

**Exigences en matière de divulgation des données
sur l'environnement contenues dans la réglementation
sur les valeurs mobilières et les normes comptables
du Canada, du Mexique et des États-Unis**

**Préparé par Robert Repetto, Andrew MacSkimming et
Gustavo Carvajal Isunza**

pour la

Commission de coopération environnementale

en vue de la réunion

Les mécanismes de financement et l'environnement : transparence, divulgation et
reddition de comptes sur l'état de l'environnement

le 25 mars 2002
New York

La Commission de coopération environnementale (CCE), qui a été créée en vertu de l'Accord nord-américain de coopération dans le domaine de l'environnement, est chargée de s'occuper des questions environnementales en Amérique du Nord dans une perspective continentale, en portant une attention particulière aux questions associées à la libéralisation des échanges.

La présente publication a été préparée pour le Secrétariat de la CCE et ne reflète pas nécessairement les vues des gouvernements du Canada, du Mexique ou des États-Unis.

Cette publication peut être reproduite en tout ou en partie sous n'importe quelle forme, sans le consentement préalable du Secrétariat de la CCE, mais à condition que ce soit à des fins éducatives ou non lucratives et que la source soit mentionnée. La CCE apprécierait recevoir un exemplaire de toute publication ou de tout écrit inspiré du présent document.

Commission de coopération environnementale
393, rue St-Jacques Ouest, Bureau 200
Montréal (Québec) Canada H2Y 1N9
Tél. : (514) 350-4300; téléc. : (514) 350-4314
Courriel : info@ccemtl.org
<http://www.cec.org>

Table des matières

Résumé.....	v
I. Introduction.....	1
<i>A. L'importance croissante de la divulgation des données financières.....</i>	<i>1</i>
<i>B. L'importance croissante de la divulgation des données sur l'environnement</i>	<i>3</i>
<i>C. Objet et structure du présent rapport.....</i>	<i>6</i>
II. Exigences en matière de divulgation des données sur l'environnement contenues dans la loi et le règlement mexicains sur les valeurs mobilières	7
<i>A. Dispositions générales en matière de divulgation de données sur l'environnement.....</i>	<i>7</i>
1 Loi sur les valeurs mobilières et le marché boursier	7
2 Normes comptables.....	9
III. Dispositions sur la divulgation des données sur l'environnement des principales instances canadiennes responsables des valeurs mobilières	10
<i>A. Les lois canadiennes sur les valeurs mobilières et leur administration.....</i>	<i>11</i>
1 Compétences en matière de valeurs mobilières au Canada.....	11
2 Origine des lois provinciales sur les valeurs mobilières	11
3 Dispositions essentielles des lois canadiennes sur les valeurs mobilières et méthodes d'administration de ces lois.....	12
<i>B. Exigences générales en matière de divulgation en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique.....</i>	<i>13</i>
1 Faits importants.....	13
2 Changements importants.....	13
3 Divulgation rapide et continue	14
4 Information importante	14
5 Documents financiers.....	14
<i>C. Exigences en matière de divulgation de données sur l'environnement.....</i>	<i>15</i>
1 Exigences d'application générale en matière de divulgation	15
2 Exigences en matière de divulgation dans l'industrie pétrolière et gazière.....	16
3 Exigences en matière de divulgation visant les compagnies du secteur primaire de la Colombie-Britannique.....	16
4 Exigences en matière de divulgation dans l'industrie minière.....	16
IV. Normes comptables canadiennes.....	17
<i>A. Le Manuel de l'ICCA et l'étude de l'ICCA sur la comptabilité et l'environnement</i>	<i>17</i>
<i>B. Traitement du passif environnemental dans les PCGR canadiens.....</i>	<i>17</i>
V. Jurisprudence en ce qui concerne la divulgation des données sur l'environnement	18
VI. Mandat de protection de l'intérêt public établi dans les lois canadiennes sur les valeurs mobilières	22
VII. Exigences de la réglementation américaine sur les valeurs mobilières en matière de divulgation de données sur l'environnement.....	24
<i>A. Mandat de protection de l'intérêt du public établi dans les lois américaines sur les valeurs mobilières</i>	<i>24</i>

<i>B. Exigence fondamentale de divulguer toutes les données importantes</i>	<i>26</i>
<i>C. Le système de divulgation de la SEC.....</i>	<i>27</i>
<i>D. Pratiques comptables généralement reconnues</i>	<i>31</i>
<i>E. Application des exigences de divulgation en matière d'environnement.....</i>	<i>32</i>
V. Sommaire et conclusion.....	33
Ouvrages à consulter	35

Résumé

La divulgation de données financières importantes est essentielle à la protection des investisseurs contre la fraude et au fonctionnement efficace des marchés financiers. De nombreux spécialistes reconnaissent qu'un des principes fondamentaux de la gestion des marchés financiers est le suivant : il faut que les investisseurs aient accès à toute l'information pertinente pour pouvoir prendre des décisions éclairées au moment d'acheter, de vendre ou de conserver des valeurs mobilières. L'accès incomplet ou inégal aux données importantes peut facilement entraîner des erreurs d'établissement des prix des valeurs mobilières sur les marchés financiers. En outre, l'absence de divulgation peut masquer des manipulations et des malversations financières.

La théorie de « l'efficacité des marchés », selon laquelle les marchés financiers possèdent toute l'information pertinente dont le public peut avoir besoin, est défendue par des spécialistes aussi nombreux qu'influents (Fama, 1970). Les tenants de cette théorie la justifient principalement en rappelant que les investisseurs ont toujours eu du mal à obtenir un rendement exceptionnellement élevé, quelle que soit la stratégie de placement qu'ils adoptaient. La théorie opposée, qui affirme que les marchés financiers *ne possèdent pas* réellement une information à laquelle le public *n'a donc pas* accès, est au centre des exigences en matière de divulgation intégrées aux textes des lois américaines, canadiennes et mexicaines sur les valeurs mobilières. Le bon fonctionnement des marchés financiers dépend largement de la divulgation de cette information.

Par exemple, aux États-Unis, le principe de divulgation est le principal outil de réglementation de la *Securities Act* (Loi sur les valeurs mobilières), qui vise à promouvoir l'efficacité des marchés financiers. Sur le fond, l'approche des actuelles lois fédérales sur les valeurs mobilières consiste à atténuer les problèmes que pose l'inégalité d'accès à l'information (Seligman, 1995). « Au cours des deux dernières décennies, nous avons assisté à un élargissement considérable des catégories de données que sont tenues de divulguer toutes les entreprises enregistrées. [...] On peut dire qu'une véritable "révolution de l'information accessoire" touche aujourd'hui le système de divulgation obligatoire d'information » (*ibid.*). Ces exigences visent non seulement l'information relative à la situation actuelle de l'entreprise que les investisseurs jugent pertinente, mais aussi toutes les incertitudes et tous les risques connus susceptibles d'avoir des effets financiers non négligeables.

Au fil du temps, il devient de plus en plus pertinent d'exiger que davantage d'information soit divulguée, parce que les marchés financiers nationaux et internationaux influent de plus en plus sur les décisions des dirigeants des grandes entreprises. Aux États-Unis, la moitié de toutes les actions inscrites en bourse sont détenues par des investisseurs institutionnels qui se livrent une guerre du rendement et dont les portefeuilles connaissent des changements rapides (Conference Board, 1998). Les compagnies qui ne sont plus dans les bonnes grâces des professionnels du placement à la suite de mauvais résultats peuvent subir rapidement une perte de valeur sur le marché. Par ailleurs, les importants investisseurs institutionnels influent de plus en plus sur l'élaboration de méthodes de gestion et des politiques, en dialoguant directement avec les dirigeants d'entreprise (Carleton, Nelson et Weibach, 1998; Smith, 1996; Karpoff, 1998).

Au niveau le plus élémentaire, ce qu'exigent les autorités canadiennes, mexicaines et américaines en matière de divulgation équivaut à exiger que toutes les données importantes sur

les valeurs mobilières offertes au public soient divulguées au plus vite. On définit généralement l'information importante comme l'information que les investisseurs jugent très utile lorsqu'ils ont à décider de l'achat ou de la vente d'un titre. Le terme « important » est très général et l'on n'établit aucun seuil à cet égard. Aux États-Unis, il est reconnu que l'information portant sur la compétence ou l'intégrité des dirigeants (notamment sur le non-respect des lois et règlements en vigueur) peut être importante, même si elle n'est pas significative d'un point de vue financier. Tout le monde reconnaît que, dans les trois pays, les données sur l'environnement peuvent être jugées importantes au sens large et, dans pareil cas, être soumises à l'obligation de divulgation.

Les réglementations américaine et canadienne visant les valeurs mobilières servent toutes les deux l'intérêt public, ce qui n'est pas le cas de la législation mexicaine en la matière, exclusivement axée sur la protection des investisseurs. Au Canada, cette approche axée sur l'intérêt public est limitée aux mesures inspirées des dispositions de la *Loi sur les valeurs mobilières* de base, qui cherchent à promouvoir des marchés financiers équitables et efficaces. Seuls les États-Unis (dans le cadre de la *National Environmental Policy Act* – Loi sur la politique nationale en matière d'environnement) considèrent que l'intérêt public inclut la protection de l'environnement, et que la *Securities and Exchange Commission* (SEC, Commission des valeurs mobilières) doit également tenir compte des objectifs écologiques lorsqu'elle formule des règles et des règlements. Toutefois, cette distinction peut s'avérer largement théorique. En effet, les mesures prises par la SEC ne permettent pas vraiment de savoir si elle a accepté d'assumer une responsabilité plus étendue que celle des autorités canadiennes afin de protéger les investisseurs et de promouvoir l'efficacité des marchés financiers.

En ce qui concerne l'obligation expresse de divulguer des données sur l'environnement, on observe une gradation de la réglementation des trois pays, celle du Mexique étant la moins restrictive et celle des États-Unis étant la plus stricte. La loi fédérale mexicaine visant les valeurs mobilières ne contient aucune disposition établissant une obligation explicite de divulguer le passif environnemental, les coûts connexes ou d'autres éléments. À l'autre extrême, la réglementation américaine sur les valeurs mobilières exige expressément que les entreprises enregistrées divulguent :

- les coûts matériels liés à l'observation de la réglementation environnementale au cours des années à venir;
- les coûts d'assainissement des lieux contaminés si un passif a éventuellement été créé et que l'on peut en évaluer l'ampleur;
- d'autres passifs éventuels résultant de l'exposition ambiante;
- leur participation à titre de partie à une poursuite en justice intentée en rapport avec un enjeu environnemental, en particulier avec un organisme gouvernemental;
- toute tendance connue ou incertitude relative à certains enjeux environnementaux, (notamment, un règlement non encore adopté) susceptibles d'avoir des répercussions importantes sur les activités de la compagnie.

La plupart de ces exigences sont énoncées dans la réglementation canadienne sur les valeurs mobilières et les normes comptables connexes, même si les dispositions diffèrent dans le détail. Les compagnies canadiennes enregistrées doivent également divulguer les impacts financiers de

leur respect des normes de protection de l'environnement et des facteurs de risque associés à l'environnement qui influent largement sur leurs activités. Il faut que les dirigeants d'entreprise examinent et analysent les dépenses inhabituelles, ainsi que les principales incertitudes liées à l'environnement. De plus, en vertu des principes comptables généralement reconnus au Canada, il est obligatoire de divulguer et d'additionner les éléments de passif découlant de la nécessité d'assainir des lieux contaminés.

Ces exigences en matière de divulgation offrent deux possibilités d'harmonisation évidentes aux trois signataires de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA). Premièrement, la réglementation mexicaine visant les valeurs mobilières a établi des exigences bien précises en matière de divulgation des données sur l'environnement, dans un souci d'alignement avec les dispositions existantes des réglementations canadienne et américaine. Étant donné que les dispositions générales imposant la divulgation de toutes les données importantes sont pratiquement les mêmes dans les trois pays, l'harmonisation de certaines de ces dispositions constituerait davantage une clarification qu'une modification de la politique réglementaire.

C'est en matière d'application des lois et règlements qu'il existe une deuxième possibilité d'harmonisation. Étant donné qu'il n'a aucune trace d'application des exigences en matière de divulgation de données sur l'environnement dans le système de justice mexicain, et qu'un seul cas a été enregistré au Canada, il est sans doute possible d'intensifier la mise en application de ces exigences dans les deux pays. En outre, étant donné que les cas d'application aux États-Unis, quoique plus aboutis, sont eux aussi relativement limités, il est également possible de faire des progrès dans ce pays. L'harmonisation des activités d'application de la loi irait dans le sens des objectifs de l'ALÉNA en matière d'investissement et de développement durable.

I. Introduction

A. L'importance croissante de la divulgation des données financières

La divulgation de données financières importantes est essentielle à la protection des investisseurs contre la fraude et au fonctionnement efficace des marchés financiers. De nombreux spécialistes reconnaissent qu'un des principes fondamentaux de la gestion des marchés financiers est le suivant : il faut que les investisseurs aient accès à toute l'information pertinente pour pouvoir prendre des décisions éclairées au moment d'acheter, de vendre ou de conserver des valeurs mobilières. L'accès incomplet ou inégal aux données importantes peut facilement entraîner des erreurs d'établissement des prix des valeurs mobilières sur les marchés financiers. En outre, l'absence de divulgation peut masquer des manipulations et des malversations financières.

La théorie de « l'efficacité des marchés », selon laquelle les marchés financiers possèdent toute l'information pertinente dont le public peut avoir besoin, est défendue par des spécialistes aussi nombreux qu'influents (Fama, 1970). Les tenants de cette théorie la justifient principalement en rappelant que les investisseurs ont toujours eu du mal à obtenir un rendement exceptionnellement élevé, quelle que soit la stratégie de placement qu'ils adoptaient. La théorie opposée, qui affirme que les marchés financiers *ne possèdent pas* réellement une information à laquelle le public *n'a donc pas* accès, est au centre des exigences en matière de divulgation intégrées aux textes des lois américaines, canadiennes et mexicaines sur les valeurs mobilières. Le bon fonctionnement des marchés financiers dépend largement de la divulgation de cette information.

Par exemple, aux États-Unis, le principe de divulgation est le principal outil de réglementation de la *Securities Act*, qui vise à promouvoir l'efficacité des marchés financiers. Sur le fond, l'approche des actuelles lois fédérales sur les valeurs mobilières consiste à atténuer les problèmes que pose l'inégalité d'accès à l'information (Seligman, 1995). « Au cours des deux dernières décennies, nous avons assisté à un élargissement considérable des catégories de données que sont tenues de divulguer toutes les entreprises enregistrées. [...] On peut dire qu'une véritable "révolution de l'information accessoire" touche aujourd'hui le système de divulgation obligatoire d'information » (*ibid.*). Ces exigences visent non seulement l'information relative à la situation actuelle de l'entreprise que les investisseurs jugent pertinente, mais aussi toutes les incertitudes et tous les risques connus susceptibles d'avoir des effets financiers non négligeables.

Au fil du temps, il devient de plus en plus pertinent d'exiger que davantage d'information soit divulguée, parce que les marchés financiers nationaux et internationaux influent de plus en plus sur les décisions des dirigeants des grandes entreprises. Aux États-Unis, la moitié de toutes les actions inscrites en bourse sont détenues par des investisseurs institutionnels qui se livrent une guerre du rendement et dont les portefeuilles connaissent des changements rapides (Conference Board, 1998). Les compagnies qui ne sont plus dans les bonnes grâces des professionnels du placement à la suite de mauvais résultats peuvent subir rapidement une perte de valeur sur le marché. Par ailleurs, les importants investisseurs institutionnels influent de plus en plus sur l'élaboration des méthodes de gestion et des politiques, en dialoguant directement avec les dirigeants d'entreprise (Carleton, Nelson et Weibach, 1998; Smith, 1996; Karpoff, 1998).

L'influence des marchés financiers sur les décisions des gestionnaires est renforcée par le recours de plus en plus systématique aux options d'achat d'actions et aux récompenses aux actionnaires à titre de rémunération pour les cadres. La participation des gestionnaires au capital des sociétés ouvertes américaines est passée de 13 % en 1935 à 21 % en 1995 (Holderness, Kroszner et Sheehan, 1999), ce qui trahit une tendance dénoncée par Berle et Means au début des années 1930 (Berle et Means, 1932). Les options d'achat d'actions et les formes connexes de rémunération des cadres sont les pratiques qui connaissent la plus forte progression. La rémunération globale des dirigeants d'entreprise a augmenté rapidement durant les années 1990, mais les options d'achat d'actions sont passées de 36 % du revenu moyen des dirigeants des entreprises de la liste S&P500 à la fin des années 1980 à 46 % en 1997 (Murphy, 1997). Cette participation incite directement les gestionnaires à s'intéresser aux décisions prises relativement aux marchés financiers, parce que leur propre rémunération dépend désormais beaucoup plus du rendement des actions de leur compagnie sur le marché boursier (Hall et Liebman, 1997). Même lorsque leur rémunération n'est pas expressément liée au cours des actions, la valeur d'une compagnie sur le marché est de plus en plus souvent considérée comme une preuve des efforts mis en œuvre par ses gestionnaires.

Parallèlement à cette évolution significative, la libéralisation des marchés financiers qui s'est produite ces 25 dernières années a fait rapidement augmenter les mouvements de capitaux transfrontaliers. La valeur annuelle des mouvements de capitaux internationaux est aujourd'hui près de dix fois supérieure à celle des échanges internationaux. En outre, à la suite de la crise de l'endettement des années 1980, le volume d'investissements étrangers directs et de placements de portefeuille dans des titres négociables a augmenté par rapport aux prêts des banques internationales. En raison de cette tendance de plus en plus marquée à acheter et à vendre directement des titres négociables sur les marchés financiers internationaux (qui remplace la relation entre les banquiers et leurs clients), il est aujourd'hui plus important de respecter le principe de transparence et de divulgation lorsqu'on évalue le coût des risques.

L'un des enseignements que l'on peut tirer des crises financières qui ont secoué le Mexique et l'Asie du Sud-Est dans les années 1990 est le fait que le manque de transparence a créé un climat d'instabilité financière. Il s'est avéré qu'un grand nombre d'investisseurs internationaux ne connaissaient pas tous les risques inhérents aux titres qu'ils détenaient, en partie parce que les normes comptables et les exigences en matière de divulgation étaient inadéquates. En outre, le manque de transparence n'a fait qu'étendre ces crises financières à d'autres régions, parce que les investisseurs ne pouvaient pas faire la différence entre le risque associé aux investissements qu'ils faisaient dans différents pays et en différentes devises. La facilité avec laquelle les investissements de portefeuille peuvent se déplacer d'un pays à l'autre en réponse aux « surprises » crée la nécessité de divulguer les renseignements importants. Ainsi, toutes les recommandations portant sur le renforcement de l'« architecture » des systèmes financiers internationaux préconisent une amélioration des normes comptables et une plus grande transparence.

L'un des principaux objectifs de l'Accord de libre-échange nord-américain consiste (ALÉNA) à « augmenter substantiellement les possibilités d'investissement sur les territoires des Parties ». À cette fin, l'ALÉNA contient de nombreuses dispositions relatives au traitement national et à l'élimination des restrictions visant les investissements transfrontaliers, ainsi que d'autres mesures visant à encourager ces mêmes investissements. Même si elle n'est pas expressément

mentionnée dans l'Accord, l'harmonisation des normes de comptabilité et de rapport pourrait stimuler considérablement les investissements. Elle peut garantir à un investisseur étranger qu'il ne sera pas désavantagé au moment d'accéder à l'information importante par rapport à la facilité avec laquelle il obtient l'information sur son propre marché. Les forts « préjugés » qu'ont la plupart des investisseurs sont largement imputables à l'avantage qu'ils pensent avoir sur leur propre territoire en matière d'accès à l'information. Si elle est axée sur une plus grande transparence, l'harmonisation des règles et pratiques de divulgation pourrait atténuer ces disparités et promouvoir de ce fait les investissements étrangers. En outre, l'harmonisation des règles et normes comptables peut garantir aux investisseurs que l'information consignée dans les rapports financiers est comparable dans les trois pays.

B. L'importance croissante de la divulgation des données sur l'environnement

L'ALÉNA vise également à promouvoir le développement durable et à renforcer l'élaboration et l'application des lois et règlements de l'environnement. En présentant en toute transparence aux investisseurs les possibilités et les risques financiers auxquels sont exposées les compagnies à la suite de leurs décisions en matière de gestion de l'environnement, on peut inciter largement les intervenants du marché à œuvrer dans le sens du développement durable et à respecter la réglementation environnementale. La divulgation de données environnementales importantes d'un point de vue financier élimine un éventuel décalage entre les intérêts des gestionnaires, des actionnaires et des créanciers d'une entreprise. Par ailleurs, elle incite fortement les gestionnaires à adopter une approche prudente de la gestion de l'environnement en se basant sur le marché et non sur la réglementation.

Dans les trois pays signataires de l'ALÉNA, les exigences en matière de divulgation diffèrent, mais ils appliquent le même principe selon lequel les compagnies doivent divulguer toute l'information dont ont besoin les investisseurs pour prendre des décisions rationnelles et éclairées en matière de placements. Cette norme générale touchant le « caractère significatif » des données ne couvre pas seulement la situation financière et les résultats d'exploitation et en cours, les détails de la gestion et de la participation ainsi que l'affectation prévue des capitaux, mais aussi un grand nombre de risques et d'exigences de nature commerciale, légale et réglementaire. La plupart des spécialistes reconnaissent que la performance environnementale d'une compagnie et les exigences connexes pourraient constituer des données importantes en vertu de cette définition globale du caractère significatif. Selon un article du président du conseil de la *Securities and Exchange Commission* (SEC, Commission des valeurs mobilières) américaine, dans lequel il passait en revue le texte de loi : « [...] la définition du caractère significatif de l'information peut varier selon le contexte dans lequel cette information est divulguée; dans n'importe quel contexte, certaines données de nature écologique sont toujours importantes, et la réglementation en vigueur exige donc qu'elles soient divulguées » (Sonde et Pitt, 1971). Il est nécessaire de divulguer de façon adéquate les données importantes, qu'elles portent ou non sur l'environnement, pas seulement pour garantir le fonctionnement efficace des marchés financiers, mais aussi pour prévenir l'absence d'incitatifs essentiels dans le cadre de la gestion des sociétés industrielles. En l'absence de méthodes de divulgation adéquates, le lien essentiel entre les actionnaires et les gestionnaires des grandes entreprises sera brisé. Si l'évaluation des risques et du rendement des marchés financiers ne reflète pas fidèlement les risques financiers auxquels sont exposées les entreprises en raison de leurs décisions en matière

de gestion de l'environnement, les responsables ne seront pas incités à pratiquer une gestion prudente de l'environnement. Les marchés financiers risquent de sous-estimer la valeur des investissements rationnels visant à réduire les coûts, le passif ou les risques environnementaux et, de ce fait, de décourager les investisseurs. L'inégalité de l'information relative aux risques que font courir les entreprises à l'environnement crée un problème entre mandants et mandataires. Si les investisseurs étrangers ne peuvent pas évaluer avec précision les investissements des compagnies dans la lutte antipollution, les gestionnaires risquent de se refuser à de tels investissements en vue de gonfler leurs bénéfices à court terme (Milgrom et Roberts, 1992). Parallèlement, les gestionnaires qui s'arrangent pour que leur entreprise acquière un avantage concurrentiel en raison de sa capacité à surmonter sans problème les obstacles liés à l'environnement n'auront peut-être pas les bonnes grâces des investisseurs; il faudrait donc sans doute décourager de telles stratégies. Les marchés financiers s'efforcent avant tout d'harmoniser les intérêts des gestionnaires et ceux des actionnaires, ce qui est impossible si les investisseurs ne connaissent pas avec précision les répercussions financières des décisions de gestion. Plus les investisseurs étrangers influent sur les décisions de gestion, y compris celles qui portent sur les risques pour l'environnement, plus il est important qu'ils soient pleinement informés des répercussions financières de ces risques.

On sait déjà que, depuis 25 ans, les données environnementales sont beaucoup plus importantes. Par exemple :

- (i) Les entreprises doivent dépenser plus d'argent en vue de respecter la réglementation de l'environnement. Entre 1972 et 1994, les dépenses affectées par les entreprises américaines à la réduction de la pollution ont plus que doublé en dollars constants (Vogan, 1996). On a observé les mêmes tendances au Canada et au Mexique.
- (ii) Il y a 25 ans, seul un faible pourcentage des actifs gérés par des institutions étaient investis dans des fonds ou des portefeuilles « responsables », qui étaient expressément axés sur la performance environnementale. Aujourd'hui, on estime que plus 1,5 billion de dollars sont placés dans ce type de portefeuilles, et le nombre de fonds mutuels responsables est passé à 175, contre seulement 55 il y a cinq ans (Social Investment Forum, 1999). Les investissements responsables ne peuvent plus être considérés comme un phénomène sans importance.
- (iii) Il a été prouvé à maintes reprises que la divulgation d'information relative aux émissions d'une compagnie (même si elle est exigée par la loi), ou l'omission par celle-ci de respecter la réglementation de l'environnement ou de s'acquitter de sa responsabilité potentielle en matière de réparation des dommages causés à l'environnement, avaient une incidence sur le cours des actions de cette compagnie. Certaines études de cas ont révélé la réaction très nette des marchés à de telles nouvelles sur le front de l'environnement, confirmant que les personnes investissant à la bourse jugent pertinent ce type de données sur l'environnement (Barth et McNicholls, 1994; Hamilton, 1995; Campbell, Sefcik et Soderstrom, 1998).
- (iv) Aux États-Unis et au Canada, on a assisté à la création de plusieurs instituts spécialisés dans la recherche financière, qui vendent aux investisseurs des données sur la performance environnementale des compagnies. Il s'agit notamment de la société Kinder, Lydenburg, and Domini, de l'Investors' Responsibility Research Service et d'Innovest. Par ailleurs, la

plupart des grosses sociétés de placement emploient des spécialistes de la gestion de l'environnement et entreprennent des études internes sur des enjeux environnementaux touchant les compagnies. Le fait que la production et la vente de données environnementales soient devenues une activité économique des sociétés de placement indique que les investisseurs professionnels jugent ces données pertinentes lorsqu'ils prennent des décisions, et pensent donc qu'elles sont importantes d'un point de vue financier.

L'accessibilité des données sur les enjeux environnementaux n'a pas évolué au même rythme que le caractère significatif des données en question. Selon les instituts de recherche qui vendent l'information aux gestionnaires de fonds responsables, les données sur l'environnement comptent parmi les plus difficiles à obtenir. Même aux États-Unis, où l'accès du public aux renseignements officiels est probablement le plus facile, un grand nombre de bases de données de l'*Environmental Protection Agency* (EPA, Agence de protection de l'environnement) et des États (dont celles qui appartiennent théoriquement au domaine public) sont difficiles à consulter, souvent inexactes, non uniformes ou dépassées, et ne sont pas formatées de manière à faciliter les analyses financières ou la consultation de données propres à une entreprise. De plus, en règle générale, les rapports sur l'environnement que publient les compagnies sont sélectifs, ne sont pas normalisés et n'ont aucun lien avec les états financiers (Williams, 1999; Birchard, 1996). Ainsi, l'information que contiennent les rapports indépendants sur l'environnement (publiés par des organismes gouvernementaux ou des services de recherche sur l'environnement) ne se substitue pas vraiment aux données sur l'environnement importantes d'un point de vue financier que doivent divulguer les entreprises.

Il est désormais établi que la divulgation d'information constitue un outil réglementaire fondamental, non seulement sur les marchés financiers, mais aussi pour la lutte contre la pollution. On sait qu'en fournissant au public des renseignements sur les dommages qu'elles ont causés à l'environnement, certaines compagnies ont entaché leur réputation, ce qui les a poussées à changer d'attitude. La publication du *Toxics Release Inventory* (Inventaire des rejets toxiques) par l'EPA a poussé les plus gros pollueurs à prendre des engagements publics et des mesures visant à réduire leurs émissions de substances chimiques toxiques (Konar et Cohen, 1994; Khanna, Quimio et Bojilova, 1998). Dans d'autres pays, on a également constaté que la divulgation au public de données sur la pollution donnait lieu à une amélioration de la performance environnementale (Teitenberg et Wheeler, 1998; Banque mondiale, 1999). En raison de la diminution des coûts associés à la diffusion d'information sur Internet, la divulgation d'information devient un outil stratégique de plus en plus puissant.

L'information autodéclarée dans les états financiers annuels et trimestriels, ainsi que l'information provenant de sources extérieures, ont une incidence sur les marchés financiers. Cependant, comme on pouvait s'y attendre, les entreprises qui divulguent l'intégralité de leurs données financières souffrent moins des réactions des marchés lorsque des renseignements de l'extérieur sont rendus publics (Blacconiere et Patten, 1994; Blacconiere et Northcutt, 1997; Patten et Nance, 1998).

Ainsi, il peut être dans l'intérêt d'une compagnie de divulguer plus systématiquement ses données, parce que cela atténue l'incertitude et l'instabilité des marchés. C'est pourquoi de plus en plus de compagnies publient des rapports indépendants sur l'environnement, même si elles les

intègrent rarement (pour ne pas dire jamais) à leurs états financiers (KPMG, 2000). Des études réalisées au Canada (où les entreprises disposent d'une plus grande latitude pour adopter des normes en matière de divulgation des données environnementales) ont révélé que les entreprises à forte capitalisation, qui dépendent davantage des marchés financiers externes et dont les titres sont échangés plus souvent, sont plus susceptibles de divulguer des données environnementales. Les entreprises au capital moins diversifié et celles qui ont des difficultés financières sont moins enclines à divulguer ces données (Cormier et Magnan, 1999; Li et McConomoy, 1999).

C. Objet et structure du présent rapport

Afin d'atteindre le double objectif consistant à multiplier les possibilités d'investissement et à promouvoir le développement durable, la Commission de coopération environnementale (CCE) a entrepris un examen comparatif des règles en matière de divulgation applicables aux données sur l'environnement que contiennent les lois et règlements sur les valeurs mobilières du Mexique, du Canada et des États-Unis. Cet examen a pour objectif premier de définir les similitudes et les différences entre les exigences en matière de divulgation dans les trois pays. On pourra ensuite utiliser cette comparaison comme base factuelle pour examiner les domaines dans lesquels l'harmonisation est possible, si une telle harmonisation est jugée utile.

Cet examen couvre les règles générales en matière de divulgation qui s'appliquent aux données sur l'environnement, par exemple l'obligation de divulguer toutes les données importantes. Si des faits liés à l'environnement sont importants d'un point de vue financier, ils seront visés par ces exigences en matière de divulgation. L'examen porte aussi sur des exigences précises qui renvoient directement aux données sur l'environnement, par exemple les coûts liés au respect de la réglementation de l'environnement ou à l'assainissement de lieux contaminés. En outre, la CCE examine dans quelle mesure les responsables de la réglementation des valeurs mobilières des trois pays ont les pouvoirs et l'autorité d'exiger la divulgation d'information « d'intérêt public » qui n'est pas nécessairement importante d'un point de vue financier (p. ex., l'information relative à la performance environnementale d'une société ouverte). Enfin, la CCE détermine le degré d'application des règles en matière de divulgation des données sur l'environnement, en examinant, pour les trois pays, les activités d'application, les mesures administratives et les poursuites judiciaires pertinentes.

Compte tenu de ses objectifs fondamentaux, cet examen se limite à la divulgation de données sur l'environnement qui doivent figurer dans les rapports financiers dans l'intérêt des investisseurs. Il ne porte pas sur l'obligation qu'ont les compagnies de présenter des données sur l'environnement aux organismes gouvernementaux afin de se conformer à la réglementation en vigueur. Pas plus qu'il ne porte sur les exigences de divulgation au public contenues dans les lois et règlements de l'environnement, par exemple le « droit à l'information des collectivités ». Le présent rapport porte uniquement sur les exigences en matière de divulgation contenues dans les lois et règlements des trois pays de l'ALÉNA visant les valeurs mobilières.

II. Exigences en matière de divulgation des données sur l'environnement contenues dans la loi et le règlement mexicains sur les valeurs mobilières

Dans la présente section, nous examinerons les dispositions générales relatives à la divulgation de données sur l'environnement contenues dans la législation existante, à savoir :

- la loi sur les valeurs mobilières et le marché boursier;
- les lignes directrices interprétatives publiées par la Commission nationale des opérations bancaires et des valeurs mobilières;
- les principes comptables généralement reconnus au Mexique.

Nous expliquerons également de quelle façon ces lois, règlements et normes sont mis en application.

A. Dispositions générales en matière de divulgation de données sur l'environnement

1 Loi sur les valeurs mobilières et le marché boursier

La réglementation fédérale imposant la divulgation de l'information ne s'applique qu'aux compagnies dont les titres s'échangent sur le seul marché boursier que compte le Mexique. Ces compagnies sont soumises à tout un ensemble de règlements, mais seules 60 à 70 grandes entreprises mexicaines sont cotées en bourse. À l'heure actuelle, une seule compagnie (Telmex) possède un capital qui représente 30 % de la valeur totale du marché boursier.

1.1 Lois et règles applicables aux émetteurs

Les émetteurs sont des sociétés ouvertes ou des organismes gouvernementaux qui émettent des titres dans le seul but d'obtenir un financement. Si un émetteur veut lancer un appel public à l'épargne, ses titres doivent être immatriculés au *Registro Nacional de Valores* (Registre national des valeurs mobilières) de la *Comisión Nacional Bancaria y de Valores* (Commission nationale des opérations bancaires et des valeurs mobilières) (la « CNBV »)¹.

Selon la *Ley del Mercado de Valores* (LMV, Loi mexicaine sur les valeurs mobilières), si un émetteur veut immatriculer un titre au *Registro Nacional de Valores* et l'y maintenir, il doit divulguer certaines données à la CNBV, à la bourse mexicaine et au grand public. Il doit présenter toutes les données destinées à la CNBV à la société de courtage responsable de l'émission des titres. L'information qui doit être divulguée est décrite dans plusieurs circulaires et dans d'autres règles édictées par la CNBV². La divulgation des données financières vise à protéger les investisseurs en leur fournissant l'information dont ils ont besoin pour évaluer les risques et les avantages que peuvent générer les titres immatriculés. La LMV ne prévoit aucune obligation de divulguer des données financières à grande échelle dans le seul but de protéger l'intérêt public, indépendamment de la protection des investisseurs.

¹ Article 11 de la loi mexicaine sur les valeurs mobilières.

² Paragraphe 14(IV) de la LMV.

En juin 2001, la LMV et la loi sur la CNBV ont été modifiées. Avant ces modifications, toute l'information relative aux valeurs mobilières qui était rendue publique devait être préalablement autorisée par la CNBV, y compris le prospectus initial et les rapports financiers annuels. Aujourd'hui, seule l'information visant à promouvoir les titres et à en annoncer l'émission devra être autorisée au préalable par la CNBV. Néanmoins, toutes les données relatives aux titres offerts au public doivent figurer dans le prospectus.

Les nouvelles dispositions exigent en outre des émetteurs souhaitant maintenir l'immatriculation de leurs titres au *Registro Nacional de Valores* qu'ils divulguent continuellement des données aux autorités et au public en déposant périodiquement des rapports financiers, administratifs, économiques et juridiques. Ils doivent présenter à la fois des rapports trimestriels et un rapport annuel. De plus, les émetteurs doivent divulguer en temps voulu toutes les nouvelles données importantes susceptibles d'influer sur le cours des titres; cela signifie que les événements pertinents doivent être divulgués aux investisseurs à mesure qu'ils surviendront.

Les règles générales énoncées dans les circulaires 11-28, 11-33 et 11-18 de la CNBV définissent la nature de l'information que les émetteurs doivent divulguer à la CNBV, aux sociétés de courtage et au grand public, ainsi que les modalités de divulgation. Ces circulaires définissent les exigences globales en matière de divulgation des données importantes sur l'environnement. En plus d'éléments de base comme les statuts constitutifs, les règlements administratifs, les procès-verbaux des assemblées d'actionnaires, la liste des actionnaires ainsi que le nombre d'action détenues, toute augmentation ou réduction du capital et les bilans vérifiés, les émetteurs doivent rendre public un prospectus décrivant leurs activités et les facteurs de risque susceptibles d'influer sur le développement et la rentabilité de leur compagnie. Voici certains de ces facteurs de risque : impact sur les activités de la réglementation gouvernementale (dont celle qui vise l'environnement) et une liste des procédures judiciaires et administratives et des initiatives d'arbitrage auxquelles participe la société. Cette liste comprendrait les poursuites intentées en rapport avec l'environnement.

La circulaire 11-28 établit le principe de base commun aux trois signataires de l'ALÉNA, selon lequel toutes les données importantes doivent être divulguées. Elle stipule que les émetteurs sont tenus de divulguer à la CNBV, aux sociétés de courtage et au grand public tout fait ou renseignement important susceptible d'influer sur le cours des titres. Ainsi, toute donnée sur l'environnement jugée importante sur le plan financier doit être divulguée en vertu de la LMV.

La circulaire 11-33 impose l'obligation légale de présenter annuellement à la CNBV un document de divulgation exhaustif contenant principalement des états financiers : le bilan annuel et, tous les 30 juin, les résultats d'exploitation de l'exercice. Ce rapport annuel doit inclure d'autres renseignements relatifs à la société, par exemple les décisions rendues lors des assemblées d'actionnaires.

La circulaire 11-18 décrit les données financières que doivent divulguer les entreprises et décrit la procédure d'évaluation des actifs. Les entreprises doivent fournir à l'évaluateur (entre autres renseignements) la documentation relative à la prévention et au contrôle de la pollution de l'air, de l'eau et des sols, ainsi qu'aux effets des déchets industriels. Elles doivent notamment produire des renseignements sur les licences, les autorisations et les permis délivrés par les autorités chargées de la réglementation environnementale.

Parallèlement aux dispositions générales relatives à la divulgation d'information, qui s'appliquent à toutes les données sur l'environnement dont ont besoin les investisseurs pour comprendre la nature et l'évolution des titres offerts au public, ainsi que les risques connexes, la réglementation fédérale sur les valeurs mobilières ne contient aucune disposition exigeant expressément la divulgation du passif environnemental, des coûts pour l'environnement ou d'autres éléments connexes.

Pour protéger l'ensemble des investisseurs contre toute divulgation sélective, la LMV stipule que les données importantes de nature confidentielle (la connaissance de tout fait susceptible d'influer sur le cours des titres sur le marché boursier) ne peuvent pas être divulguées lorsqu'elles n'ont pas été rendues publiques³. Les opérations entre initiés sont interdites. Toute personne qui a accès à des renseignements confidentiels ne peut pas les utiliser dans son propre intérêt ou dans l'intérêt d'autres personnes tant qu'ils n'ont pas été rendus publics⁴. Les modifications apportées en juin 2001 interdisent de façon plus générale la divulgation de renseignements confidentiels, que cette divulgation procure ou non un avantage ou un profit à quelqu'un.

2 Normes comptables

2.1 Normes de comptabilité générale établies par la loi mexicaine

L'*Instituto Mexicano de Contadores Públicos* (IMCP, Institut mexicain des experts-comptables)⁵ publie les pratiques comptables généralement reconnues au Mexique (les « PCGRM »). Toute entreprise cotée à la bourse mexicaine doit respecter ces pratiques, au risque de se voir sévèrement sanctionnée et même « désinscrite » par la CNBV.

Depuis l'entrée en vigueur de l'ALÉNA, les trois Parties ont considérablement harmonisé leurs normes comptables respectives. Elles cherchent à modifier les PCGRM et à les adapter aux normes comptables internationalement reconnues, au lieu de se contenter de substituer ces normes-là aux PCGRM existantes. Dans le cadre de ce processus, elles ont aligné les PCGRM sur les normes comptables américaines. Les règles établies par le Conseil international des normes comptables ont également influé sur l'élaboration des PCGR au Canada et aux États-Unis. De fait, lorsque les PCGRM ne couvrent pas un domaine donné, ce sont les principes du Conseil international des normes comptables qui s'appliquent. Si ces derniers ne sont pas non plus pertinents, tout autre principe comptable généralement reconnu dans d'autres pays, par exemple aux États-Unis, est applicable.

2.2 Respect et application des exigences en matière de divulgation

Les dispositions générales en matière de divulgation que contiennent la loi mexicaine sur les valeurs mobilières, les lignes directrices interprétatives de la Commission mexicaine des valeurs

³ Article 16-de la LMV.

⁴ Articles 16 et 16 bis de la LMV.

⁵ L'IMCP est une organisation privée sans but lucratif qui regroupe les experts-comptables. Le Mexique compte de nombreuses associations d'experts-comptables, qui sont toutes membres de l'IMCP. L'IMCP a pour mandat d'édicter des règles que doivent respecter tous ses membres. C'est la CNBV qui possède le pouvoir de réglementer les pratiques comptables mais, en pratique, la Commission suit les règles de l'IMCP.

mobilières et les normes comptables sont généralement respectées. Cependant, il faut noter que, dans certains cas, l'information fournie aux autorités est déformée et que, de ce fait, même lorsque les exigences en matière de divulgation sont techniquement respectées, l'information fournie n'est pas toujours tout à fait fiable. La CNBV ou les autres organismes mexicains de réglementation des valeurs mobilières n'ont jamais intenté de poursuites contre des compagnies accusées de divulguer de façon inadéquate des données importantes sur l'environnement.

III. Dispositions sur la divulgation des données sur l'environnement des principales instances canadiennes responsables des valeurs mobilières

Sigles

ACVM – Autorités canadiennes en valeurs mobilières

ASC – *Alberta Securities Commission* (Commission des valeurs mobilières de l'Alberta)

BCSC – *British Columbia Securities Commission* (Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique)

CCE – Comptabilisation du coût entier

CGA – Comptable général licencié

CNC – Conseil des normes comptables

CVMO – Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

FASB – *Financial Accounting Standards Board* (Bureau chargé des normes de comptabilité) des États-Unis

ICCA – Institut canadien des comptables agréés

LREO – *Loi sur les ressources en eau de l'Ontario*

LVMO – *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario)

MDEO – Ministre de l'environnement de l'Ontario

NA – Notice annuelle

NVEGR – Normes de vérification environnementale généralement reconnues

PCGR – Principes comptables généralement reconnus

RG – Rapport de gestion

La présente section du rapport décrit la réglementation visant les valeurs mobilières en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique, en vertu de laquelle les sociétés ouvertes de ces trois provinces sont tenues de divulguer leurs données sur l'environnement. Elle traite des lois canadiennes sur les valeurs mobilières et de l'administration de ces lois, des principes comptables appliqués à l'environnement établis par l'Institut canadien des comptables agréés, des conditions de divulgation de l'information imposées aux compagnies de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique, des exigences en matière de divulgation des données sur l'environnement.

A. Les lois canadiennes sur les valeurs mobilières et leur administration

1 Compétences en matière de valeurs mobilières au Canada

Si l'on excepte les dispositions du droit criminel qui leur sont applicables, au Canada, les valeurs mobilières sont réglementées par les provinces, qui sont globalement responsables de « la propriété et [d]es droits civils » en vertu du paragraphe 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*⁶. Même la négociation des titres de compagnies constituées en personne morale en vertu des lois fédérales relève de la compétence provinciale, à condition que les mesures prises par la province n'empêchent pas totalement ces compagnies d'émettre des titres⁷.

Les gouvernements provinciaux délèguent une large part de leur autorité aux commissions des valeurs mobilières. En outre, les organisations autoréglementées comme les bourses et un certain nombre d'organismes professionnels jouent un rôle important dans la gestion et l'adoption de règles. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) coordonnent un grand nombre des activités des commissions provinciales des valeurs mobilières; les membres des ACVM sont d'ailleurs des représentants de ces diverses commissions. Il a ainsi été possible d'élaborer des instruments nationaux généralement reconnus par les provinces et de proposer une intensification du rôle des autorités fédérales lors de la négociation de titres.

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) est responsable du plus gros volume de titres négociés au Canada. La Bourse de Toronto négocie aujourd'hui tous les principaux titres canadiens. En conséquence, même s'il existe des différences entre les lois sur les valeurs mobilières de chaque province et territoire, si un émetteur public satisfait aux normes de divulgation applicables en Ontario, il satisfera aussi, dans la plupart des cas, aux règles des autres provinces⁸. Néanmoins, les marchés des valeurs mobilières canadiennes se sont étendus bien au-delà de l'Ontario, en particulier en Alberta et en Colombie-Britannique. Ces deux provinces imposent des exigences particulières en matière de divulgation aux industries primaires.

2 Origine des lois provinciales sur les valeurs mobilières

En plus des lois, des règlements et des décrets édictés par les gouvernements provinciaux, les commissions provinciales des valeurs mobilières jouent un rôle essentiel dans l'élaboration des lois sur les valeurs mobilières et la gestion de celles-ci. Ces commissions rendent des décisions exécutoires et statuent relativement aux différends qui leur sont soumis (décisions auxquelles les

⁶ (U.K.), 30 & 31 Vict., c. 3, réimprimé dans L.R.C. 1985, Ann. II, N° 5.

⁷ Voir *A.-G. Man. c. A.-G. Can.* (Manitoba Securities) [1929] A.C. 260 (la capacité d'augmenter leur capital par l'émission de titres constitue un élément essentiel de la personnalité morale des sociétés fédérales); *Multiple Access c. McCutcheon* [1982] 2 S.C.R. 161 (même les opérations entre initiés, qui sont également visées par les dispositions pertinentes du *Code criminel*, pourraient faire l'objet d'une législation provinciale parallèle); *Lymburn c. Mayland* [1932] A.C. 318 (les provinces ne pouvaient refuser aux sociétés fédérales le droit d'augmenter leur capital, mais elles pouvaient insister pour que les titres ne soient émis que par des courtiers inscrits auprès des autorités provinciales).

⁸ Joan C. Smart, vice-présidente de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Patricia L. Olasker, associée, McMillan Bull Casgrain, « Disclosure Standards in Canada » (préparé pour l'Association internationale du barreau, comités de la section du droit commercial spécialistes des poursuites internationales et des valeurs mobilières, septembre 1995), en ligne : QL (CVMO).

cours supérieures accordent énormément de crédit, lorsqu'il existe des possibilités d'appel⁹). Lorsqu'une loi ou un règlement le permet, ces commissions rendent également des ordonnances ou des ordonnances-cadres s'appliquant à un certain nombre de cas similaires qui leur sont soumis. Mais surtout, elles publient des exposés de principes qui établissent des lignes directrices sur la façon dont les administrateurs vont user de leur pouvoir discrétionnaire, notamment des instructions générales canadiennes, coordonnées par les ACVM. En pratique, les instructions générales et les avis sont essentiels et peuvent être adoptés comme des règles ayant force exécutoire lorsque la loi le permet. La législation provinciale sur les valeurs mobilières autorise les commissions provinciales des valeurs mobilières à user de pouvoirs discrétionnaires très étendus et leur accorde une grande marge de manœuvre pour élaborer des instruments ayant force exécutoire.

En outre, les organisations autoréglementées, comme l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières ou l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA), adoptent des règlements, des règles et des normes qui définissent l'application de la réglementation relative aux valeurs mobilières. De plus, lorsque aucun autre outil ayant force exécutoire n'est pertinent, ce sont les règles énoncées dans le *Manuel de l'ICCA* et dans d'autres recueils de principes comptables qui font autorité, chaque fois qu'un instrument juridique fait référence aux PCGR ou, dans certains cas, lorsque l'instrument juridique n'est pas pertinent^{10, 11}.

3 *Dispositions essentielles des lois canadiennes sur les valeurs mobilières et méthodes d'administration de ces lois*

En général, la législation provinciale relative aux valeurs mobilières vise : 1) les personnes inscrites qui échangent des titres et les renouvellent périodiquement, sous réserve de leur bonne conduite; 2) le dépôt des prospectus provisoires et définitifs divulguant les aspects financiers et opérationnels de l'émission de titres par une entreprise; 3) la divulgation continue et rapide de données financières et autres susceptibles d'influer sur le cours du titre, ainsi que la présentation de rapports périodiques après le placement des titres; 4) les mécanismes destinés à éviter la fraude. Le système fermé de négociations imposé par les lois de l'Ontario, de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de Terre-Neuve, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan et (dans une certaine mesure) du Manitoba garantit que les titres qui ne sont pas accompagnés d'un prospectus déposé dans les règles ou dont l'émission n'était pas précédée de la divulgation d'information au public ne peuvent pas être négociés librement sur les marchés financiers publics.

⁹ Voir, en particulier, *Pezim c. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] JCS N° 58 paragr. 71ff, en ligne : QL (JCS) [ci-après, *Pezim*].

¹⁰ Institut canadien des comptables agréés, *Manuel de l'ICCA*, en ligne : <http://www.cica.ca> (consulté en mai 2001). Dans bien des domaines du droit, on se fie aux PCGR lorsqu'ils sont adaptés aux questions financières, commerciales ou actuarielles et que la législation applicable ne contient aucune disposition pertinente; c'est notamment le cas lorsque la loi fédérale de l'impôt sur le revenu traite des revenus et des dépenses. Voir, p. ex., *Daley c. M.N.R.*, [1950] C.T.C. 254, p. 260, ou *Dom. Tax Cab Assn. c. M.N.R.*, [1954] C.T.C. 34.

¹¹ Vern Krishna, *The Fundamentals of Canadian Income Tax*, 6th ed. (Scarborough, ON: Carswell, 2000).

B. Exigences générales en matière de divulgation en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique

1 Faits importants

La réglementation visant la divulgation de renseignements sur les valeurs mobilières exige en premier lieu le dépôt d'un prospectus préliminaire, puis d'un prospectus définitif¹². Ce prospectus doit « divulguer complètement, fidèlement et clairement tous les faits pertinents se rapportant aux valeurs mobilières qui ont été émises ou dont le placement est envisagé [...] »¹³. L'article 1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (LVMO) définit un « fait important » comme suit : « Dans le contexte de valeurs mobilières qui ont été émises ou dont l'émission est projetée, s'entend d'un fait qui a un effet significatif sur le cours ou la valeur de ces valeurs mobilières, ou dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura cet effet¹⁴. »

La détermination du caractère important d'un fait dépend de la situation de la compagnie visée. Dans *Agbi c. Geosimm Integrated Technologies Corp.*¹⁵, la Cour d'appel de l'Alberta a une fois encore cité et approuvé la définition d'un fait important établie par Marshall J. pour la Cour suprême des États-Unis dans le dossier *T.S.C. Industries Inc. c. Northway Inc.* : « [...] un fait omis est important s'il est fort probable qu'un actionnaire raisonnable le jugerait important au moment où il décide ce qu'il va voter¹⁶ ».

2 Changements importants

Un changement important se distingue d'un fait important. La LVMO définit le changement matériel à l'article 1 :

« Changement important » – Dans le contexte des affaires d'un émetteur, s'entend d'un changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital, s'il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de cet émetteur. La présente définition inclut la décision d'effectuer un tel changement, prise par le conseil d'administration de l'émetteur ou par la direction générale de l'émetteur, si celle-ci estime que cette décision sera probablement approuvée par le conseil d'administration¹⁷.

Les compagnies sont tenues de rendre compte des changements importants négatifs survenant entre l'obtention d'un reçu pour le prospectus provisoire et l'obtention d'un reçu pour le prospectus définitif, ainsi qu'après l'obtention d'un reçu pour un prospectus définitif, mais avant la fin du placement des titres¹⁸.

¹² *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, chap. 5., paragr. 53(1) [ci-après, la LVMO]; *Securities Act*, S.A. 1981, chap. S-6.1, paragr. 81(1) [ci-après, l'ASA]; *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, chap. 418, paragr. 61(1) [ci-après, la BCSA].

¹³ LVMO, art.56; ASA, paragr. 84(1); BCSA, paragr. 61(2), 63(1).

¹⁴ LVMO, art. 1.

¹⁵ [1998] A.J. No. 1290, paragr. 53 (C.A.), en ligne : QL (AJ).

¹⁶ (1976), 96 S. Ct. 2126, motion rejetée 97 S. Ct. Co., 48 L. Ed. (2d) 757, C.C.H. *Federal Securities Law Reports* 90, 069.

¹⁷ LVMO, art. 1.

¹⁸ LVMO, art. 57; ASA, paragr. 85(1), 89(1); BCSA, paragr. 66(1), 67(1), 67(3).

3 *Divulgence rapide et continue*

L'article 75 de la LVMO établit les obligations des compagnies en matière de divulgation continue au terme du processus de dépôt du prospectus initial. Tout changement important survenant dans les affaires d'un émetteur doit être divulgué aux autorités de réglementation des valeurs mobilières et au public par le biais d'un communiqué autorisé par un cadre dirigeant de la compagnie, qui décrira la nature et la substance du changement¹⁹. Lorsque la direction envisage une transaction visant ses titres, elle doit déterminer si des changements importants se sont produits et les divulguer avant de conclure quelque transaction que ce soit²⁰.

4 *Information importante*

Il semble que la législation établisse des exigences distinctes en ce qui concerne la divulgation des faits et des changements importants. Par contre, les instruments élaborés par les commissions provinciales des valeurs mobilières et les bourses provinciales ont largement éliminé cette distinction. Elles imposent plutôt l'obligation de divulguer continuellement et rapidement toute *information* importante liée aux affaires d'un émetteur assujetti, catégorie qui inclut à la fois les faits et les changements importants. Cette exigence est énoncée dans l'*Instruction générale canadienne* n° 40, *Information occasionnelle*, élaborée par les ACVM²¹. L'« information importante » est définie comme suit : « [...] toute information relative aux activités et aux affaires d'un émetteur qui entraîne ou pourrait raisonnablement entraîner un changement significatif du cours ou de la valeur de n'importe lequel des titres de cet émetteur ».

Pour que l'information soit importante, il n'est pas nécessaire qu'un « changement » soit survenu concrètement; la définition est donc plus large. L'Instruction générale n° 40 exige la divulgation immédiate, par voie de communiqué, de l'« information importante » et la notification anticipée des autorités compétentes en matière de valeurs mobilières de la publication de ce communiqué, de sorte qu'elles puissent déterminer si elles peuvent interrompre la négociation des titres de l'émetteur.

5 *Documents financiers*

En plus de la divulgation rapide et continue d'information importante, la divulgation d'un certain nombre de documents financiers est obligatoire. Les émetteurs doivent présenter des états financiers annuels vérifiés conformes aux PCGR²². Ces documents, qui doivent être transmis aux actionnaires et aux autorités de réglementation des valeurs mobilières, comprennent les chiffres correspondants de la période précédente, un état des résultats, un état des bénéfices non répartis, un état de l'évolution de la situation financière et un bilan. Les émetteurs assujettis doivent également présenter tous les trois mois des états financiers intermédiaires²³.

¹⁹ LVMO, paragr. 75(1); ASA, alinéa 118(1)(a); BCSA, alinéa 85(1)(a).

²⁰ *Pezim*, paragr. 90.

²¹ Première publication (1987), 10 O.S.C.B. 6295; reformulé (1993), 16 O.S.C.B. 2722.

²² LVMO, paragr. 78(1), (2); ASA, paragr. 121(1), (2); BCSA, art. 14 et 15.

²³ LVMO, art. 77; ASA, paragr. 120(1); la Colombie-Britannique prévoit dans sa réglementation la présentation d'états financiers intermédiaires.

Le document intitulé *OSC Policy Statement 5.10 – Annual Information Form and Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations* élargit la portée des exigences légales en matière de divulgation continue²⁴. La partie III de cette politique exige que les états financiers soient accompagnés d’une discussion et d’une analyse de la direction à propos de la situation financière de l’émetteur, de ses résultats d’exploitation et de ses perspectives.

C. Exigences en matière de divulgation de données sur l’environnement

1 Exigences d’application générale en matière de divulgation

Si l’on peut raisonnablement s’attendre à ce que les données sur l’environnement soient susceptibles d’influer sur les décisions des investisseurs ou le cours des titres, la réglementation existante exige la divulgation de ces données.

En outre, il existe des exigences particulières relatives à la divulgation de données sur l’environnement. L’alinéa 6.1, (1), 4 (h) du document intitulé *OSC Form 41-501F1, Information Required in a Prospectus* [version abrégée] exige une description narrative des activités de l’émetteur, incluant : « [...] les répercussions financières et opérationnelles des exigences en matière de protection de l’environnement sur les dépenses d’immobilisation, les résultats et la compétitivité de l’émetteur durant l’année financière en cours, ainsi que l’effet prévu pour les années à venir²⁵ ».

Le point 20.1 exige en outre de l’émetteur qu’il établisse une liste des facteurs de risque importants aux yeux de l’émetteur dont un investisseur raisonnable tiendrait compte s’il envisageait d’acquérir les titres en cours de placement, par exemple les risques pour l’environnement ou la santé.

En vertu des dispositions du document *OSC Policy Statement 5.10* précité, l’émetteur assujéti doit indiquer dans sa notice annuelle l’impact des critères environnementaux suivants sur l’ensemble de ses activités et établir une liste des segments de marché touchés : « c) Les répercussions financières ou opérationnelles des exigences en matière de protection de l’environnement sur les dépenses d’immobilisation, les résultats et la compétitivité de l’émetteur pour l’année financière en cours, ainsi que l’effet prévu pour les années à venir²⁶ ».

Selon l’ICCA, les dispositions générales suivantes de l’*OSC Policy Statement 5.10* s’appliqueraient également²⁷ :

En vertu de la partie III, MD&A, alinéa 1(4)(a), paragraphe 124, les dépenses liées à l’environnement qui visent des transactions ou des événements inhabituels ou peu fréquents, ou qui donnent lieu à un changement économique significatif influant de façon non négligeable sur

²⁴ Première publication en (1989) O.S.C.B. 4275, modifié en (1990) 13 O.S.C.B. 943.

²⁵ Publié en (2000) 23 O.S.C.B. (Supp.) 685. On trouve les mêmes critères dans *Ontario Securities Commission Supplement General Prospectus Requirements* (2000), 23 OSCB (Supp.) 795, ainsi que les coûts liés au respect de la législation de l’environnement, au paragraphe 6.1(1) et à l’alinéa 6.4.(h), et les facteurs de risque à l’alinéa 20.1(1)(h).

²⁶ Première publication en (1989) O.S.C.B. 4275, modifié en (1990) 13 O.S.C.B. 943.

²⁷ Moore, D.J. (réd.), *Accounting for Environmental Costs and Liabilities* (Toronto, ICCA 1993).

les résultats d'exploitation doivent être divulgués, ainsi que l'ampleur de leurs effets sur les résultats d'exploitation. Si la compréhension de la situation financière de l'émetteur, de l'évolution de celle-ci ou des résultats d'exploitation de l'émetteur s'accompagne d'un risque ou d'une incertitude lié à l'environnement, il faut divulguer cette incertitude ou ce risque en vertu de la partie III, MD&A, alinéa 1(1)(3), paragraphe 108, en insistant sur les risques prévus pour les deux prochaines années.

2 Exigences en matière de divulgation dans l'industrie pétrolière et gazière

L'avis de l'*Alberta Securities Commission* (ASC, Commission des valeurs mobilières de l'Alberta), intitulé *Notice 43-701 – Oil and Gas Estimates and Reports*, n'énonce pas d'exigences particulières en matière de divulgation des données sur l'environnement²⁸, pas plus que le document intitulé *ASC Staff Notice 44-701 - Oil and Gas Reserves Disclosure in NI 44-101 AIFs*²⁹. Ces deux documents réglementent les déclarations et les représentations, mais en ce qui concerne l'approvisionnement en pétrole et en gaz. Les exigences générales en matière de divulgation d'information importante s'appliquent quand même.

3 Exigences en matière de divulgation visant les compagnies du secteur primaire de la Colombie-Britannique

Le formulaire 14A intitulé *Information Required in Prospectus of a Natural Resource Issuer* exige la divulgation détaillée de l'impact financier de la réglementation de l'environnement³⁰. Le sous-alinéa 6.4(c)5, qui porte sur les propositions d'exploration et de programmes de développement, exige la divulgation de l'information lorsque les restrictions environnementales sont susceptibles d'avoir un effet sur l'exploitation. Le paragraphe 9(1) exige pour sa part que l'on établisse une nouvelle liste des règlements relatifs à l'environnement sous la rubrique « facteurs de risque » lorsque ces règlements peuvent représenter un risque financier important pour un investisseur.

4 Exigences en matière de divulgation dans l'industrie minière

Le point 5 du rapport technique exige une description appropriée de l'expertise environnementale des auteurs du rapport. Le point 6 exige que soit divulguée : « h) dans la mesure où elle est connue, l'intégralité du passif environnemental auquel est soumise la propriété ».

En outre, le point 25 exige de l'émetteur qu'il intègre au rapport technique, s'il y a lieu, une description de ses obligations en matière de dépôt de cautions, de mesures correctives et de bonification du milieu.

²⁸ Publié en (2000), 9 A.S.C.S. 4848.

²⁹ Publié en (2001), 10 A.S.C.S. 474.

³⁰ *British Columbia Securities Commission*, Chapter 1 - Notices Weekly Summary, Edition 95:15, p. 10, April 21, 1995, *Form 14A Information Required in Prospectus of a Natural Resource Issuer*.

IV. Normes comptables canadiennes

A. Le *Manuel de l'ICCA* et l'étude de l'ICCA sur la comptabilité et l'environnement

Au Canada, les compagnies sont tenues de présenter leurs états financiers conformément aux PCGR. Le *Manuel de l'ICCA* est la source de référence pour les PCGR, chaque fois qu'un texte de loi fait référence à ces principes ou qu'une disposition ayant force exécutoire exige la divulgation d'un certain type de données financières ou opérationnelles sans préciser de quelle façon cette divulgation doit se faire. Cependant, la nécessité de divulguer cette information devrait logiquement découler d'une obligation légale. Les PCGR ne constituent pas automatiquement des règles ayant force exécutoire simplement parce qu'ils n'ont pas été forclos ou qu'un texte de loi donné n'est pas pertinent.

B. Traitement du passif environnemental dans les PCGR canadiens

Dans le chapitre 3060 du *Manuel de l'ICCA* (« Immobilisations »), les paragraphes 3060.39, 3060.40, 3060.41 et 3060.63 sont les seuls à faire expressément référence à la divulgation des passifs environnementaux (voir l'annexe B). Le chapitre 3060 du *Manuel de l'ICCA* stipule que « les frais futurs d'enlèvement d'une immobilisation et de restauration des lieux [...] doivent faire l'objet d'une provision constituée au moyen d'imputations aux résultats ». Par contre, selon ce même chapitre, la divulgation de ces coûts ne doit se faire que par le biais d'une provision, et pas par l'imputation d'un montant complet. En outre, la compagnie est seulement tenue de divulguer les frais de restauration engagés parce que l'entreprise a « adopté une politique de restauration des lieux ». Ce chapitre stipule en outre que ce futur passif environnemental ne doit être déclaré que « lorsqu'il est probable que les frais devront être engagés en vertu de la législation sur l'environnement ou d'un contrat, ou parce que l'entreprise a adopté une politique de restauration des lieux » (paragraphe 3060.41; voir l'annexe B). Enfin, le chapitre 3060 se limite aux immobilisations.

En ce qui concerne le passif en général, les paragraphes 1000.32 et 1000.3 du *Manuel de l'ICCA* stipulent ce qui suit :

Les passifs sont des obligations qui incombent à l'entité par suite d'opérations ou de faits passés, et dont le règlement pourra nécessiter le transfert ou l'utilisation d'actifs, la prestation de services ou toute autre cession d'avantages économiques. Les passifs ont trois caractéristiques essentielles :

- a) ils représentent un engagement ou une responsabilité envers des tiers, qui doit entraîner un règlement futur, par transfert ou utilisation d'actifs, prestation de services ou toute autre cession d'avantages économiques, à une date certaine ou déterminable, lorsque surviendra un fait précis, ou sur demande;
- b) l'engagement ou la responsabilité constitue pour l'entité une obligation, à laquelle l'entité n'a guère ou n'a pas du tout la possibilité de se soustraire;
- c) l'opération ou le fait à l'origine de l'obligation de l'entité s'est déjà produit.

Les dépenses futures sont reconnues dans les états financiers si l'opération ou le fait s'est déjà produit. En réponse à ceux qui se demandent si les dommages causés à l'environnement par une

entreprise peuvent être considérés comme une opération ou un fait passé nécessitant des dépenses futures, le groupe d'étude a affirmé que les dommages causés à l'environnement constituaient le fait passé qui va nécessiter des dépenses à un moment donné, en particulier si la législation en place exige des mesures correctives. La position du groupe d'étude à propos des dommages passés causés à l'environnement est sans appel lorsqu'une loi sur l'environnement exige d'une entreprise que celle-ci prenne des mesures correctives; toutefois, selon le paragraphe 1000.34 du *Manuel de l'ICCA*, il n'est pas nécessaire qu'une telle obligation légale existe pour qu'il y ait un passif :

Il n'est pas nécessaire que les passifs soient des obligations exécutoires, pourvu qu'ils soient conformes à la définition d'un passif; ils peuvent être fondés sur des obligations morales ou implicites. L'obligation morale repose sur des considérations d'ordre déontologique ou s'impose sur le plan de la conscience ou de l'honneur. L'obligation implicite est celle dont l'existence peut être déduite des faits dans une situation donnée, par opposition à l'obligation contractuelle.

Néanmoins, la plupart des principes qu'énonce le *Manuel de l'ICCA* laissent place à de nombreuses positions et interprétations à propos de la divulgation des passifs environnementaux. Premièrement, selon l'interprétation que font les paragraphes 1000.32 et 1000.33 du *Manuel*, une entreprise peut alléguer qu'une dépense environnementale ne constitue pas un passif parce que le transfert d'actifs à l'entreprise ne s'est pas encore produit. Deuxièmement, les responsables de l'entreprise ont un certain pouvoir discrétionnaire en ce qui concerne l'estimation raisonnable d'un passif. Troisièmement, ils peuvent toujours choisir de ne pas divulguer un passif donné si, selon eux, il est assez improbable que le fait constituant ce passif se produise. Quatrièmement, lorsque le *Manuel de l'ICCA* exige la divulgation de données précises sur l'environnement, comme c'est le cas pour les frais futurs d'enlèvement d'une immobilisation et de restauration des lieux (voir les paragraphes 3060.39, 3060.40, 3060.41 et 3060.63), les frais en question ne sont pas intégralement reflétés par les états financiers les plus récents, parce que les méthodes comptables imputent des frais futurs à de futures périodes comptables.

V. Jurisprudence en ce qui concerne la divulgation des données sur l'environnement

Le seul cas porté devant la justice en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique en rapport direct avec la divulgation de données sur l'environnement portait sur la question suivante : la mise en œuvre de poursuites invoquant la législation de l'environnement constitue-t-elle un changement important? Dans sa décision (*Re*) *Sheridan*, la CVMO³¹ a déterminé si une demande d'exemption de certaines exigences légales en matière de divulgation, effectuée en vertu de l'article 128 de la LVMO, préalablement accordée à la compagnie minière Sheridan (Madeleine), compte tenu des pouvoirs discrétionnaires dont disposait la Commission, était dans l'intérêt du public.

Selon les employés de la CVMO, M. Sheridan, président, directeur et actionnaire principal de la compagnie minière Madeleine (dont les titres sont inscrits à la Bourse de Toronto) a omis de divulguer rapidement au public l'information relative à une intervention du ministère de

³¹ (1993), 16 O.S.C.B. 6345.

l'Environnement (MDEO), qui affirmait qu'une injonction de la Cour de l'Ontario interdisait toutes les opérations d'exploitation minière et de broyage dans l'une des mines de Madeleine³². Cette allégation lui a été communiquée en juillet 1991, parallèlement à d'autres accusations connexes. La poursuite, qui s'appuyait sur l'article 24 de la *Loi sur les ressources en eau de l'Ontario*, a abouti à un règlement à l'amiable entre le MDEO et la société Madeleine, en octobre 1991. À la fin du mois de septembre, la direction de Madeleine a publié un communiqué de presse relatif à cette poursuite et présenté un rapport faisant état de changements importants en lien avec le règlement d'octobre 1991; à ce moment-là, les dirigeants de la compagnie avaient changé.

Le caractère important de cette poursuite soulevait deux questions. Premièrement, la publication et le dépôt du rapport sur le changement important que représente la demande d'injonction auraient-ils dû se produire en juillet? Deuxièmement, il aurait sans doute fallu divulguer l'injonction et les poursuites connexes dans les notes jointes aux états financiers de l'entreprise pour la période se terminant le 30 juin 1991, conformément aux PCGR.

Ce cas a été réglé après analyse des faits particuliers qui le caractérisaient, mais le tribunal a clarifié les règles de base en matière de divulgation. En fait, les responsables du MDEO n'avaient à aucun moment dépêché un inspecteur qualifié sur le site d'extraction afin de déterminer, par une inspection visuelle rapide, si certains murs de retenue contenant des sous-produits miniers risquaient de s'effondrer et d'entraîner ainsi la contamination des cours d'eau voisins. Le MDEO a cessé toute correspondance, malgré les réponses documentées que lui avait adressées M. Sheridan. À l'occasion de l'injonction, celui-ci a produit des preuves indiscutables du fait que ces murs étaient stables et s'enfonçaient dans le substrat rocheux. À aucun moment les inspecteurs du MDEO ne s'étaient dits préoccupés par les activités d'exploitation minière de la société Madeleine, avant que n'aient lieu certaines conversations téléphoniques teintées de propos acerbes entre M. Sheridan et les représentants du MDEO. En s'appuyant sur ces faits, M. Sheridan a conclu qu'il s'agissait simplement de harcèlement à son endroit de la part du MDEO et que le Ministère n'obtiendrait pas gain de cause en cour. Il en a déduit que la demande d'injonction du mois de juillet ne constituait pas un changement important justifiant la divulgation d'information.

La Commission a noté qu'il n'existait en Ontario rien de comparable à la règle de divulgation des données sur l'environnement en vigueur aux États-Unis, qui est énoncée au point 103 du règlement S-K³³. Elle a souligné les facteurs dont les émetteurs assujettis doivent tenir compte lorsqu'ils déterminent si un fait éventuel ou conjectural, par exemple la possibilité d'une demande d'injonction par un tribunal, constitue ou non un changement important. Selon la Commission, toute éventualité risquant d'interrompre les activités d'une compagnie minière

³² Cette allégation était basée sur les dispositions de la *Loi sur les ressources en eau de l'Ontario*, L.R.O. 1980, chap. 361, modifiée, art. 24.

³³ (1993), 16 O.S.C.B. 6345, p. 25. « L'instruction 5 du point 103 indique qu'il faudrait divulguer, entre autres : les procédures judiciaires auxquelles participe le gouvernement, et préciser si ces poursuites sont assorties d'éventuelles sanctions pécuniaires, à moins que l'émetteur ne croie raisonnablement que la poursuite n'entraînera aucune sanction monétaire ou donnera lieu à des sanctions de moins de 100 000 \$; toute procédure judiciaire entraînant des dépenses d'immobilisation supérieures à 10 % de l'actif existant de l'émetteur; et toute procédure judiciaire jugée importante pour les activités ou la situation financière de l'émetteur. »

constitue à première vue un changement important³⁴. En outre, étant donné que le public s'intéresse de près aux poursuites liées à l'environnement, toute intervention du MDEO pourrait influencer sur la perception qu'a le public de la compagnie visée, quelle que soit la légitimité de sa démarche, et serait donc « importante »³⁵.

La Commission pense également qu'il serait approprié que l'émetteur évalue la probabilité d'aboutissement d'une telle demande d'injonction lorsqu'il en déterminera le degré d'importance, en particulier lorsqu'il sollicitera les conclusions d'experts (ce qui n'a pas été fait dans le dossier Sheridan)³⁶. La Commission a cité l'exemple suivant :

[...] si la demande avait, disons, 1 % de chances d'être acceptée et/ou, en cas de succès, si elle reportait la date d'exploitation de l'intégralité de la mine et des installations de broyage pendant deux semaines (par exemple) et si la levée de l'injonction coûtait 10 000 \$, dans le cas précis de la société Madeleine, la divulgation d'information ne serait peut-être pas obligatoire³⁷.

La Commission a cité et approuvé la décision de l'*American 2nd Circuit Court*, (cour du deuxième circuit américain), *SEC c. Texas Gulf Sulfur Co.* Dans ce cas précis, le tribunal a indiqué qu'il fallait déterminer le degré d'importance en tenant compte de deux facteurs : « [...] 1) la probabilité que le fait se produise et 2) l'ampleur prévue du fait, à la lumière de l'ensemble des activités de la compagnie³⁸ ».

La Commission a critiqué l'attitude cavalière de M. Sheridan relativement à son obligation de divulguer l'information, et le fait qu'il n'ait pas consulté d'avocat au sujet de l'importance de la poursuite intentée contre la société Madeleine³⁹. Par contre, en ce qui concerne les faits de la cause, le MDEO n'avait pas apporté suffisamment de preuves supplémentaires au dossier initial pour pouvoir établir les chances de succès de la demande d'injonction de juillet 1991, date où M. Sheridan s'est vu signifier la déclaration. Il était donc impossible de déterminer le caractère significatif de la poursuite et de prêter foi à l'allégation des employés de la Commission relative à l'omission de divulguer rapidement un changement important. Étant donné que la charge de la preuve incombe aux employés, M. Sheridan a obtenu gain de cause au terme de l'audience.

Parallèlement, le fait que la Couronne n'ait pas fourni assez de preuves dans la demande d'injonction et lors des poursuites connexes a déterminé le résultat de l'audience en ce qui concerne les allégations selon lesquelles M. Sheridan avait omis de divulguer l'information pertinente dans ses états financiers intermédiaires, conformément aux PCGR. Toutefois, le tribunal a fait un certain nombre d'observations relatives à la divulgation d'information sur des poursuites liées à l'environnement, exigée par l'article 77 de la LVMO, qui intègre les PCGR et, de ce fait, les règles du *Manuel de l'ICCA*⁴⁰.

³⁴ (1993), 16 O.S.C.B. 6345, p. 24.

³⁵ (1993), 16 O.S.C.B. 6345, p. 24.

³⁶ (1993), 16 O.S.C.B. 6345, p. 25.

³⁷ (1993), 16 O.S.C.B. 6345, p. 25.

³⁸ 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) (en banc), p. 849, cité par la Commission à la p. 26.

³⁹ (1993), 16 O.S.C.B. 6345, p. 46-47.

⁴⁰ (1993), 16 O.S.C.B. 6345, p. 34ff.

Selon la Commission, la signification de la déclaration relative à la demande d'injonction est survenue après la présentation des états financiers intermédiaires, en juin 1991, mais le paragraphe 1750.06 du *Manuel de l'ICCA* stipule que les états financiers intermédiaires devraient comprendre des renseignements sur des éléments comme « les changements qui se sont produits dans le passif éventuel ». Elle a ensuite tenu compte du paragraphe 1750.14, qui stipule ceci : « Pour établir les informations financières figurant dans les rapports intérimaires, on doit suivre les mêmes principes et appliquer les mêmes procédés que pour dresser les états financiers de fin d'exercice. » La Commission a ensuite fait référence au paragraphe 3290.02 du *Manuel*, qui se lit comme suit : « On entend par éventualité toute situation incertaine susceptible d'entraîner un gain ou une perte pour l'entreprise et dont l'issue ultime dépend d'un ou de plusieurs événements futurs dont on ne sait si, effectivement, ils se produiront. »

La Commission observe qu'aux termes du paragraphe 3290.03, une éventualité inclut les litiges imminents. En outre, le paragraphe 3290.18 du *Manuel* précise qu'« il est utile pour le lecteur d'être au courant de l'existence des liens éventuels dont la matérialisation est jugée probable; il convient donc de les mentionner par voie de notes [dans les états financiers] ».

En ce qui concerne les événements subséquents, le paragraphe 3820.10 du *Manuel de l'ICCA* stipule ceci : « On doit présenter par voie de note, et non en redressant les états financiers, les événements survenus entre la date du bilan et la date de la mise au point définitive des états financiers qui n'ont pas trait à la situation qui prévalait à la date du bilan mais [...] qui auront, ou risquent d'avoir, des répercussions sur les activités futures de l'entreprise. » Le paragraphe 3820.09 donne comme exemple d'événement subséquent l'apparition d'un litige dont la cause est postérieure à la date du bilan.

La Commission considère que la demande d'injonction était un événement subséquent selon les dispositions du *Manuel de l'ICCA*. Elle a également cité le paragraphe 1000.17 du *Manuel*, qui se lit comme suit : « Un élément d'information ou un ensemble d'éléments d'information est important s'il est vraisemblable que son omission ou son inexactitude aurait comme conséquence d'influencer ou de modifier une décision. » Tout en critiquant M. Sheridan pour n'avoir pas inclus de notes dans ses états financiers intermédiaires, elle a également constaté qu'il n'y avait pas assez d'éléments de preuve pour déterminer si la demande d'injonction aurait ou non « des répercussions importantes sur les activités futures de l'entreprise », pour reprendre les termes du paragraphe 3820.10 du *Manuel de l'ICCA* au sujet des événements subséquents. Il a donc été impossible de déterminer l'importance de l'événement subséquent que constituait la demande d'injonction et s'il y avait eu violation de l'article 77 de la LVMO.

Le cas (*Re*) *Sheridan* établit donc que les poursuites intentées par une autorité réglementaire comme le MDEO peuvent constituer un changement important selon que l'on tient compte des éléments suivants : 1) la menace qu'elles représentent pour la poursuite des activités de l'entreprise et l'éventualité d'une publicité négative; 2) la possibilité de succès de la poursuite; 3) l'ampleur des répercussions sur les activités de l'entreprise si la poursuite devait aboutir. Il semble en outre que la restriction de la portée de la divulgation, prévue dans le *Manuel de l'ICCA* dans le cas des événements subséquents (plutôt qu'éventuels), s'applique dans pareils cas.

VI. Mandat de protection de l'intérêt public établi dans les lois canadiennes sur les valeurs mobilières

L'article 127 de la LVMO accorde à la Commission le pouvoir de rendre des ordonnances si elle est d'avis qu'il est dans l'intérêt public de le faire. Ces ordonnances peuvent porter sur les questions suivantes : 1) la suspension ou la restriction de l'inscription, assortie de conditions, 2) l'interdiction des opérations sur une valeur mobilière donnée, 3) l'élimination d'une dispense, 4) la soumission, par un participant au marché, à une révision de ses pratiques, 5) la divulgation de documents donnés, 6) la réprimande d'une personne ou d'une compagnie, 7) la démission d'une personne d'un ou de plusieurs des postes qu'elle occupe à titre d'administrateur ou de dirigeant d'un émetteur, 8) l'interdiction pour une personne de devenir un administrateur d'un émetteur donné. La LVMO porte que le directeur « accuse réception d'un prospectus [...] à moins qu'il ne soit d'avis qu'il serait préjudiciable à l'intérêt public de le faire ». Le terme « intérêt public », qui a une application restreinte, est examiné ci-après⁴¹.

La Commission et les Cours supérieures de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique ont établi des pouvoirs discrétionnaires globaux que la Commission peut utiliser pour rendre ses ordonnances concernant la protection de l'intérêt public. Dans l'arrêt *Cablecasting Ltd.*⁴², la CMVO a établi que, même s'il n'y avait pas eu de violation d'une loi, d'un règlement ou d'une politique, elle pouvait agir dans « l'intérêt public » pour empêcher l'exécution d'opérations qui sont techniquement légales, mais dont l'esprit va à l'encontre de l'intégrité des marchés financiers. Cela a été confirmé dans l'arrêt concernant la *Société Canadian Tire*⁴³, où il a été établi qu'on pourrait interdire une opération sur valeurs même en l'absence de violation d'une loi, d'un règlement ou d'une politique, dans la mesure où un élément de l'opération est non pas déloyal, mais porte atteinte aux marchés financiers, aux investisseurs en général ou à une catégorie d'investisseurs⁴⁴. Dans une décision ultérieure (*H.E.R.O. Industries Ltd.*), la Commission affirmait à nouveau qu'elle exercerait ses pouvoirs en matière de protection de l'intérêt public relativement à des opérations qui constituent une violation de l'esprit des règles visant les offres publiques d'achat, mais pas des règles elles-mêmes : « Il ne devrait subsister aucun doute dans l'esprit des gens : la Commission interviendra pour protéger l'intérêt public dans les cas où l'esprit des règles énoncées à la Partie XIX n'est pas respecté, même si les règles elles-mêmes le sont [...] »⁴⁵.

Les compétences de la CVMO en ce qui a trait à l'intérêt public ont également été définies en termes généraux dans *Gordon Capital Corp. c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, où Craig J., de la Cour divisionnaire de l'Ontario (d'alors) a déclaré ce qui suit dans son jugement :

⁴¹ LVMO, art. 55; ASA, art. 83; BCSA, paragr. 65(1).

⁴² (1978), O.S.C.B. 37.

⁴³ (1987), 35 B.L.R. 56.

⁴⁴ 97-108. Récemment, dans (1995) 18 OSCB 475 #05/95 Canfor Corp., on pouvait lire ce qui suit aux pages 62-63 : *Nous croyons que le critère relatif à la « pratique abusive » énoncé dans l'arrêt Canadian Tire continue de s'appliquer et que, en l'absence d'infraction à la Loi ou au Règlement, nous ne devrions pas interdire des opérations en vertu des pouvoirs qui nous sont conférés, à moins que nous ayons d'abord observé des pratiques abusives visant les investisseurs ou les marchés financiers. Par ailleurs, comme il est mentionné dans l'arrêt Canadian Tire, « l'abus » va au-delà de « l'iniquité ».*

⁴⁵ (1990), 49 B.L.R. 182 à 190-1.

« La *Loi* ne définit pas le terme « intérêt public ». Il incombe à la CVMO de déterminer, compte tenu des particularités de chaque dossier qu'elle étudie, ce qu'est l'intérêt public; à cet égard, la CVMO possède des pouvoirs discrétionnaires très étendus [...]»⁴⁶. »

Quoi qu'il en soit, dans *Pezim c. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, la Cour suprême du Canada statuait que les politiques de la Commission ne peuvent être considérées comme ayant le statut de loi en l'absence d'un pouvoir à cette fin prévu dans la loi (même s'il est défini globalement). J. Iacobucci a affirmé : « ... il importe de faire remarquer que la Commission n'a qu'un rôle limité en matière d'établissement de politiques. Je veux dire par là que ses politiques ne peuvent obtenir le statut de lois ni être considérées comme telles en l'absence d'un pouvoir à cette fin prévu dans la loi⁴⁷ ».

L'arrêt le plus important à cet égard est probablement celui de la Cour de l'Ontario (Division générale) dans l'affaire *Ainsley Financial Corp. c. Ontario (Securities Commission)*, confirmé par la Cour d'appel de l'Ontario. Le juge Blair de la Division générale allait dans le sens de l'observation suivante de M. McIntosh :

S'il est évident que la capacité d'agir pour obtenir réparation dans l'intérêt du public constitue un exercice de pouvoirs discrétionnaires généraux par les organismes de réglementation, *il était clair que l'intention du pouvoir législatif était de ne pas déléguer à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario le pouvoir d'établir des points de droit substantiel de nature législative ou réglementaire*. Il est [...] impossible de ne pas conclure qu'on ne doit pas utiliser les *énoncés de politique [pour] créer des exigences de droit substantiel de nature législative ou réglementaire*. Toute autre conclusion serait contraire à la règle de droit [italiques ajoutées]⁴⁸.

J. Blair a conclu en comparant la CVMO et la SCE des États-Unis : « Rien dans la *Loi* ou dans le Règlement ne prévoit la délégation à la Commission d'un pouvoir général en matière de réglementation de l'industrie des valeurs mobilières pour des raisons d'intérêt public »⁴⁹.

Même s'il est interprété dans un contexte très général, ce pouvoir discrétionnaire ne pourrait être exercé sans tenir compte du libellé de l'article 1.1 de la LVMO :

Article 1.1. Objets. – Les objets de la présente loi sont les suivants :

- a) protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses;
- b) favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci.

Cela ressort dans la deuxième partie de la déclaration de Craig J. de la Cour divisionnaire de l'Ontario (d'alors) dans l'arrêt *Gordon Capital Corp. c. Ontario (Securities Commission)*:

L'étendue du pouvoir discrétionnaire de la CVMO pour ce qui est de définir ce qu'est l'intérêt public [...] est restreinte par l'objet général de la *Loi*, à savoir réglementer l'industrie des valeurs

⁴⁶ (1991), 1 Admin. L.R. (2d) 199, p. 211.

⁴⁷ [1994] 2 R.C.S., 557 à 596.

⁴⁸ [1993] O.J. No. 1830 (confirmé par la Cour d'appel de l'Ontario [1994] O.J. No. 2966), 49.

⁴⁹ [1993] O.J. No. 1830, 33.

mobilières en Ontario, et par les pouvoirs généraux conférés à la CVMO en vertu de la *Loi* visant à préserver l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario et à protéger les investisseurs⁵⁰.

Dans l'arrêt *Committee for Equal Treatment of Asbestos Minority Shareholders c. Ontario Securities Commission*⁵¹, la Cour d'appel de l'Ontario confirmait que le pouvoir discrétionnaire de la Commission en matière de protection de l'intérêt public était fondé sur ces deux objectifs, de même que sur les six principes fondamentaux énoncés à l'article 2.1 de la *Loi*, qui n'élargissent que très peu la portée de son application. Par conséquent, même si la Commission jouit de pouvoirs discrétionnaires en ce qui a trait à l'émission d'ordonnances dans l'intérêt public, ces pouvoirs ne doivent être appliqués qu'aux objectifs fixés par les marchés financiers en matière de protection de l'environnement ou des intérêts sociaux. En l'absence d'une législation explicite adoptée par le lieutenant-gouverneur en conseil, la Commission ne peut pas exercer son pouvoir discrétionnaire pour émettre des ordonnances exécutoires relativement à la divulgation d'information financière ou pour fixer des exigences à cet égard. Les critères fondés exclusivement sur le marché en ce qui a trait à l'exercice du pouvoir de la Commission sont mentionnés à maintes reprises dans la jurisprudence⁵².

VII. Exigences de la réglementation américaine sur les valeurs mobilières en matière de divulgation de données sur l'environnement

La divulgation de renseignements est un élément central de la législation américaine sur les valeurs mobilières. La *Securities Act of 1933* et la *Securities Exchange Act of 1934* sont fondées sur la prémisse selon laquelle le meilleur moyen de protéger les investisseurs contre la fraude et la manipulation et de promouvoir l'établissement d'un prix juste et efficace des valeurs mobilières consiste à divulguer toutes les données pertinentes. On peut lire ce qui suit dans le rapport de la Chambre sur la *Securities Exchange Act* :

La notion de marché public ouvert est fondée sur la théorie selon laquelle on tient compte des opinions contradictoires des acheteurs et des vendeurs en ce qui concerne le prix juste d'un titre pour établir un prix le plus juste possible. De la même manière que la manipulation peut perturber la fonction réelle d'un marché ouvert, la non-divulgation de données importantes nuit au fonctionnement efficace des marchés [H.R. Report No. 73-1383 (1934), cité dans Williams, 1999].

A. Mandat de protection de l'intérêt du public établi dans les lois américaines sur les valeurs mobilières

Les lois fondamentales des États-Unis en matière de valeurs mobilières permettent à la SEC d'exiger la divulgation de toute information « nécessaire ou pertinente à la protection de l'intérêt du public ou des investisseurs ». Ce mandat s'applique à l'information divulguée dans le cadre de l'inscription et de l'offre publique de vente de titres, la sollicitation de votes par procuration et

⁵⁰ (1991), 1 Admin. L.R. (2d) 199 à 211.

⁵¹ *Committee for Equal Treatment of Asbestos [Minority Shareholders c. Ontario Securities Commission]* [1999] O.J. No. 388, 6.

⁵² Voir, p. ex., *Wilkinson c. Toronto Stock Exchange* (1993), 16 O.S.C.B. 3545 à 356, *Pezim c. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 S.C.R. 557, *Security Trading Inc.* (1994), 6 C.C.L.S. 145 à 148-176, *Gordon Capital Corp. c. Ontario Securities Commission* (1991), 1 Admin. L.R. (2d) 199 à 211, 50 O.A.C. 258.

la présentation des comptes rendus publics. Les exigences en matière de divulgation ont deux objectifs : elles protègent les investisseurs contre la fraude et l'inefficacité dans l'établissement des prix des titres, et elles favorisent la direction responsable des entreprises. Ce mandat de protection de l'intérêt public est omniprésent dans la loi américaine sur les valeurs mobilières.

La loi sur les valeurs mobilières précise les objectifs dont la SEC doit tenir compte dans l'élaboration des exigences en matière de divulgation visant à protéger l'intérêt du public.

En vertu de cet article, chaque fois que la Commission régleme et est appelée à déterminer la nécessité ou la pertinence d'une mesure dans l'intérêt du public, elle doit non seulement protéger les investisseurs, mais aussi déterminer si la mesure aura pour effet de favoriser l'efficacité, la concurrence et la formation de capital [*Securities Act*, article 2b].

La promotion de l'efficacité dans les marchés de capitaux et dans l'économie en général constitue l'objectif premier de toute législation sur les valeurs mobilières, en ce qui concerne la protection de l'intérêt public.

Les sessions subséquentes du Congrès ont toutefois élargi le mandat de protection de l'intérêt public de la SEC. La *National Environmental Policy Act* (NEPA, Loi sur la politique nationale en matière d'environnement) de 1969 [Public Law 91-90, 83Stat.852, 42UCS§4321 et suiv. 1970] stipule que la protection de l'environnement est une question de politique nationale. Selon la NEPA :

Le gouvernement fédéral a la responsabilité permanente d'utiliser tous les moyens pratiques pertinents aux autres éléments de politique nationale, [...] de s'acquitter des responsabilités de chaque génération en matière de protection de l'environnement pour les prochaines générations; de faire en sorte que tous les Américains et Américaines vivent dans un environnement sûr, sain, productif et agréable sur le plan esthétique et culturel; de réaliser la gamme la plus complète d'utilisations bénéfiques de l'environnement sans qu'il y ait détérioration, risque pour la santé ou la sécurité ou tout autre conséquence indésirable et imprévue [...] [42USC;§4331(b)].

[...] dans la mesure du possible, 1) les politiques, les règlements et les lois publiques des États-Unis doivent être interprétés et administrés en vertu des politiques mises de l'avant dans les présentes [...] [Article 102(1)].

Le Congrès a donc autorisé et chargé la SEC, à titre d'organisme fédéral, de tenir compte de la protection de l'environnement dans son mandat de promulgation de règlements qui protègent l'intérêt du public. Le *Conference Report* sur la NEPA stipule que, bien que la NEPA n'abroge pas de lois existantes et qu'elle constitue un complément à l'autorisation des organismes fédéraux, « [...] l'article [en question] ne soustrait toutefois pas les organismes fédéraux à l'obligation de mener leurs activités conformément aux dispositions de cette loi à moins que celle-ci n'enfreigne clairement leurs pouvoirs légaux existants [*Conference Report 91-756*, 91^e Congrès, 2 US Code and Administrative News, 2767,2771-2 (1969) ».

Cette promulgation a chargé la SEC de tenir compte de la protection de l'environnement dans la promulgation de ses exigences en matière de divulgation et autres réglementations sur les valeurs mobilières à moins que cette exigence n'entre directement en conflit avec la protection des investisseurs et la promotion de l'efficacité, de la concurrence et de la formation de capital. À l'issue d'un procès découlant d'une pétition pour la réglementation présentée à la SEC par le *National Resources Defense Council* (CDRN, Conseil de défense des ressources naturelles), qui

demandait à la SEC d'exiger la divulgation de toute l'information environnementale, un tribunal de compétence régionale des États-Unis a décidé que la NEPA n'obligeait pas spécifiquement la SEC à exiger la divulgation de renseignements environnementaux, mais priait instamment cette dernière de tenir compte des facteurs environnementaux.

B. Exigence fondamentale de divulguer toutes les données importantes

Outre les obligations de divulgation considérables et spécifiques prévues surtout au règlement S-K, les lois sur les valeurs mobilières imposent aux entreprises une obligation beaucoup plus générale de divulguer toutes les données importantes nécessaires, afin que les déclarations obligatoires ne soient pas trompeuses. Cette exigence s'applique à l'enregistrement des valeurs, aux prospectus, aux circulaires de sollicitation de procurations et aux comptes rendus. Présenter des faits erronés ou trompeurs, ou omettre de divulguer des données importantes, nécessaires pour éviter que les déclarations ne soient trompeuses, rend l'entreprise et ses dirigeants passibles de peines sévères pouvant aller jusqu'à des poursuites au criminel, à des amendes administratives, au retrait de l'enregistrement et à des poursuites privées par des investisseurs lésés. À l'instar des réglementations canadienne et mexicaine, l'exigence générale impose la divulgation de toutes les données importantes.

L'importance d'une bonne partie des données faisant l'objet d'une divulgation obligatoire, dont les données environnementales, est établie selon des critères d'importance relative. Ainsi, à titre d'exemple, la rubrique 101 du règlement S-K oblige les entreprises à divulguer toutes les conséquences importantes du respect des règlements environnementaux promulgués ou adoptés sur les dépenses en capital, les revenus et le caractère concurrentiel pour l'année en cours, l'année suivante et toutes les années subséquentes pour lesquelles les incidences pourraient être importantes. La rubrique 303 du règlement S-K oblige la direction à analyser la situation financière et les résultats d'exploitation ainsi que les incertitudes connues des gestionnaires qui pourraient faire en sorte que l'information financière ne soit pas nécessairement représentative des futurs résultats d'exploitation ou de futures situations financières. Ces dispositions et autres dispositions des règlements sur les valeurs mobilières offrent plus de détails sur les exigences générales de l'obligation de divulguer toutes les données importantes aux investisseurs.

En plus de répondre à la pétition portant sur l'élaboration de règlements du CDRN, la SEC a précisé sa position selon laquelle toute donnée environnementale importante doit être divulguée en vertu de la loi sur les valeurs mobilières et que cette exigence sera exécutoire [SEC, communiqué n° 5627 du Securities Act; 14 oct. 1975; aussi, Williams, 1999].

Le principe concept de l'importance relative a été défini dans le cadre de procédures et dans des communiqués d'interprétation. Une donnée importante est une donnée qu'un investisseur raisonnable pourrait juger pertinente par rapport à toutes les autres données dont il dispose. Dans son bulletin de comptabilité n° 99, qui porte sur l'importance relative, la SEC rappelle qu'il n'existe aucun repère numérique constituant un critère fiable pour déterminer l'importance relative. « Une donnée devient importante lorsqu'il existe une probabilité marquée qu'une personne raisonnable puisse la juger importante » [17CFR§211,12 août 1999]. Le bulletin cite une décision de la Cour suprême des États-Unis selon laquelle une donnée est importante s'il existe une probabilité marquée qu'un investisseur raisonnable puisse juger que cette donnée pourrait avoir des conséquences importantes sur l'ensemble des données disponibles [TSC

Industries v. Northway, Inc., 426US 438, 449 (1976)]. Le bulletin fournit des exemples de déclarations erronées ou d'omissions qui pourraient être importantes malgré leur faible valeur quantitative sur le plan financier, par exemple les déclarations erronées portant sur l'intégrité ou la compétence des gestionnaires, plus particulièrement le respect par l'entreprise des exigences en matière de réglementation environnementale.

C. Le système de divulgation de la SEC

La SEC a émis des règlements, des instructions, des communiqués d'interprétation et des communiqués explicatifs qui forment un vaste système de divulgation hautement intégré afin de réaliser son mandat de prendre les mesures nécessaires ou justifiées pour protéger l'intérêt du public ou les investisseurs. Le type d'information à divulguer est précisé en détail dans le règlement S-K [CFR§229.10 – 229.702(1998)]. Ces exigences en matière de divulgation consistent en une série de données de base qui doivent être divulguées à tous les investisseurs, ainsi que des renseignements approfondis que l'on présume d'intérêt, surtout pour les analystes en valeurs mobilières, les investisseurs institutionnels et les investisseurs particuliers avertis. Ces exigences en matière de divulgation ont été largement normalisées pour plusieurs étapes importantes de la divulgation, précisées dans les lois sur les valeurs mobilières :

- 1) l'information contenue dans un prospectus ou autre document semblable lorsque les titres sont mis en vente au public ou distribués d'une autre façon;
- 2) l'information contenue dans une déclaration accompagnant l'enregistrement de titres auprès de la SEC;
- 3) l'information contenue dans les circulaires de sollicitation des procurations pour l'élection de dirigeants et le scrutin lors d'assemblées annuelles;
- 4) l'information contenue dans des rapports annuels, trimestriels et rapports courants spéciaux remis à la SEC et mis à la disposition du public.

Certaines exigences en matière de divulgation s'appliquent particulièrement aux données de nature environnementale. Toutefois, la SEC précise que le respect des exigences particulières en matière de divulgation environnementale ne soustrait pas l'entreprise à son obligation de respecter également les exigences générales concernant la divulgation de toutes les données importantes [SEC, communiqué n° 33-6130; 44FR56925]. À titre d'exemple, lorsqu'une entreprise divulgue ses politiques en matière d'environnement au public, elle doit s'assurer que ses déclarations sont précises et suffisantes pour que l'information ne soit pas trompeuse.

L'alinéa 101c)(xii) du règlement S-K stipule que :

Toutes les conséquences importantes possibles du respect des dispositions fédérales, étatiques ou locales promulguées ou adoptées dans le but de réglementer le rejet de matières dans l'environnement, ou portant sur la protection de l'environnement, sur les dépenses en capital, les revenus, et le caractère concurrentiel de l'inscrit et de ses filiales, doivent être divulgués en bonne et due forme. L'inscrit doit divulguer toute dépense en capital importante destinée à des installations de contrôle environnemental pour le reste de l'exercice, l'exercice suivant et toute autre période subséquente que l'inscrit juge pertinente.

La SEC a clairement établi dans un communiqué d'interprétation que les entreprises pourraient être appelées à évaluer et à divulguer les coûts du respect des clauses environnementales pour les années à venir si elles estiment que ces coûts pourraient être importants et beaucoup plus élevés que les coûts actuels [SEC, communiqué n° 33-6130; 44FR56924, 3 oct. 1979]. À titre d'exemple, la plupart des règlements environnementaux promulgués sont accompagnés d'une date de conformité future qui fait en sorte que les dépenses en capital de l'année qui vient risquent d'être énormément plus élevées que les dépenses prévues pour l'année en cours.

Il y a une énorme différence, aux États-Unis, entre les dispositions promulguées et les dispositions adoptées, car plusieurs règlements environnementaux promulgués ne sont adoptés que plusieurs mois ou plusieurs années plus tard. Il arrive souvent qu'une partie intéressée conteste la version définitive d'un règlement devant les tribunaux. Les questions litigieuses sont débattues et une décision judiciaire est prise, confirmant la réglementation de l'EPA ou exigeant que celle-ci révise son règlement. Comme les règlements ne sont adoptés qu'après la conclusion de tous les litiges par les tribunaux, il existe de nombreux règlements promulgués qui n'ont pas encore été adoptés. L'alinéa 101c)(xii) exige que les données importantes associées à de tels règlements soient divulguées.

L'article 103 du règlement S-K, qui ne vise pas uniquement les procédures portant sur des questions environnementales, exige la divulgation de procédures judiciaires importantes en instance :

Décrire brièvement toutes les procédures judiciaires importantes en instance, autres que les procédures habituelles relatives aux affaires, dans lesquelles l'inscrit ou une de ses filiales est impliqué ou qui mettent en cause une de leurs propriétés. Préciser le nom du tribunal ou de l'agence saisie du dossier, la date d'institution, les principales parties impliquées, une description des raisons de fait sur lesquelles repose le litige et la solution souhaitée. Joindre les mêmes renseignements pour toute poursuite du même genre qu'envisagent les autorités gouvernementales.

Les directives de la rubrique 103 stipulent notamment ce qui suit :

Il n'est pas nécessaire de divulguer de renseignements concernant les procédures portant surtout sur une réclamation en dommages-intérêts si le montant en question, net d'intérêt et de coûts, ne dépasse pas 10 % de l'actif consolidé actuel de l'inscrit et de ses filiales. Par contre, si la procédure porte essentiellement sur les mêmes questions factuelles et judiciaires que d'autres procédures en instance ou connues et envisagées, le montant faisant l'objet de cette procédure doit être inclus dans le calcul de ce pourcentage [...].

[...] Nonobstant ce qui précède, les poursuites administratives ou judiciaires (y compris, pour les besoins de A et B de cette directive, les procédures qui portent essentiellement sur les mêmes enjeux) émanant de dispositions fédérales, d'un état ou locales promulguées ou adoptées dans le but de réglementer le déversement de matières dans l'environnement ou, au premier chef, de protéger l'environnement, ne sont pas considérées comme « une procédure de routine reliée aux affaires » et doivent être décrites dans les conditions suivantes :

- A. si la procédure est importante pour les affaires ou la situation financière de l'inscrit;
- B. si la procédure porte surtout sur une réclamation pour dommages-intérêts ou pourrait entraîner une sanction monétaire, une dépense en capital, des frais reportés ou des imputations aux résultats, et que le montant en question, net d'intérêt et de coûts, représente plus de 10 % de l'actif consolidé actuel de l'inscrit et de ses filiales; ou

- C. si une des parties impliquées dans la procédure en question est une autorité gouvernementale et que cette procédure peut entraîner des sanctions monétaires, à moins que l'inscrit ne croie raisonnablement que la procédure n'entraînera aucune sanction monétaire ou une sanction monétaire net d'intérêt et de coûts de moins de 100 000 \$. Le cas échéant, toutes les procédures semblables doivent être regroupées et décrites de façon générale. »

La rubrique 303 du règlement S-K, qui porte sur les exigences de l'analyse par la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation présentée sous forme d'explication narrative qui accompagne les rapports financiers, précise une autre exigence de divulgation qui pourrait avoir des conséquences très importantes sur la divulgation de données sur l'environnement. La rubrique 303 impose la divulgation et la présentation de tout engagement, tendance, événement ou incertitude connu qui pourrait avoir des conséquences importantes sur la situation financière ou les résultats d'exploitation de l'entreprise. La rubrique 303 stipule ce qui suit :

Liquidités : « Préciser toutes les tendances connues ou tout engagement, événement ou incertitude connu qui entraînera ou devrait entraîner une augmentation ou une réduction marquée des liquidités de l'inscrit [...] »

Résultats d'exploitation : « [...] Préciser toutes les tendances ou les incertitudes connues qui ont eu ou qui, selon l'inscrit, pourraient avoir des incidences favorables ou défavorables importantes sur les ventes, les revenus ou les recettes nets associés à l'exploitation permanente de l'entreprise. Si l'inscrit a connaissance de certains événements qui pourraient entraîner un changement important dans la relation entre les coûts et les revenus (tels qu'une future augmentation des coûts de la main-d'œuvre ou du matériel ou une augmentation des prix ou des ajustements de stocks), le changement dans la relation doit alors être divulgué [...] »

Les directives de la rubrique 303 stipulent notamment que :

[...] L'analyse par la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation doit porter expressément sur les incertitudes et les événements importants connus de la direction qui pourraient faire en sorte que l'information financière reportée ne soit pas nécessairement représentative de futurs résultats d'exploitation ou de la situation financière future, par exemple les descriptions et les montants de (A) qui pourraient avoir des incidences sur les activités futures mais n'ont pas eu d'incidences sur le passé, et les situations de (B) qui ont eu des incidences sur les activités reportées et ne devraient pas avoir d'incidences sur les activités futures [...].

[...] Les inscrits ne sont pas tenus de fournir de l'information axée sur l'avenir, mais sont encouragés à le faire. Cette information se distingue des données connues actuellement qui auront des incidences sur les futurs résultats d'exploitation, tels que de futures augmentations des coûts de la main-d'œuvre ou du matériel, qui pourraient faire l'objet d'une divulgation obligatoire. Toute information axée sur l'avenir ainsi divulguée est expressément protégée par la règle d'exonération des prévisions. Voir le règlement 175 de la *Securities Act*, le règlement 3b-6 de la *Securities Exchange Act* et le communiqué n° 6084 de la *Securities Act* (25 juin 1979).

La portée de cette exigence a été expliquée de façon plus approfondie dans un communiqué d'interprétation : « L'obligation de divulguer s'applique lorsqu'il existe une tendance, une demande, un engagement, un événement ou une incertitude connu de la direction qui pourrait raisonnablement avoir des incidences importantes sur la situation financière ou les résultats d'exploitation de l'inscrit. »

Ce communiqué impose le fardeau de la preuve à la direction, en ce sens que les incertitudes connues doivent être divulguées à moins que la direction puisse déterminer que celles-ci « ne

devraient raisonnablement pas avoir d'incidences importantes » [SEC, communiqué n° 33-6835; 54FR22430, 24 mai 1989].

La SEC explique cette exigence en donnant l'exemple d'une réglementation hypothétique en matière de sécurité proposée par le gouvernement qui affecte les activités d'une entreprise. La SEC explique comme suit la méthode permettant de déterminer si la divulgation est nécessaire :

[...] la direction doit déterminer deux choses :

- 1) La tendance, la demande, l'engagement ou l'incertitude connu a-t-il des chances raisonnables de se réaliser? Si la direction estime que c'est improbable, aucune divulgation n'est alors nécessaire.
- 2) Si la direction est incapable de déterminer cette éventualité, elle doit évaluer de façon objective les conséquences de la tendance, de la demande, de l'engagement ou de l'incertitude connu, si celui-ci se réalise. Le cas échéant, la divulgation est obligatoire à moins que la direction n'estime que l'éventualité ne devrait pas avoir de conséquences importantes sur la situation financière ou les résultats d'exploitation de l'inscrit [54FR22430].

Dans ce communiqué, la SEC précise que les événements qui ont déjà eu lieu ou qui sont anticipés pourraient entraîner des incertitudes importantes. Elle met les inscrits en garde :

Si des changements importants dans la situation financière ou les résultats d'exploitation d'une entreprise surviennent au cours d'une période de déclaration et que l'éventualité de ces changements n'a fait l'objet d'aucune discussion avant la publication des rapports, le personnel de la Commission, dans le cadre de son examen du dernier rapport, mènera une enquête sur les circonstances en vigueur lors des rapports antérieurs afin de déterminer si l'inscrit a omis de discuter d'une tendance, d'une demande, d'un engagement ou d'une incertitude connu, comme exigé à la rubrique 303 » [SEC, communiqué n° 33-6835; 54FR22431, n28, 24 mai 1989].

Dans ses discussions d'interprétation sur la divulgation obligatoire de l'analyse, par la direction, de la situation financière et des résultats d'exploitation, le personnel de la SEC a expressément précisé les obligations de toute entreprise reconnue comme une partie potentiellement responsable (PPR) de la contamination d'un site en vertu de la *Comprehensive Environmental Response, Compensation, and Liability Act* (CERCLA, Loi générale en matière d'intervention, de compensation et de responsabilité environnementales), communément appelée la *Superfund Act* (Loi sur le fonds spécial pour l'environnement). Toute entreprise ayant été informée de sa situation dans de telles circonstances peut ensuite être assujettie aux dispositions de l'obligation solidaire reliée aux coûts de réparation des dommages causés à l'environnement. Le communiqué d'interprétation précise que le fait d'être reconnu comme une PPR n'entraîne pas nécessairement l'obligation de divulguer l'intention du gouvernement d'intenter des procédures en vertu de la rubrique 103 du règlement S-K. Par contre, en vertu de la rubrique 103, le fait d'être reconnu comme une PPR oblige la direction de l'entreprise à analyser la situation financière et les résultats d'exploitation, à moins que la direction ne puisse établir, en fonction de circonstances et de faits connus tels que la contribution de l'entreprise à la contamination, la protection offerte par les assurances et la contribution probable des autres parties responsables, que le risque de conséquences financières importantes est faible.

D. Pratiques comptables généralement reconnues

Tout comme les entreprises canadiennes et mexicaines, les sociétés américaines sont tenues de respecter les PCGR dans la préparation des comptes rendus et rapports financiers. L'article 4-01a du règlement S-K statue que les états financiers qui ne sont pas conformes aux (PCGR) sont considérés comme trompeurs. Les PCGR sont définies dans des textes du référentiel des organismes de normes comptables tels que le *Financial Accounting Standards Board* (FASB, Bureau chargé des normes de comptabilité). Ces normes comptables influent énormément sur la façon dont les entreprises divulguent et traitent les données environnementales.

L'application stricte de l'obligation solidaire de remise en état de lieux sérieusement contaminés prévue par la *Superfund Act* a ouvert la porte à d'immenses responsabilités financières possibles de la part de plusieurs entreprises et a suscité énormément d'intérêt de la part du monde comptable envers les responsabilités éventuelles liées à la contamination de l'environnement. Le cadre de travail comptable de base pour le traitement de ces responsabilités est mis de l'avant dans la norme de comptabilité financière n° 5 (comptabilité des responsabilités) et la règle d'interprétation financière n° 14 (estimation raisonnable des pertes) de la FASB.

Les coûts potentiels de la remise en état de l'environnement sont traités comme une responsabilité éventuelle à moins que la possibilité soit très faible et les coûts minimes.

La norme de comptabilité financière n° 5 établit deux critères pour déterminer si la responsabilité éventuelle devient une charge à payer. Il doit être raisonnablement probable qu'il y a eu perte, que la valeur d'un actif a été atteinte ou qu'il y a responsabilité. De plus, le montant de la perte doit être évalué de façon raisonnable. Cependant, s'il n'est pas nécessaire de créer une charge à payer mais qu'il est raisonnable de croire qu'il y a eu perte, l'éventualité doit être divulguée. La règle d'interprétation financière n° 14 (FIN14) de la FASB empêche les entreprises de se réfugier dans les incertitudes entourant leur part des coûts de remise en état en établissant que, s'il est possible de déterminer une fourchette des pertes, il faut alors imputer aux charges à payer le montant qui semble le plus raisonnable à l'intérieur de cette fourchette. Par contre, si un montant est aussi probable qu'un autre, il faut alors imputer le plus faible montant de la fourchette. La FIN93 pousse l'obligation plus loin en déterminant que les responsabilités éventuelles telles que celles reliées à la réparation des dommages causés à l'environnement doivent être enregistrées sans déduire la récupération financière possible par les compagnies d'assurance ou autres parties responsables, sauf dans des circonstances très particulières. En outre, le comité de travail sur les problèmes nouveaux de la FASB a établi dans le communiqué EITF 93-5 (comptabilité de la responsabilité environnementale) que ces responsabilités ne doivent pas être actualisées à leur valeur actuelle à moins que le montant et les échéances des dépenses ne puissent être déterminés de façon fiable.

La SEC a émis le bulletin de comptabilité n° 92 (SAB) afin d'expliquer en détail la question des PCGR en matière de responsabilité éventuelle [SEC, communiqué n° 92, 58FR32843 (8 juin 1993)]. Le SAB92 informe les inscrits de ne pas retarder la divulgation ou l'imputation de la charge à payer à cause des incertitudes jusqu'à ce qu'un seul montant puisse être raisonnablement établi. Les estimations doivent être fondées sur les renseignements existants et mis à jour lors de déclarations subséquentes à mesure que de nouveaux renseignements sont dévoilés. Le SAB92 confirme que les montant éventuels récupérés de tierces parties ne doivent

pas être déduits des responsabilités potentielles. Il faut plutôt enregistrer le montant brut et le montant potentiellement récupéré séparément sur le bilan financier. De plus, les montants potentiellement récupérés contestés par des tiers doivent aussi être divulgués. Le SAB92 oblige toute entreprise qui n'actualise pas sa responsabilité environnementale à divulguer sa méthode et son taux d'actualisation, qui ne doit pas dépasser le taux appliqué aux bons du Trésor américains. Il précise également ce qui doit être divulgué dans les notes afférentes aux états financiers afin que ceux-ci ne soient pas trompeurs dans les cas où aucun montant n'est imputé aux charges à payer. L'entreprise doit divulguer les circonstances entourant l'éventualité, les différents résultats possibles et les suppositions et estimations de la compagnie concernant ces résultats. En général, en vertu de la rubrique 303 du règlement S-K, la SEC exige que la divulgation soit suffisante pour permettre aux investisseurs de comprendre toute la gamme de résultats qui pourraient avoir des incidences importantes sur les liquidités, la situation financière et les résultats d'exploitation d'une entreprise.

E. Application des exigences de divulgation en matière d'environnement

La SEC possède divers outils pour forcer l'application de ses règlements, depuis les lettres d'enquête et les avis de manquement jusqu'aux poursuites administratives et les procédures au civil. Ces outils sont rarement utilisés [Caputo, 1992–993]. Il y a eu peu de poursuites administratives pour omission d'avoir divulgué des données environnementales. Celles-ci sont :

- *SEC c. Allied Chemical Corp.* [N° 77-0373, 4 mars 1977], où l'entreprise a reconnu sa responsabilité pour avoir omis de divulguer sa responsabilité potentielle concernant un déversement de produits chimiques toxiques.
- L'affaire *U.S Steel Corp.* [*Exchange Act*, communiqué n° 16223, 27 sept. 1979], sur l'omission de la compagnie d'avoir divulgué les futurs coûts du respect des normes environnementales et son implication dans des poursuites judiciaires avec le gouvernement fédéral.
- L'affaire *Occidental Petroleum Corporation* [*Exchange Act*, communiqué n° 34-16950, (2 juillet 1980)], sur l'omission de la compagnie d'avoir divulgué l'existence d'une poursuite judiciaire pour une question environnementale et les coûts de réparation des dommages causés à l'environnement.
- L'affaire *Lee Pharmaceuticals* [dossier de procédures administratives n° 3-9573, 9 avril 1998], sur l'omission d'avoir divulgué les responsabilités potentielles pour la réparation des dommages causés à l'environnement.

Quelques rares poursuites concernant un manquement à l'obligation de divulguer la responsabilité environnementale se sont rendues devant les tribunaux. Celles-ci sont :

- *Levine v. NL Industries* [20 Env. Law Rep. 20197, S. D. NY, 31 juillet 1989], pour omission d'avoir divulgué la responsabilité et les procédures judiciaires pour non-respect des règles environnementales et des coûts de réparation.
- *Grossman c. Waste Management, Inc.* [589 F. Suppl. 395, N.D. Ill. 1984]
- *Steiner c. Baxter* [N° 89-M-809, D. Col., 9 mai 1989]

En 1990, la SEC et l'EPA ont conclu une entente informelle de coopération par la mise en commun d'information. La SEC devait utiliser l'information fournie par l'EPA afin de vérifier l'exactitude des divulgations des entreprises concernant leurs responsabilités financières, surtout en ce qui concerne la réparation des dommages causés à l'environnement dans les endroits relevés en vertu de la *Superfund Act*. Par ailleurs, des groupes d'intérêt public des États-Unis ont essayé de temps à autres de porter les cas de non-divulgation par des grandes sociétés américaines à l'attention de la SEC [Lewis, 1998; Friends of the Earth, 1997; Repetto et Austin, 2000]. L'EPA a tout récemment entrepris d'informer les entreprises visées par ses procédures d'application pour non-respect des règles environnementales de leurs obligations en matière de divulgation à la SEC (US EPA 2001). Ainsi, aux États-Unis, les dossiers d'application des exigences de divulgation dans le domaine de l'environnement, biens que rares, sont plus complets que ceux des deux autres Parties à l'ALÉNA.

V. Sommaire et conclusion

L'examen comparatif que nous avons fait des exigences en matière de divulgation de données sur l'environnement contenues dans la réglementation du Mexique, du Canada et des États-Unis révèle des similarités fondamentales, de même que certaines différences particulières.

Au niveau le plus élémentaire, ce qu'exigent les autorités canadiennes, mexicaines et américaines en matière de divulgation équivaut à exiger que toutes les données importantes sur les valeurs mobilières offertes au public soient divulguées le plus rapidement possible. On définit généralement l'information importante comme l'information que les investisseurs jugent très utile lorsqu'ils ont à décider de l'achat ou de la vente d'un titre. Le terme « important » est très général et l'on n'établit aucun seuil à cet égard. Aux États-Unis, il est reconnu que l'information portant sur la compétence ou l'intégrité des dirigeants (notamment sur le non-respect des lois et règlements en vigueur) peut être importante, même si elle n'est pas significative d'un point de vue financier. Tout le monde reconnaît que, dans les trois pays, les données sur l'environnement peuvent être jugées importantes au sens large et, dans pareil cas, être soumises à l'obligation de divulgation.

Les réglementations américaine et canadienne visant les valeurs mobilières servent toutes les deux l'intérêt public, ce qui n'est pas le cas de la législation mexicaine en la matière, exclusivement axée sur la protection des investisseurs. Au Canada, cette approche axée sur l'intérêt public est limitée aux mesures inspirées des dispositions de la *Loi sur les valeurs mobilières* de base, qui cherchent à promouvoir des marchés financiers équitables et efficaces. Seuls les États-Unis (dans le cadre de la NEPA) considèrent que l'intérêt public inclut la protection de l'environnement, et que la SEC doit également tenir compte des objectifs écologiques lorsqu'elle formule des règles et des règlements. Toutefois, cette distinction peut s'avérer largement théorique. En effet, les mesures prises par la SEC ne permettent pas vraiment de savoir si elle a accepté d'assumer une responsabilité plus étendue que celle des autorités canadiennes afin de protéger les investisseurs et de promouvoir l'efficacité des marchés financiers.

En ce qui concerne l'obligation expresse de divulguer des données sur l'environnement, on observe une gradation de la réglementation respective des trois pays, celle du Mexique étant la

moins restrictive et celle des États-Unis, la plus stricte. La LMV du Mexique ne contient aucune disposition établissant une obligation explicite de divulguer le passif environnemental, les coûts connexes ou d'autres éléments. À l'autre extrême, la réglementation américaine sur les valeurs mobilières exige expressément que les entreprises enregistrées divulguent :

- les coûts matériels liés à l'observation de la réglementation environnementale au cours des années à venir;
- les coûts d'assainissement des lieux contaminés si un passif a éventuellement été créé et que l'on peut en évaluer l'ampleur;
- d'autres passifs éventuels résultant de l'exposition ambiante;
- leur participation à titre de partie à une poursuite en justice intentée en rapport avec un enjeu environnemental, en particulier avec un organisme gouvernemental;
- toute tendance connue ou incertitude relative à certains enjeux environnementaux, (notamment, un règlement non encore adopté) susceptibles d'avoir un effet non négligeable sur les activités de la compagnie.

La plupart de ces exigences sont énoncées dans la réglementation canadienne sur les valeurs mobilières et les normes comptables connexes, même si les dispositions diffèrent dans le détail. Les compagnies canadiennes enregistrées doivent également divulguer les impacts financiers de leur respect des normes de protection de l'environnement et des facteurs de risque associés à l'environnement qui influent largement sur leurs activités. Il faut que les dirigeants d'entreprise examinent et analysent les dépenses inhabituelles, ainsi que les principales incertitudes liées à l'environnement. De plus, en vertu des principes comptables généralement reconnus au Canada, il est obligatoire de divulguer et d'additionner les éléments de passif découlant de la nécessité d'assainir des lieux contaminés.

Ces exigences en matière de divulgation offrent deux possibilités d'harmonisation évidentes aux trois signataires de l'ALÉNA. Premièrement, la réglementation mexicaine visant les valeurs mobilières a établi des exigences bien précises en matière de divulgation des données sur l'environnement, dans un souci d'alignement avec les dispositions existantes des réglementations canadienne et américaine. Étant donné que les dispositions générales imposant la divulgation de toutes les données importantes sont pratiquement les mêmes dans les trois pays, l'harmonisation de certaines de ces dispositions constituerait davantage une clarification qu'une modification de la politique réglementaire.

C'est en matière d'application des lois et règlements qu'il existe une deuxième possibilité d'harmonisation. Étant donné qu'il n'existe aucune trace d'application des exigences en matière de divulgation de données sur l'environnement dans le système de justice mexicain, et qu'un seul cas a été enregistré au Canada, il est sans doute possible d'intensifier la mise en application de ces exigences dans les deux pays. En outre, étant donné que les cas d'application aux États-Unis, quoique plus aboutis, sont eux aussi relativement limités, il est également possible de faire des progrès dans ce pays. L'harmonisation des activités d'application de la loi irait dans le sens des objectifs de l'ALÉNA en matière d'investissement et de développement durable.

Ouvrages à consulter

- Banque mondiale. 1999. *Greening Industry: New Roles for Communities, Markets, and Government*. Rapport de recherche de la Banque mondiale, Oxford University Press, New York et Londres.
- Barth, M.E., et M.F. McNichols. 1994. « Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites ». *Journal of Accounting Research*, 32 (suppl.) : 177–209.
- Berle, A.A., et G.C. Means. 1932. *Modern corporation and private property*, New York, Chicago, Commerce Clearing House.
- Birchard, B. 1996. « Make Environmental Reports Relevant ». *CFO* (juin).
- Blaconiere, W.G., et W.D. Northcutt. 1997. « Environmental Information and Market Reactions to Environmental Legislation ». *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 12(2) : 149–178.
- Blaconiere, W.G., et D.M. Patten. 1994. « Environmental Disclosures, Regulatory Costs, and Changes in Firm Value ». *Journal of Accounting and Economics*, 18 : 357–377.
- Campbell, K., S.E. Sefcik et N.S. Soderstrom. 1998. « Site Uncertainty, Allocation Uncertainty, and Superfund Liability Valuation ». *Journal of Accounting and Public Policy*, 17 : 331–366.
- Carleton, W.T., J.M. Nelson et M.S. Weisbach. 1998. « The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF ». *Journal of Finance*, LIII, 4 : 1335–1362.
- Conference Board. 1998. « Financial Assets and Equity Holdings ». Vol. 1 de *The Institutional Investment Report*, Global Corporate Governance Research Center, The Conference Board, New York.
- Cormier, D., et M. Magnan. 1999. « Corporate Environmental Disclosure Strategies: Determinants, Costs, and Benefits ». *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 14(4) (nouv. série) : 429–452.
- Fama, E.F. 1970. « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work ». *Journal of Finance*, 383–417.
- Friends of the Earth, Citizen Action et Sierra Club. 1997. *Viacom, Inc. - A Hidden Legacy of Hazardous Waste*. Friends of the Earth, Washington D.C.
- Hall, B.J., et J.B. Liebman. 1997. « Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? » Document de travail. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Hamilton, J. 1995. « Pollution as News: Media and Stock Market Reactions to the Toxic Release Inventory Data ». *Journal of Environmental Economics and Management*, 28 : 98–103.
- Holderness, C.G., R.S. Kroszner et D.P. Sheehan. 1999. « Were the Good Old Days that Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression ». *Journal of Finance*, LIV, 2 : 435–470.
- Karpoff, J. 1998. *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings*. Document de travail. University of Washington School of Business.
- Khanna, M., W.R.H. Quimio et D. Bojilova. 1998. « Toxic Release Information: A Policy Tool for Environmental Management ». *Journal of Environmental Economics and Management*, 36 : 243–266.
- Konar, S., et M. Cohen. 1994. « Information as Regulation: The Effects of Community Right to Know Laws on Toxic Emissions ». *Journal of Environmental Economics and Management*, 32 : 109–124.
- KPMG. 2000. *International Survey of Environmental Reporting*. (31 mars 2000.)
- Lewis, S. 1998. *The Investor's Right to Know Less: A Case Study of Environmental Reporting to Shareholders by Phelps Dodge, Incorporated*. The United Steelworkers of America. Consultable à l'adresse <<http://www.PhelpsDodgeWatch.org>>.
- Li, Y., et B.J. McConomoy. 1999. « An empirical Examination of Factors Affecting the Timing of Environmental Accounting Standard Adoption and the Impact on Corporate Valuation ». *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 14(3) : 279–321.

- Milgrom, P., et J. Roberts. 1992. *Economics, Organization and Management*. Prentice Hall, NY.
- Murphy, K.J. 1997. *Politics, Economics, and the Controversy over Executive Compensation*. Communication présentée à l’American Enterprise Institute Conference on Understanding Economic Inequality, Washington, D.C.
- Patten, D.M., et J.R. Nance. 1998. « Regulatory Cost Effects in a Good News Environment: The Intra-Industry Reaction to the Alaskan Oil Spill ». *Journal of Accounting and Public Policy*, 17 : 409–429.
- Repetto, R., et D. Austin. 2002. *Coming Clean: Corporate Disclosure of Financially Significant Environmental Risks*. World Resources Institute, Washington, D.C.
- Seligman, J. 1995. *The Transformation of Wall Street*.
- Smith, M. 1996. « Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS ». *Journal of Finance*, LI : 227–252.
- Social Investment Forum. 1999. *1999 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*. SIF Industry Research Program.
- Sonde, T., et H.L. Pitt. 1971. « Utilizing the Federal Securities Laws to “Clear the Air! Clean the Sky! Wash the Wind!” » *Howard Law Journal*, vol 16.
- Teitenberg, T., et D. Wheeler. 1998. *Empowering the Community: Information Strategies for Pollution Control*. Communication présentée à la Frontiers of Environmental Economics Conference, Airlie House, VA.
- US EPA, Office of Enforcement and Compliance Assurance. 2001. « US EPA Notifying Defendants of SEC’s Environmental Disclosure Requirements ». *EPA Enforcement Alert*, vol. 4, n° 3.
- Vogan, C. 1996. « Pollution Abatement and Control Expenditures, 1972–94 ». *Survey of Current Business*.
- Williams, C. 1999. « The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency ». *Harvard Law Review*, 112 : 1197–1311.