entérina donc le choix de la Cour supérieure de calculer les dommages en multipliant le nombre d'actions détenues par l'investisseur par la différence entre le prix d'achat et le prix moyen des titres, dans la période située entre leur achat et le procès.

IV. Le lien de causalité

Afin qu'un analyste soit tenu responsable, il est nécessaire d'établir un lien de causalité entre la faute commise par le professionnel et le préjudice subi par l'investisseur⁹⁷. Dans le contexte du marché des valeurs mobilières, la détermination du lien de causalité peut être scindée en deux opérations. Tout d'abord, il est nécessaire d'établir que l'investisseur s'est fondé sur les informations en questions pour prendre sa décision. En second lieu, il faut démontrer que les informations erronées constituent le facteur causal déterminant du préjudice subi par l'investisseur. Chacune de ces opérations soulève des difficultés pour les investisseurs lésés.

La première opération exige que l'investisseur démontre qu'il s'est fondé sur les informations fausses ou trompeuses pour prendre sa décision d'acheter les titres⁹⁸. L'investisseur doit établir non seulement qu'il avait connaissance des informations fausses ou trompeuses, mais que celles-ci ont joué un rôle prépondérant dans sa décision de vendre ou d'acheter les titres. S'il est mis en preuve que l'investisseur aurait effectué la transaction au prix prévalant sur le marché à ce moment nonobstant l'existence de ces informations, il n'existera pas de lien de causa-

⁹⁷ C.c.Q., art. 1457 et 1458.

⁹⁸ *Bonhomme c. Bickerdike*, (1899) 17 C.S. 28, 38; *Dupuis c. Pan American Mines Ltd.*, précité, note 41, 335 et 336; *Irwin Management Consultants Ltd. c. Thorne, Riddell*, précité, note 62. Luc LAROCHELLE, Ralph L. SIMMONDS et François J. PEPIN, « Quebec's New Securities Act - One Year Later », dans L. SARNA, (dir.), *Corporate Structure, Finance and Operations*, vol. 3, Toronto, Carswell, 1984, p. 175, 218; Robert DEMERS, « Prospectus Liability and Investor Protection in Quebec Law », (1977) 18 *C. de D.* 745, 751 et 752; voir aussi : *Archambault c. Lévesque*, [1998] A.Q. (Quicklaw) n° 1933 (C.S.).

lité entre la faute et la réalisation du préjudice⁹⁹. En revanche, s'il peut être démontré que l'investisseur n'aurait pas réalisé la transaction sur les titres de l'émetteur au prix prévalant sur le marché à ce moment n'eût été des informations fausses ou trompeuses, l'auteur de la faute sera tenu responsable du dommage résultant de ces informations.

Parfois l'investisseur ne connaîtra pas l'existence du rapport de recherche mais transigera à un moment où des informations fausses ou trompeuses diffusées par un analyste ont fait leur chemin sur le marché. Dans un tel cas, la preuve de ce premier élément du lien de causalité s'avère très difficile, voire impossible. Pourtant, nous devons reconnaître que l'information contenue dans un rapport de recherche est susceptible d'exercer une influence sur le prix des titres d'un émetteur et engendrer un préjudice pour tout investisseur qui achète des titres à ce moment. En effet, rappelons que selon la théorie financière, le prix des titres sur un marché caractérisé par un degré intermédiaire d'efficacité informationnelle reflète à tout moment toute l'information publique disponible sur chacun des titres¹⁰⁰. C'est donc dire que les informations d'un rapport de recherche relatives aux perspectives d'un émetteur, qui sont transmises sur le marché, affectent tous les investisseurs qui transigent sur les titres puisqu'elles sont reflétées correctement et rapidement dans le prix des titres.

Pour surmonter cette difficulté, il serait possible de faire valoir que la divulgation d'un rapport d'analyse contenant des informations erronées cause un préjudice à tout investisseur qui achète des titres qui se transigent sur un marché efficient et dont la valeur est faussée par la divulgation du rapport d'analyse. Cette approche, qui prévaut actuellement en droit des valeurs mobilières américain sous l'appellation de *fraud-on-the-market theory*

⁹⁹ *Garnet Retallack & Sons c. Hall & Henshaw Ltd.*, [1990] R.R.A. 303 (C.A.); *Malka c. Verrier*, [1998] R.R.A. 715 (C.A.); voir aussi : *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud*, précité, note 13, 538.

¹⁰⁰ Richard BREALEY et Stewart C. MYERS, *Principles of Corporate Finance*, 2^e éd. can., Toronto, McGraw-Hill Ryerson, 1992, p. 322 et 323; E.F. FAMA, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », 25 *J. Fin.* 383 (1970); E.F. FAMA, « Efficient Capital Markets: II », 46 *J. Fin.* 1575 (1991). Pour un sommaire des études canadiennes, voir : Ronald J. DANIELS et Jeffrey G. MACINTOSH, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », (1991) 29 *Osgoode Hall L.J.* 863, 873, note 22.

dans le cadre du recours sous la Règle 10b-5 de la *Securities and Exchange Act*, permet de créer une présomption de lien de causalité qui s'applique à tous les investisseurs dans ces circonstances¹⁰¹. Comme l'expliquait la Cour suprême des États-Unis dans *Basic c. Levinson*¹⁰², la théorie du *fraud-on-the-market* est fondée sur le postulat que les investisseurs présument que le prix fixé par le marché reflète toute l'information pertinente et n'est pas affecté par des manœuvres frauduleuses :

*In face-to-face transactions, the inquiry into an investor's reliance upon information is into the subjective pricing of that information by that investor. With the presence of a market, the market is interposed between seller and buyer and, ideally, transmits information to the investor in the processed form of a market price. Thus the market is performing a substantial part of the valuation process performed by the investor in a face-to-face transaction. The market is acting as the unpaid agent of the investor, informing him that given all the information available to it, the value of the stock is worth the market price.*¹⁰³

Bien qu'elle offre une piste de solution intéressante, la théorie du *fraud-on-the-market* n'a pas encore été reconnue en droit canadien ou en droit québécois. De fait, dans une décision interlocutoire rendue récemment dans l'affaire Bre-X, la Cour divisionnaire de l'Ontario a statué que la théorie s'était développée dans un contexte législatif particulier¹⁰⁴. Pour cette raison, il n'était pas opportun d'importer la théorie du *fraud-on-the-market* dans le régime général de la responsabilité civile de common law :

In the United States the fraud on the market theory has one application: it is asserted in a cause of action founded on a breach of a statutory duty. Here, the plaintiffs seek to apply the fraud on the market theory and the resulting presumption to common law causes of action. They also seek to apply the theory in these actions without the limitations which circumscribe its application in the United States. However, the nexus, between the plaintiffs' claims and the theory, is absent

¹⁰¹ Voir : T.L. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 3d ed., p. 812-816 (1985); M.I. STEINBERG, *Understanding Securities Law*, p. 194-197 (1996).

¹⁰² 485 U.S. 224 (1988).

¹⁰³ *Id.*, 244, citant *In re LTV Securities Litigation*, 88 F.R.D. 134, 143 (N.D. Tex. 1980).

¹⁰⁴ *Carom c. Bre-X Minerals Ltd.*, [1998] O.J. (Quicklaw) n° 4496 (Div. Ct.).

*without the necessary statutory framework from which it emanated.*¹⁰⁵

[...]

*The torts of fraudulent and negligent misrepresentation are neither novel nor undeveloped in Canada. Both have been canvassed by the Supreme Court of Canada and the pronouncements of that court on the elements of each must be considered to be settled law. In my view, the presumption of reliance created by the fraud on the market theory can have no application as a substitute for the requirement of actual reliance in either tort. In the context of the torts of fraudulent and negligent misrepresentation a presumption of the nature advocated for by the plaintiffs does not exist in Canadian common law. Indeed, to import such a presumption would amount to a redefinition of the torts themselves.*¹⁰⁶

Bien sûr, les commentaires de la Cour divisionnaire de l'Ontario ne sauraient lier les tribunaux du Québec en raison des différences qui existent entre les régimes de responsabilité de droit civil et de common law¹⁰⁷. Par conséquent, nous pouvons nous interroger sur l'accueil que réserveraient les tribunaux québécois à la théorie du *fraud-on-the-market*, considérant la plus grande souplesse du régime de droit civil.

En second lieu, l'investisseur doit démontrer que le rapport constitue la cause déterminante du préjudice subi¹⁰⁸. La perte doit résulter du fait que l'investisseur a été induit en erreur quant à la valeur ou à la nature des titres achetés par le rapport de recherche. Bien qu'il puisse coexister plusieurs facteurs causals contributifs ayant influé sur la valeur des titres, les informations fausses ou trompeuses du rapport devront donc être d'une importance telle qu'elles ne constituent pas uniquement une simple occasion de réalisation du préjudice¹⁰⁹. Il va sans dire que

¹⁰⁵ *Id.*, par. 36.

¹⁰⁶ *Id.*, par. 40.

¹⁰⁷ *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud*, précité, note 13, 535.

¹⁰⁸ C.c.Q., art. 1607; *Garnet Retallack & Sons c. Hall & Henshaw Ltd.*, précité, note 99. Voir, dans le contexte de la common law : Joan C. SMART et Patricia L. OLASKER, « Disclosure Standards in Canada », (1996) 19 *O.S.C.B.* 221, 259.

¹⁰⁹ Voir : *Laidley c. Kovalik*, précité, note 77, où le juge Vallerand note : « Rien, à mon avis, ne s'oppose à ce qu'un préjudice prenne sa source dans deux événements distincts lorsque l'un et l'autre sont à ce point directement reliés

cette démonstration s'avérera particulièrement onéreuse en raison de la multiplicité des facteurs pouvant influencer sur la valeur ou le prix des titres d'un émetteur :

*une perte, à l'occasion d'un investissement, pourra être causée par des informations erronées ou carrément fausses sur la valeur intrinsèque du placement ou par un ou plusieurs facteurs externes dont l'évolution échappe plus ou moins directement à l'entreprise, à ses dirigeants ou à l'investisseur lui-même et découle d'un ensemble d'éléments comme la survenance d'une conjoncture économique défavorable imprévisible, d'une mauvaise évaluation de l'évolution des affaires ou des choix tactiques ou stratégiques inappropriés des administrateurs.*¹¹⁰

À titre d'exemple, dans l'affaire *Laidley c. Kovalik*, l'appelant avançait que le préjudice de l'intimé ne résultait pas d'une faute professionnelle, mais plutôt d'autres facteurs dont la chute du marché de l'immobilier. La Cour d'appel rejeta cet argument et statua qu'en l'espèce la récession économique « ne constitue pas un fait autonome indépendant des fautes [en ce qu'elle] n'est pas, à elle seule la cause du dommage, ni n'emporte rupture du lien causal existant entre la faute et le dommage »¹¹¹.

En terminant, soulignons qu'un événement indépendant de la volonté de l'auteur de la faute peut rompre le lien de causalité entre la faute et le préjudice. Ainsi, dans plusieurs décisions, les tribunaux québécois ont paru enclins à reconnaître qu'un cas de force majeure économique, comme un krach boursier, pouvait venir interrompre le lien de causalité et décharger le professionnel de sa responsabilité¹¹². De même, la faute de l'investisseur, qui néglige de faire preuve de prudence, pourra affecter l'existence du

au préjudice subi qu'on ne saurait qualifier l'un d'occasion et l'autre de cause. »

¹¹⁰ *Laidley c. Kovalik*, précité, note 77, 433 (juge Gendreau, dissident); voir aussi : *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Blaikie*, [1988] R.J.Q. 1461 (C.S.P.); *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Szaszkiewicz*, [1989] R.J.Q. 458 (C.Q.); *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Smith*, J.E. 94-579 (C.Q.).

¹¹¹ *Laidley c. Kovalik*, précité, note 77, 441 (juge Deschamps).

¹¹² Pour une revue des principales décisions, voir : Alain OLIVIER, « Investment Advice, Professional Liability and the Certainty of Damages in the Civil Law: An Analysis of the Bélanger and Bazinet Cases », (1998) 29 *Can. Bus. L.J.* 453.

lien de causalité et exonérer entièrement ou partiellement l'analyste de sa responsabilité¹¹³.

*

* *

Les analystes financiers jouent un rôle important au sein du marché des valeurs mobilières. Les rapports qu'ils produisent contribuent à améliorer l'efficience du marché en augmentant la quantité d'information disponible sur les émetteurs. Ceci permet aux investisseurs de prendre des décisions plus éclairées dans le choix de leurs investissements et de diriger leurs capitaux vers les titres qui offrent les meilleures perspectives de rendement.

Malgré l'importance des analystes financiers, aucun régime réglementaire ne vient présentement régir l'entrée dans la profession et assurer un niveau minimal de qualité des services. Face à cette situation, il est crucial qu'un contrôle des services fournis par les analystes financiers puisse s'exercer *a posteriori* afin de maintenir un niveau acceptable de qualité. Comme nous avons pu le constater, le régime de la responsabilité civile constitue un mécanisme de contrôle pertinent à cet égard en ce qu'il permet de sanctionner la conduite des analystes financiers qui s'écarte du standard jugé acceptable dans la société.

Pour être véritablement efficace comme mécanisme de contrôle de la conduite des analystes financiers, le régime de la responsabilité civile applicable à ces professionnels mériterait toutefois de se développer. En effet, bien que nous ayons tenté de circonscrire les devoirs des analystes financiers dans notre étude, force est d'admettre que le standard de conduite de l'analyste raisonnablement prudent et diligent demeure pour l'instant imprécis. Par conséquent, nous pouvons nous interroger sur l'opportunité pour le législateur d'intervenir afin d'établir de manière plus précise la norme de conduite de l'analyste raisonnablement prudent et diligent.

¹¹³ *Crédit Bail-Banque Royale Inc. c. Services professionnels Warnock Hersey Ltée*, précité, note 73.