

**L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant
spécialisé en valeurs mobilières : une étude du *Bureau de décision et de révision en
valeurs mobilières***

Une étude de recherche préparée pour le
Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières

Stéphane Rousseau

**L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant
spécialisé en valeurs mobilières : une étude du *Bureau de décision et de révision en
valeurs mobilières***

Biographie

Stéphane Rousseau

Stéphane Rousseau est professeur agrégé à la Faculté de droit de l'Université de Montréal, où il est titulaire de la Chaire en droit des affaires et en droit commercial. Diplômé de l'Université Laval (LL.B. et LL.M.) et de l'Université de Toronto (J.S.D.), le professeur Rousseau est un spécialiste du droit des sociétés, de la gouvernance d'entreprise, du droit des valeurs mobilières et de l'analyse économique. Il est l'auteur de nombreux articles scientifiques et ouvrages dans ses domaines d'expertise. Il prononce régulièrement des conférences dans les milieux universitaires et professionnels au Canada, de même qu'à l'étranger.

L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières : une étude du *Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*

Sommaire

Les commissions canadiennes des valeurs mobilières ont traditionnellement été structurées comme des organismes administratifs multifonctionnels. Selon ce modèle, elles font office d'autorité de réglementation, d'enquêteur, de poursuivant et d'arbitre. Les auteurs de politiques et les experts en droit s'accordent de plus en plus pour dire que cette structure est problématique et qu'elle doit être revue de façon que les fonctions réglementaires et décisionnelles soient exercées par des entités distinctes dans le cadre d'un « modèle à deux volets ». En dépit de ce consensus croissant, certains critiques disent douter que le modèle à deux volets puisse améliorer l'ensemble du système réglementaire, en insistant sur le manque de réceptivité à l'égard des considérations d'ordre politique dont pourrait faire montre un tribunal administratif indépendant.

Le Québec constitue un laboratoire intéressant pour analyser les avantages et les enjeux que représente un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières. En réalité, le Québec a effectué, en 2002, une réforme en profondeur de la réglementation de son secteur des services financiers. La réforme a entraîné la création de l'*Autorité des marchés financiers* (« AMF ») et mis en place un modèle à deux volets en instituant le *Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières* (« Bureau »), lequel fait office de tribunal administratif chargé de l'exercice de certains pouvoirs prévus dans la *Loi sur les valeurs mobilières*.

L'objectif général du présent rapport de recherche consiste à mieux comprendre l'expérience du Bureau, de façon à éclairer le débat actuel sur la valeur du modèle à deux volets. Le rapport fournit un certain contexte au débat concernant la création d'un tribunal indépendant en valeurs mobilières au Canada et examine les choix faits au Québec à ce chapitre. Il présente la structure et les activités du Bureau, en se concentrant expressément sur sa gouvernance, son financement, ses pouvoirs et ses procédures. Il analyse également les décisions rendues par le Bureau depuis 2004 afin d'apprécier sa contribution à l'application de la loi. Dans l'analyse, on accorde une attention particulière à l'objet, aux pouvoirs exercés, aux ordonnances rendues et à l'interprétation du concept d'« intérêt public » donnée par le Bureau. L'expérience du Bureau indique qu'il est possible pour les participants au marché de bénéficier d'une audience équitable devant un tribunal indépendant; il est aussi possible de veiller à ce que les décisions ne soient pas dissociées du fonctionnement des politiques de l'organisme de réglementation des valeurs mobilières.

Table des matières

Introduction.....	2
I. Le débat sur un tribunal indépendant spécialisé en valeurs mobilières et la création du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières.....	4
A) La question en jeu : un aperçu des critiques formulées à l'égard des commissions des valeurs mobilières multifonctionnelles.....	4
B) La réforme de la réglementation des services financiers au Québec et la mise en place d'un tribunal indépendant.....	10
II. L'expérience du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières.....	14
A) Structure et gouvernance.....	14
B) Décisions relatives à l'application de la loi rendues par le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières.....	25
III. Regard vers l'avenir : la faisabilité d'un tribunal pancanadien indépendant des valeurs mobilières.....	37
A) La création d'un tribunal pancanadien des valeurs mobilières.....	39
B) La gouvernance d'un tribunal pancanadien des valeurs mobilières.....	42
C) Le tribunal pancanadien des valeurs mobilières à la lumière des récentes propositions de réforme.....	45
Conclusion.....	51

Introduction

Les commissions canadiennes des valeurs mobilières ont traditionnellement été structurées comme des organismes administratifs multifonctionnels. Selon ce modèle, elles font office d'autorité de réglementation, d'enquêteur, de poursuivant et d'arbitre. Les auteurs des politiques et les experts en droit s'accordent de plus en plus pour dire que cette structure est problématique et qu'elle doit être revue. Plus particulièrement, les analystes font valoir que le modèle multifonctionnel peut engendrer des perceptions de conflits ou d'abus potentiels. Ces préoccupations ont donné lieu à une recommandation voulant que les fonctions réglementaires et décisionnelles soient exercées par des entités distinctes dans le cadre d'un « modèle à deux volets ». En dépit de ce consensus croissant, certains critiques disent douter que le modèle à deux volets puisse améliorer l'ensemble du système réglementaire, en insistant sur le manque de réceptivité à l'égard des considérations d'ordre politique dont pourrait faire montre un tribunal administratif indépendant.

Le Québec constitue un laboratoire intéressant pour analyser les avantages et les enjeux que représente un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières. En réalité, le Québec a effectué, en 2002, une réforme en profondeur de la réglementation de son secteur des services financiers. La réforme a entraîné la création de l'*Autorité des marchés financiers* (« AMF ») ayant pour mandat d'administrer toutes les lois régissant la supervision du secteur financier du Québec, y compris l'assurance, les valeurs mobilières, les institutions de dépôts fédérales et la distribution des produits et des services financiers au Québec. La réforme a également mis en place un modèle à deux volets en instituant le *Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières* (« Bureau »), lequel fait office de tribunal administratif chargé de l'exercice de certains pouvoirs prévus dans *la Loi sur les valeurs mobilières*.

L'objectif général du présent rapport de recherche consiste à mieux comprendre l'expérience du Bureau, de façon à éclairer le débat actuel sur la valeur du modèle à deux volets. Le rapport comprend trois parties. La première partie fournit un certain contexte concernant le débat sur la création d'un tribunal indépendant des valeurs mobilières au Canada et examine les choix faits par le Québec à ce chapitre. La deuxième partie présente la structure et les activités du Bureau, en se concentrant expressément sur sa gouvernance, son financement, ses pouvoirs et ses procédures. Elle analyse également les décisions qui ont été rendues par le Bureau depuis 2004 pour apprécier sa contribution à l'application de la loi. Dans l'analyse, on accorde une attention particulière à l'objet, aux pouvoirs exercés, aux ordonnances rendues et à l'interprétation du concept d'« intérêt public » donnée par le Bureau. La troisième partie traite de la question d'un tribunal pancanadien des valeurs mobilières, tant du point de vue fédéral que provincial et examine les questions juridiques et opérationnelles sous-jacentes à ce tribunal.

I. LE DÉBAT SUR UN TRIBUNAL INDÉPENDANT SPÉCIALISÉ EN VALEURS MOBILIÈRES ET LA CRÉATION DU *BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION EN VALEURS MOBILIÈRES*

A. La question en jeu : un aperçu des critiques formulées à l'égard des commissions des valeurs mobilières multifonctionnelles

1. Minicroquis du modèle multifonctionnel

Au Canada, les commissions des valeurs mobilières ont traditionnellement constitué les principaux organismes de réglementation des marchés financiers¹. Les commissions sont habituellement des organismes administratifs provinciaux autofinancés chargés de l'administration de la loi sur les valeurs mobilières et de la législation connexe². Elles

¹ D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4th Toronto, LexisNexis, 2006, p. 63-130 ; J.G. MACINTOSH & C.C. NICHOLLS, *Securities Law*, Toronto, Irwin, 2002, p. 69-72.

² Il convient de noter qu'il existe un régime sensiblement différent dans les provinces de l'Île-du-Prince-Édouard et de Terre-Neuve, de même que dans les Territoires. Dans ces ressorts, il n'y a pas de commission des valeurs mobilières. L'administration de la loi sur les valeurs mobilières est plutôt confiée

sont définies comme étant des organismes « intégrés » ou « multifonctionnels » en ce sens qu'elles exercent des fonctions réglementaires et décisionnelles³. Les commissions sont dirigées par un bureau d'administrateurs composé de commissaires désignés par le gouvernement.

Plus spécifiquement, les commissions exercent leurs fonctions législatives en établissant des règles et en élaborant des politiques. Elles participent en outre aux enquêtes et à l'application de la loi. Le personnel des commissions enquête officieusement sur une éventuelle contravention à la loi ou au règlement sur les valeurs mobilières. Au besoin, le personnel engagera des poursuites pour les faire observer. Qui plus est, les commissions ont le pouvoir d'ouvrir des enquêtes officielles pour l'administration en bonne et due forme de la loi sur les valeurs mobilières ou la réglementation des marchés financiers. Plus particulièrement, les commissions exercent des fonctions décisionnelles par le truchement d'audiences tenues devant des comités de commissaires. Les commissions ont compétence sur une vaste gamme de questions, dont les appels interjetés à l'égard des décisions prises par le personnel, les dispenses, les offres publiques d'acquisition et les mesures disciplinaires. Elles approuvent également les règlements à l'amiable conclus par leur personnel et les défendeurs.

2. Appréhensions au sujet de la partialité dans les décisions rendues par une commission multifonctionnelle

Les décisions rendues par une commission multifonctionnelle suscitent des appréhensions relativement à deux principes de justice naturelle : l'indépendance et

aux autorités gouvernementales. Voir M.R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, 3rd Ed., Toronto, Carswell, 2007, p. 108.

³ P. ANISMAN, « The Ontario Securities Commission as Regulator : Adjudication, Fairness and Accountability », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Conflicts of Interest in Capital Markets Structures*, Toronto, Carswell, 2003, p. 104; C.A. OSBORNE, D.J. MULLAN & B. FINLAY, *Report of the Fairness Committee to the Ontario Securities Commission*, 2004, p. 5 [ci-après appelé le « Comité Osborne »]. Pour obtenir un aperçu des pouvoirs des commissions des valeurs mobilières, voir D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, Toronto, LexisNexis, 2006, p. 69-70.

l'impartialité⁴. L'indépendance renvoie à l'incidence de la structure administrative du tribunal sur l'indépendance des arbitres à l'égard des personnes qui les ont nommés : « Historiquement, ce qui a généralement été accepté comme l'essentiel du principe de l'indépendance judiciaire a été la liberté complète des juges pris individuellement d'instruire et de juger les affaires qui leur sont soumises : personne de l'extérieur--que ce soit un gouvernement, un groupe de pression, un particulier ou même un autre juge--ne doit intervenir en fait, ou tenter d'intervenir, dans la façon dont un juge mène l'affaire et rend sa décision »⁵. L'impartialité fait référence à l'état d'esprit de l'arbitre ou à sa liberté de penser. « L'impartialité désigne un état d'esprit ou une attitude du tribunal vis-à-vis des points en litige et des parties dans une instance donnée⁶. » L'impartialité comporte également un aspect institutionnel comme l'a reconnu la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Lippé* : « [Q]u'un juge particulier ait ou non entretenu des idées préconçues ou des préjugés, si le système est structuré de façon à susciter une crainte raisonnable de partialité sur le plan institutionnel, il n'est pas satisfait à l'exigence d'impartialité⁷. » Exprimées récemment par les participants au marché et les analystes, les préoccupations concernant la partialité et le manque d'indépendance au sein d'une commission multifonctionnelle ont été examinées à fond par le Comité Osborne. Elles peuvent se résumer en trois points.

De façon générale, les critiques soulignent que le chevauchement des fonctions d'établissement des règles, d'application de la loi et décisionnelle au sein des commissions des valeurs mobilières donnent l'impression que l'on ne peut obtenir une

⁴ Pour un résumé, voir D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4th Ed., Toronto, LexisNexis, 2006, p. 120-121.

⁵ *Beauregard c. Canada*, [1986] 2 R.C.S. 56, p. 69.

⁶ *Valente c. La Reine*, [1985] 2 R.C.S. 673, p. 685.

⁷ *R. c. Lippé*, [1991] 2 R.C.S. 114, p. 140.

[TRADUCTION] « audience équitable »⁸. Deuxièmement, il est difficile pour les commissaires d'être neutres ou « objectifs » lorsqu'ils font office d'arbitres⁹. Troisièmement, les commissaires se servent des pouvoirs décisionnels comme outil pour élaborer des politiques au détriment de la fonction d'établissement des règles¹⁰.

Jusqu'ici, les préoccupations concernant la partialité et le manque d'indépendance n'ont pas amené les tribunaux à conclure que le modèle multifonctionnel contrevient aux principes de justice naturelle. À vrai dire, dans l'arrêt *Brosseau c. Alberta (Securities Commission)*, la Cour suprême du Canada a déclaré que, dans la mesure où la *Loi sur les valeurs mobilières* l'autorise, la combinaison de la fonction d'application de la loi et de la fonction décisionnelle empêche une contestation en common law pour crainte raisonnable de partialité ou l'indépendance¹¹. Les commissions doivent néanmoins s'assurer que leur organisation permet de séparer adéquatement les fonctions d'enquête et de poursuite de la fonction décisionnelle pour éviter un chevauchement inapproprié des fonctions¹².

Compte tenu de la jurisprudence, il appert que la question n'est pas de déterminer « si la structure actuelle est acceptable, mais si elle soulève des perceptions de conflits ou d'abus potentiels »¹³. À cet égard, les conclusions du Comité Osborne sont très révélatrices :

⁸ D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4th Ed., Toronto, LexisNexis, 2006, p. 123.

⁹ P. ANISMAN, « The Ontario Securities Commission as Regulator : Adjudication, Fairness and Accountability », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Conflicts of Interest in Capital Markets Structures*, Toronto, Carswell, 2003, p. 116.

¹⁰ *Ibid.*, p. 108-111.

¹¹ [1989] 1 R.C.S. 301. Voir également *W.D. Latimer Co. Ltd. c. Ontario (Procureur général)*, (1974) 6 O.R. (2s) 129 (C.A. de l'Ont.); *E.A. Manning Ltd. c. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, (1995) 23 O.R. (3d) 257 (C.A. de l'Ont.).

¹² 2747-3174 *Québec Inc. c. Québec (Régie des permis d'alcool)*, [1996] 3 R.C.S. 919.

¹³ ONTARIO, COMITÉ D'ÉTUDE DE CINQ ANS, *Rapport final – Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)*, 2003, p. 65.

[TRADUCTION] Nous sommes convaincus que la crainte de partialité est devenue en soi suffisamment importante pour non seulement nuire au processus décisionnel de la Commission, mais aussi à l'intégrité de la Commission dans son ensemble parmi les nombreux groupes d'intervenants que nous avons interrogés. Les questions de loyauté institutionnelle, l'intervention du président dans les affaires les plus importantes, les pénalités accrues, le sentiment que « tout joue contre eux », l'avantage de disposer d'un tribunal dans sa propre province, les procès de longue durée de « type droit criminel » et la position rigoureuse de la Commission concernant l'application de la loi, qui ne fera vraisemblablement que s'amplifier avec les années, plaident tous en faveur d'un organisme décisionnel distinct¹⁴.

Par conséquent, il n'est pas étonnant que les auteurs des rapports des cinq dernières années considèrent ces perceptions suffisamment importantes pour justifier une réforme structurale.

3. Modèles permettant de séparer les fonctions réglementaires et décisionnelles

Les préoccupations concernant la partialité et le manque d'indépendance ont amené bon nombre de comités sur la réforme et d'analystes à examiner des solutions de rechange au modèle courant. Deux options d'envergure ont été avancées. La première consiste à renforcer l'indépendance interne de la fonction décisionnelle¹⁵. La seconde est le « modèle à deux volets » ou modèle à entités distinctes externes, qui consiste à établir un tribunal distinct pour exercer les fonctions décisionnelles. Cette dernière recommandation a obtenu un appui majoritaire de comités tels que le Comité de personnes averties, le Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier au Québec, le Comité Osborne, le Groupe Crawford et le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Au Québec, le modèle à entités distinctes externes a servi de fondement à la création du *Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières* qui fait l'objet d'une analyse plus détaillée ci-dessous.

¹⁴ Comité Osborne, p. 32.

¹⁵ P. ANISMAN, « The Ontario Securities Commission as Regulator : Adjudication, Fairness and Accountability », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Conflicts of Interest in Capital Markets Structures*, Toronto, Carswell, 2003, p. 131-139; D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4th Ed., Toronto, LexisNexis, 2006, p. 124-127.

En dépit d'un consensus croissant en faveur du modèle à deux volets, certains critiques ont fait valoir qu'un tribunal des valeurs mobilières distinct ne pourrait pas fonctionner. Par exemple, M. Anisman prétend que ce virage pourrait [TRADUCTION] « entraver de façon importante la capacité de la Commission de remplir sa mission en matière de réglementation »¹⁶. Les fonctions d'élaboration des politiques et décisionnelles étant inextricablement liées, un organisme à entités distinctes externes pourraient les affaiblir, étant donné qu'elles sont exercées par la commission et le tribunal. D'une part, un organisme à entités distinctes externes priverait la commission d'une précieuse expérience. D'autre part, un tribunal distinct [TRADUCTION] « ne pourrait pas acquérir d'expérience en exerçant des activités administratives et d'établissement de règles ou [...] en rendant ses propres décisions, compte tenu du nombre relativement peu élevé d'audiences tenues »¹⁷. Par conséquent, M. Anisman craint qu'un tribunal externe [TRADUCTION] « ne permette également d'éroder les politiques » élaborées par la commission¹⁸. Une autre critique formulée par la professeure Condon fait valoir le risque que l'établissement d'un tribunal donne lieu à une [TRADUCTION] « hyperprocéduralisation [...] qui convertisse les audiences administratives davantage en procès de type droit criminel »¹⁹.

Bien que le Comité Osborne ait présenté une réfutation raisonnée de ces critiques²⁰, il nous faut reconnaître que les arguments en faveur et à l'encontre du modèle à deux volets sont, en majeure partie, demeurés théoriques dans le contexte canadien,

¹⁶ P. ANISMAN, « The Ontario Securities Commission as Regulator : Adjudication, Fairness and Accountability », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Conflicts of Interest in Capital Markets Structures*, Toronto, Carswell, 2003, p. 124.

¹⁷ *Ibid.*, p. 126.

¹⁸ *Ibid.*, p. 126. Voir également D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, Toronto, LexisNexis, 2006, p. 125.

¹⁹ M. CONDON, « Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation », (2006) 32 *Queen's L.J.* 1, p. 16.

²⁰ *Comité Osborne*, p. 33-35.

jusqu'à présent²¹. L'expérience du Québec au regard du Bureau depuis 2004 offre une occasion unique d'examiner de manière empirique les activités d'un tribunal distinct afin d'obtenir un aperçu de la validité de ces critiques.

A. La réforme de la réglementation des services financiers au Québec et la mise en place d'un tribunal indépendant

1. L'Autorité des marchés financiers

En 2001, le gouvernement du Québec a mis sur pied le Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier pour « revoir la structure d'encadrement du secteur financier québécois et [...] formuler des recommandations afin d'en améliorer l'efficacité, tant en ce qui concerne la protection du public qu'en matière d'allègement du fardeau administratif et réglementaire pour l'industrie, dans le cadre des champs de compétence du Québec »²². Le Groupe de travail a diffusé un rapport intitulé *Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec*, dans lequel il recommandait d'apporter des modifications importantes à la structure d'encadrement.

Les auteurs du rapport recommandaient principalement de mettre sur pied un organisme unique d'encadrement du secteur financier au Québec comprenant, notamment, les domaines des assurances, des valeurs mobilières, des institutions de dépôts, de la distribution de produits et services financiers, du courtage en prêts garantis par hypothèque immobilière et des régimes de retraite. L'Assemblée législative a suivi les recommandations du Groupe de travail en adoptant la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*²³, qui a regroupé la mission d'administrer l'ensemble des lois régissant le

²¹ D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4th Ed., Toronto, LexisNexis, 2006, p. 126.

²² QUÉBEC, GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ENCADREMENT DU SECTEUR FINANCIER, *Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec*, Rapport final, 2001, p. 89.

²³ *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier*, L.R.Q., c. A-33.2.

secteur financier au Québec sous un organisme d'encadrement unique, l'Autorité des marchés financiers (« l'AMF »).

L'AMF fait office d'organisme de réglementation unique au Québec. Elle a pour mission de²⁴:

- 1) prêter assistance aux consommateurs de produits et utilisateurs de services financiers notamment en établissant des programmes éducationnels en matière de consommation de produits et services financiers, en assurant le traitement des plaintes reçues des consommateurs et en leur donnant accès à des services de règlement de différends;
- 2) veiller à ce que les institutions financières et autres intervenants du secteur financier respectent les normes de solvabilité qui leur sont applicables et se conforment aux obligations que la loi leur impose en vue de protéger les intérêts des consommateurs de produits et utilisateurs de services financiers et prendre toute mesure prévue à la loi à ces fins;
- 3) assurer l'encadrement des activités de distribution de produits et services financiers en administrant en outre les règles d'admissibilité et d'exercice de ces activités et en prenant toute mesure prévue à la loi à ces fins;
- 4) assurer l'encadrement des activités de bourse et de compensation et l'encadrement des marchés de valeurs mobilières en administrant notamment les contrôles prévus à la loi relativement à l'accès au marché public des capitaux, en veillant à ce que les émetteurs et les autres intervenants du secteur financier se conforment aux obligations qui leur sont applicables et en prenant toute mesure prévue à la loi à ces fins; et
- 5) voir à la mise en place de programmes de protection et d'indemnisation des consommateurs de produits et utilisateurs de services financiers et administrer les fonds d'indemnisation prévus à la loi.

En ce qui a trait aux valeurs mobilières, la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec indique plus précisément que l'AMF a pour mission²⁵:

²⁴ *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier*, L.R.Q., c. A-33.2., art. 4.

- 1) de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières;
- 2) d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses;
- 3) de régir l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public sur les personnes qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par celles-ci; et
- 4) d'encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs mobilières et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières.

En somme, l'AMF a un rôle de surveillance des marchés financiers, de protection des investisseurs et du public et de régulateur du commerce des valeurs mobilières²⁶.

La loi accorde à l'AMF d'importants pouvoirs de réglementation pour lui permettre de s'acquitter de ses responsabilités. En matière de valeurs mobilières, l'AMF est chargée de l'administration de la *Loi sur les valeurs mobilières*, ce qui suppose l'examen des prospectus et des documents d'information, l'octroi de visas relatifs aux prospectus et d'exemptions. Elle a également le pouvoir d'adopter des règlements et d'établir des instructions générales²⁷. En sus de ces pouvoirs administratifs et du pouvoir d'élaborer des politiques, la *Loi sur les valeurs mobilières* confère à l'AMF des pouvoirs lui permettant d'appliquer la loi tels que le pouvoir mener des enquêtes, de prendre toutes les mesures nécessaires pour assurer la conformité à la Loi et aux règlements et d'imposer des amendes. Toutefois, l'AMF ne dispose pas de pouvoirs quasi judiciaires. Comme il est mentionné plus loin, la fonction quasi judiciaire est exercée par le Bureau, qui peut rendre des ordonnances à la demande de l'AMF ou d'un tiers. En d'autres mots, la Loi

²⁵ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, art. 276.

²⁶ *Autorité des marchés financiers c. Lacroix*, 2007 QCCS, par. 44.

²⁷ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, art. 274, 331 et suivants. [ci-après *LVM*]

confère à l'AMF des fonctions administratives, d'enquête et de poursuite, mais non la fonction décisionnelle.

L'AMF s'articule autour de quatre divisions (« directions ») suivant une approche fonctionnelle²⁸. La *Direction de l'encadrement de l'assistance aux consommateurs* est chargée d'aider les consommateurs relativement aux plaintes et aux réclamations, elle gère les programmes d'indemnisation et protection, en diffusant des programmes éducatifs et en offrant un centre d'information aux consommateurs. La *Direction de l'encadrement de la solvabilité* surveille et supervise les compagnies d'assurance et les institutions de dépôts exerçant leurs activités au Québec. La *Direction de l'encadrement de la distribution* supervise la distribution des produits et des services financiers et gère la certification des représentants et l'inscription des cabinets en assurance, en planification financière et domaines connexes. La *Direction de l'encadrement des marchés de valeurs* supervise l'activité des marchés des valeurs mobilières et veille à promouvoir la protection des investisseurs. En particulier, elle analyse les documents d'information, s'assure que les émetteurs assujettis s'acquittent de leurs obligations et supervise l'établissement et la mise en œuvre de règles et de règlements se rattachant aux marchés des capitaux.

L'AMF est dirigée par un président-directeur général (PDG) nommé par le gouvernement du Québec pour une période de cinq ans²⁹. Chaque direction est dirigée par un directeur général (ou surintendant) nommé par le président-directeur général³⁰. Le président-directeur général de l'Autorité peut déléguer, généralement ou spécifiquement, à l'un des directeurs généraux l'exercice d'une fonction ou d'un pouvoir conférés par la loi

²⁸ *Loi sur l'autorité des marchés financiers*, L.R.Q., c. A-33.2, art. 5 [ci-après appelée *LAMF*]; GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ENCADREMENT DU SECTEUR FINANCIER AU QUÉBEC, *Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec*, Rapport final, 2001, p. 103.

²⁹ *LAMF*, art. 20.

³⁰ *LAMF*, art. 23.

à l'AMF³¹. Ne peuvent toutefois être délégués les pouvoirs de l'Autorité de prendre un règlement, d'établir une instruction générale ou de donner une ligne directrice prévus à ces lois.

2. Le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières

Dans le cadre de l'examen de la réglementation des services financiers au Québec, le Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier a, dans ce rapport, fait part de ses préoccupations concernant le regroupement des fonctions réglementaires et décisionnelles au sein d'un seul organisme :

Nous constatons que le principal problème de toute autorité administrative exerçant à la fois des fonctions d'encadrement et des fonctions quasi judiciaires, concerne la garantie d'indépendance et d'impartialité des personnes chargées d'exercer les fonctions quasi judiciaires par rapport aux autres tâches d'encadrement.³²

Ces préoccupations, qui font écho à celles soulignées ci-dessus, ont amené le Groupe de travail à recommander l'érection d'un cloisonnement entre les fonctions réglementaires et décisionnelles. Le législateur a tenu compte de ces recommandations et est allé de l'avant avec la réforme de la réglementation du secteur financier. Ainsi, il a permis l'établissement du Bureau dans la *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier*. Comme il est expliqué plus en détail ci-dessous, le Bureau est un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières qui exerce des fonctions décisionnelles.

II. L'EXPÉRIENCE DU BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION EN VALEURS MOBILIÈRES

A. Structure et gouvernance

1. Organisation

a. Membres

³¹ LAMF, art. 24.

³² QUÉBEC, GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ENCADREMENT DU SECTEUR FINANCIER, *Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec*, Rapport final, 2001, p. 50.

Le Bureau est composé de membres nommés par le gouvernement dont il détermine le nombre³³. Le mandat d'un membre est d'une durée de cinq ans³⁴. Toutefois, le gouvernement peut prévoir un mandat d'une durée moindre lorsque des circonstances particulières l'exigent. Comme corollaire au pouvoir de nomination, le gouvernement peut destituer un membre³⁵. Étant donné que l'inamovibilité est une « condition essentielle de l'indépendance », le pouvoir de destitution ne devrait être exercé que dans des cas exceptionnels, pour un motif lié à la capacité du membre d'exercer ses fonctions³⁶.

Le candidat n'a pas à satisfaire à des conditions particulières exigées par la loi, ces dernières étant laissées à la discrétion du gouvernement. Actuellement, le Bureau compte six membres; le poste de président est vacant. Les membres du Bureau sont collectivement désignés comme le Bureau du Bureau. Jusqu'à récemment, il était composé de trois membres à temps plein, dont un président et un vice-président, et de trois membres à temps partiel. Tous les membres actuels ont été admis au Barreau du Québec et ont des connaissances approfondies en matière de valeurs mobilières et en litige³⁷. À ce chapitre, il est intéressant de noter que quatre des six premiers membres du Bureau proviennent de l'ancienne Commission des valeurs mobilières du Québec, l'organisme de réglementation des valeurs mobilières qui a précédé l'établissement de l'AMF³⁸.

³³ *LAMF*, art. 97.

³⁴ *LAMF*, art. 97.

³⁵ *Loi d'interprétation*, L.R.Q. c., art. 55.

³⁶ *Valente c. La Reine*, [1985] 2 R.C.S. 673.

³⁷ BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION EN VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport annuel 2006-2007*, p. 3.

³⁸ *Ibid.*, p. 3.

Le gouvernement fixe la rémunération, les avantages sociaux et les autres conditions de travail des membres du Bureau. La rémunération d'un membre ne peut être réduite une fois fixée³⁹. Le régime de retraite des membres à temps plein du Bureau est déterminé en application de la *Loi sur le régime de retraite du personnel d'encadrement*⁴⁰.

b. Organisation administrative

Le gouvernement désigne, parmi les membres du Bureau, un président et des vice-présidents dont il détermine le nombre. Ceux-ci exercent leurs fonctions à temps plein. Le président coordonne et répartit le travail des membres. Le vice-président exerce les fonctions du président, s'il y a lieu.

Le Bureau s'est doté d'une structure administrative comprenant deux directions qui se partagent les fonctions de gestion du tribunal et du greffe et celles de la gestion des ressources. La direction du secrétariat général et des affaires juridiques doit assurer les services du greffe du tribunal, recevoir et traiter les demandes d'audience, gérer le rôle des audiences et assurer l'accès des documents du greffe. La direction de l'administration est responsable de la planification, de l'organisation, du contrôle, de l'évaluation des activités reliées à la gestion des ressources humaines, financières, matérielles et informationnelles. Le personnel du Bureau est nommé suivant la *Loi sur la fonction publique*⁴¹.

³⁹ *LAMF*, art. 101. Néanmoins, la cessation d'exercice des fonctions de président ou de vice-président au sein du Bureau entraîne la suppression de la rémunération additionnelle afférente à ces fonctions.

⁴⁰ L.R.Q., c. R-12.1. *LAMF*, art. 102.

⁴¹ L.R.Q., c. F-3.1.1. *LAMF*, art. 104.

Enfin, le Bureau se distingue des personnes ou entités qui font appel à ses services. Ses bureaux sont situés dans un immeuble autre que ceux de l'AMF afin d'assurer une différenciation physique entre ces deux entités.

c. Financement

En ce qui concerne le financement, le président du Bureau soumet chaque année au ministre les prévisions budgétaires du Bureau pour l'exercice financier suivant⁴². Ces prévisions sont soumises à l'approbation du gouvernement. Toutefois, les fonds requis pour les activités du Bureau ne sont pas pris sur le fonds consolidé du revenu, étant donné qu'il est un organisme du gouvernement autre que budgétaire, au sens de la *Loi sur l'administration financière*⁴³. Le Bureau est plutôt financé à l'aide d'un fonds constitué des sommes suivantes :

1. les sommes versées par l'Autorité dont le montant et les modalités de versement sont déterminés par le gouvernement; et
2. les sommes perçues en application du tarif des droits, honoraires et autres frais afférents aux demandes entendues devant le Bureau⁴⁴.

En d'autres mots, les activités du Bureau sont financées, directement ou indirectement, par les participants aux marchés.

Il est important de souligner que l'AMF n'a pas de pouvoir discrétionnaire sur le financement du Bureau. En réalité, les sommes que l'AMF verse au fonds utilisé pour

⁴² *LAMF*, art. 110.

⁴³ *Loi sur l'administration financière*, L.R.Q., c. A-6, art. 2. Toutefois, le gouvernement peut, aux conditions qu'il détermine, autoriser le ministre des Finances à avancer au fonds du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières des sommes prélevées sur le fonds consolidé du revenu. L'avance versée est remboursable sur le fonds du Bureau. *LAMF*, art. 115.

⁴⁴ *LAMF*, art. 114. Voir également *Tarif des droits, honoraires et autres frais afférents aux demandes entendues par le Bureau de Décision et de révision en valeurs mobilières*, (2004), 136, G.O. II, 3191.

financer les activités du Bureau sont déterminées par le gouvernement. Par conséquent, le Bureau ne négocie pas avec l'AMF pour garantir son financement. Cette structure de financement favorise l'indépendance du Bureau par rapport à l'AMF.

2. Questions de compétences et de procédure

a. Compétence

La compétence du Bureau est vaste. Le Bureau exerce, à la demande de l'AMF ou de toute personne intéressée, les pouvoirs prévus par la *Loi sur les valeurs mobilières* relativement :

- 1) au retrait, à la suspension ou à la restriction des droits conférés par l'inscription d'un courtier ou d'un conseiller en valeurs en vertu de l'article 152 de cette loi;
- 2) à une ordonnance concernant la conduite à tenir à l'égard d'une personne morale, société ou entité exerçant l'activité de bourse ou de compensation de valeurs en vertu de l'article 172 de cette loi;
 - 2.1) à une ordonnance dans le cadre d'une offre publique d'acquisition ou de rachat en vertu de l'article 233.2 de cette loi ;
- 3) à une ordonnance de blocage selon le titre neuvième de cette loi;
- 4) à une ordonnance rendue en vertu de l'article 262.1 de cette loi;
- 5) au refus du bénéfice d'une dispense en vertu de l'article 264 de cette loi;
- 6) à l'interdiction d'une activité visant une opération sur valeurs en vertu de l'article 265 de cette loi, sauf dans le cas d'une omission de déposer ou de fournir, conformément aux conditions et modalités déterminées par règlement, l'information périodique au sujet de l'activité et des affaires internes d'un émetteur ou toute autre information réglementaire requise d'un émetteur ou d'une autre personne;
- 7) à l'interdiction à une personne d'exercer l'activité de conseiller en valeurs en vertu de l'article 266 de cette loi;

- 8) à l'interdiction ou à la restriction du démarchage sur une valeur déterminée en vertu de l'article 270 de cette loi;
- 9) à une ordonnance de blâme en vertu de l'article 273 de cette loi; et
- 10) à l'imposition d'une pénalité administrative, au remboursement des frais d'enquête et à l'interdiction d'agir comme administrateur et dirigeant en vertu des articles 273.1 à 273.3 de cette loi⁴⁵.

Le Bureau peut également, à la demande de l'Autorité, prendre toute mesure propre à assurer le respect des dispositions de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁴⁶.

En outre, le Bureau a le pouvoir de revoir une décision rendue par l'AMF ou un organisme d'autoréglementation reconnu, tels le Groupe TMX, la Chambre de la sécurité financière⁴⁷, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières et les Services de dépôt et de compensation⁴⁸. En exerçant ce pouvoir, le Bureau a adopté une attitude déférentielle à l'égard des décisions rendues par ces entités. En effet, le vice-président du Bureau, Alain Gélinas, a déclaré dans l'affaire *Métivier* que l'industrie peut difficilement s'autodiscipliner si chacune de ses décisions peuvent être remises arbitrairement en question par un tribunal en révision⁴⁹.

⁴⁵ LAMF, par. 93(1).

⁴⁶ LAMF, art. 94.

⁴⁷ La Chambre de la sécurité financière est établie par la *Loi sur la distribution des produits et services financiers [Loi sur la distribution de produits et services financiers]*, L.R.Q. c. D-9.2. Elle a pour mission d'assurer la protection du public en maintenant la discipline et en veillant à la formation et à la déontologie de ses membres qui oeuvrent dans six disciplines : le courtage en épargne collective, la planification financière, le courtage en plans de bourses d'études, le courtage en contrats d'investissement, l'assurance de personnes et l'assurance collective de personnes.

⁴⁸ LAMF, par. 93(2).

⁴⁹ *Métivier c. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières*, dossier n° 2004-006, le 17 février 2005, p. 13.

Enfin, il convient de noter que, jusqu'à tout récemment, le Bureau avait également le pouvoir de recommander au ministre des Finances la nomination d'un « administrateur provisoire » pour gérer les activités commerciales et les affaires de l'émetteur. Toutefois, à la suite de récentes modifications législatives, l'administration provisoire des valeurs mobilières relève maintenant de la compétence de la Cour supérieure du Québec⁵⁰. Par conséquent, la Cour supérieure du Québec peut, à la demande de l'AMF, nommer un administrateur provisoire. En conférant le pouvoir de nomination d'un administrateur provisoire à la Cour supérieure, on vise à faciliter l'administration provisoire dans les affaires complexes, où les questions de faillite et de liquidation sont inextricablement liées au droit des valeurs mobilières⁵¹. Étant donné sa compétence inhérente, la Cour supérieure est considérée comme étant la plus apte à trouver des solutions à des questions singulières.

En résumé, le Bureau possède des pouvoirs décisionnels qu'il peut utiliser pour assurer le respect des dispositions de la *Loi sur les valeurs mobilières* dans le contexte de litiges entre l'AMF et les participants au marché. Les pouvoirs s'appliquent également aux litiges qui ne concernent pas l'AMF et ne visent que les participants au marché, comme dans le cas de prises de contrôle ou les participants au marché et les organisations autoréglementées. De toute façon, comme les litiges sont présentés devant lui par l'AMF ou une autre personne, le Bureau est désintéressé eu égard au résultat du règlement de dossiers. Il peut ainsi agir comme tiers impartial pour statuer sur les litiges.

b. Procédure

⁵⁰ *LAMF*, art. 19.1 et suivants.

⁵¹ Voir M. POPLAW et al., « Les balises de l'administration provisoire et les développements législatifs à venir », dans A. LEDUC, *Les récents scandales financiers au Québec en matière de fonds communs de placement*, Actes de la formation juridique permanente 2008, vol. 1, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2008, p. 25-26.

Le Bureau est désigné par le *Conseil de la justice administrative* comme organisme de l'ordre administratif chargé de trancher des litiges opposant un administré à une autorité administrative ou à une autorité décentralisée mettant en œuvre un programme gouvernemental⁵². Par conséquent, il est assujéti aux dispositions de la *Loi sur la justice administrative*⁵³, lesquelles établissent des règles générales de conduite qui définissent la procédure suivie par cet organisme⁵⁴.

Plus précisément, la *Loi sur la justice administrative* exige que les procédures menant à une décision du Bureau soient conduites de manière à permettre un débat loyal, dans le respect du devoir d'agir de façon impartiale⁵⁵. Les parties doivent avoir également l'occasion d'être entendues. Les audiences sont publiques. Toutefois, le huis clos peut être ordonné lorsque cela est nécessaire pour préserver l'ordre public. La Loi reconnaît que le Bureau est maître, dans le cadre de la loi, de la conduite de l'audience. Il doit mener les débats avec souplesse et de façon à faire apparaître le droit et à en assurer la sanction. La Loi prévoit que le Bureau décide de la recevabilité des éléments et des moyens de preuve et il peut, à cette fin, suivre les règles ordinaires de la preuve en matière civile. Il doit toutefois, même d'office, rejeter tout élément de preuve obtenu dans des conditions qui portent atteinte aux libertés et droits individuels fondamentaux et dont l'utilisation est susceptible de déconsidérer l'administration de la justice⁵⁶. Toute décision rendue par l'organisme doit être communiquée en termes clairs et concis aux parties et à toute autre personne indiquée dans la loi. En outre, la décision terminant une affaire doit être écrite et motivée, même si elle a été portée oralement à la connaissance des parties.

⁵² *Loi sur la justice administrative*, L.R.Q., c. J-3, art. 178.

⁵³ *Loi sur la justice administrative*, L.R.Q., c. J-3, art. 178.

⁵⁴ *Ibid.*, art. 9.

⁵⁵ *Ibid.*, art. 9-13.

⁵⁶ L'utilisation d'une preuve obtenue par la violation du droit au respect du secret professionnel est réputée déconsidérer l'administration de la justice.

La Loi énonce que le Bureau doit participer activement à la conduite des débats. Par conséquent, il doit prendre des mesures pour délimiter le débat et, s'il y a lieu, pour favoriser le rapprochement des parties. En outre, il doit donner aux parties l'occasion de prouver les faits au soutien de leurs prétentions et d'en débattre. Si nécessaire, le Bureau doit également apporter à chacune des parties, lors de l'audience, un secours équitable et impartial et permettre à chacune des parties d'être assistée ou représentée par les personnes habilitées par la loi à cet effet.

Les audiences et les décisions du Bureau sont non seulement assujetties aux exigences imposées par la *Loi sur la justice administrative*, mais également aux règles édictées par la *Loi sur les valeurs mobilières* et la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*. Certains éléments sont particulièrement dignes d'intérêt parmi ces règles : premièrement, la disposition conférant au Bureau le pouvoir de tenir audience et de délibérer avec toute autorité chargée de la surveillance du commerce des valeurs mobilières⁵⁷. On peut penser que cette disposition vise à empêcher les défendeurs de faire valoir que le Bureau ne peut pas tenir d'audience avec les commissions multifonctionnelles pour motif de crainte de partialité ou de manque d'indépendance⁵⁸. Deuxièmement, alors que le Bureau est tenu de donner aux parties à l'instance l'occasion d'être entendues, la *Loi sur les valeurs mobilières* reconnaît qu'une décision qui affecte défavorablement les droits d'une personne, lui donne l'occasion d'être entendue⁵⁹. Dans ce cas, le Bureau doit donner à la personne concernée l'occasion d'être entendue dans un délai de 15 jours. Troisièmement, le Bureau peut déposer sa décision au bureau du

⁵⁷ *LVM*, art. 323.

⁵⁸ P. ANISMAN, « The Ontario Securities Commission as Regulator : Adjudication, Fairness and Accountability », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Conflicts of Interest in Capital Markets Structures*, Toronto, Carswell, 2003, p. 128.

⁵⁹ *LVM*, art. 323.6, 323.7.

greffier de la Cour supérieure⁶⁰. Par l'effet du dépôt, la décision devient exécutoire comme s'il s'agissait d'un jugement de la Cour supérieure et en a tous les effets. Ce mécanisme peut être utilisé, par exemple, dans le cas de décisions imposant des sanctions administratives. Quatrièmement, la décision du Bureau peut être rendue par un seul membre⁶¹. Toutefois, le Bureau peut privilégier le recours à des formations de plus d'un membre pour promouvoir la collégialité, faciliter le transfert d'expertise et la cohérence dans les décisions⁶². Enfin, tel que l'exige la *Loi sur les valeurs mobilières*⁶³, le Bureau a adopté des règles de procédure officielles qui établissent la procédure applicable aux affaires portées devant lui, dans le respect des principes de justice naturelle et de l'égalité des parties.

c. Immunité

Aucun membre du Bureau ne peut être poursuivi en justice en raison d'un acte accompli de bonne foi dans l'exercice de ses fonctions⁶⁴. En outre, lorsqu'un membre du Bureau est poursuivi par un tiers pour un acte accompli dans l'exercice de ses fonctions, le Bureau assume la défense et paie, le cas échéant, les dommages-intérêts résultant de cet acte, sauf s'il a commis une faute lourde ou une faute personnelle séparable de l'exercice de ses fonctions⁶⁵. Toutefois, lors d'une poursuite pénale ou criminelle, le Bureau n'assume que le paiement des dépenses du président, d'un vice-président ou d'un autre membre du Bureau qui avait des motifs raisonnables de croire que sa conduite était conforme à la loi ou qui a été libéré ou acquitté.

⁶⁰ *LVM*, art. 323.10.

⁶¹ *LAMF*, art. 103.

⁶² Rapport annuel 2006-2007, p. 5.

⁶³ *LVM*, art. 323.1.

⁶⁴ *LAMF*, art. 104.

⁶⁵ *LAMF*, art. 104.2.

Le Bureau assume les dépenses du président, d'un vice-président ou d'un autre membre du Bureau qu'il poursuit pour un acte accompli dans l'exercice de ses fonctions s'il n'obtient pas gain de cause et si le tribunal en décide ainsi⁶⁶. Si le Bureau n'obtient gain de cause qu'en partie, le tribunal peut déterminer le montant des dépenses qu'il assume.

3. Obligation de rendre des comptes

a. Appel

La décision du Bureau peut être portée en appel devant la Cour du Québec. Ensuite, il peut être interjeté appel devant la Cour d'appel, sur autorisation. Les décisions rendues par le Bureau, à l'exclusion de celles qui ont été portées en appel, peuvent bénéficier de la protection de la « clause privative », qui les met à l'abri d'un contrôle judiciaire. Par conséquent, sauf pour une question de compétence, aucun recours extraordinaire au sens du Code de procédure civile ne peut être exercé et aucune injonction ne peut être accordée contre le Bureau, ses membres, ou son personnel. Comme l'a souligné la Cour suprême du Canada dans *Pushpanathan*, « la présence d'une telle clause "intégrale" atteste persuasivement que la cour doit faire montre de retenue à l'égard de la décision du tribunal administratif, sauf si d'autres facteurs suggèrent fortement le contraire en ce qui a trait à la décision en cause »⁶⁷.

b. Observation gouvernementale

Le Bureau rend des comptes au gouvernement par le truchement de divers mécanismes. Le gouvernement exerce la observation des activités financières du Bureau. Tel qu'il a été précédemment mentionné, le président du Bureau soumet chaque année au ministre les prévisions budgétaires du Bureau pour l'exercice financier suivant. Ces prévisions

⁶⁶ LAMF, art. 104.3.

⁶⁷ *Pushpanathan c. Canada (Ministre de la Citoyenneté et de l'Immigration)*, [1998] 1 R.C.S. 982, par. 30.

sont soumises à l'approbation du gouvernement⁶⁸. En outre, les livres et comptes du Bureau sont vérifiés par le vérificateur général chaque année et chaque fois que le décrète le gouvernement⁶⁹. Le ministre dépose le rapport d'activités et les états financiers du Bureau devant l'Assemblée nationale⁷⁰. Le rapport du vérificateur général doit accompagner le rapport d'activités et les états financiers du Bureau.

B. Décisions relatives à l'application de la loi rendues par le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières

1. Aperçu des décisions relatives à l'application de la loi

Le Bureau a rendu 90 décisions entre le 1^{er} février 2004, soit au moment où il a commencé à exercer sa compétence, et le 30 juin 2008. Le tableau 1 présente les questions traitées aux audiences sur lesquelles le Bureau a statué. Le tableau 2 fournit des détails sur les ordonnances d'application en cause et indique si elles ont été accordées.

Les données se rapportent à chaque occurrence de la question visée dans les décisions. Cela suppose que plusieurs questions visées peuvent être englobées dans une seule décision. En outre, lorsque l'audience porte sur deux affaires, les ordonnances rendues par le Bureau s'appliquent, par conséquent, à chacune des affaires. Dans ces cas-là, les affaires ont été considérées indépendamment du but de notre analyse. En d'autres termes, nous les avons traitées comme si deux décisions indépendantes avaient été rendues. Par conséquent, le nombre de questions et d'ordonnances ont excédé le nombre de décisions.

Comme l'illustre le tableau 1, diverses questions ont amené le Bureau à prendre des décisions relatives à l'application de la loi. Dans l'ensemble, exception faite de la

⁶⁸ *LAMF*, art. 112.

⁶⁹ *LAMF*, art. 111.

⁷⁰ *LAMF*, art. 113.

catégorie Divers, la question la plus fréquemment traitée aux audiences concernait le placement de titres sans prospectus ni inscription. Bien qu'elle soit importante, l'information fausse ou trompeuse demeure une question marginale puisqu'elle est souvent traitée dans des affaires mettant en cause le placement de titres sans prospectus ni inscription. Par conséquent, l'autre catégorie importante concerne le comportement inapproprié des intermédiaires du marché. Sinon, les questions telles que la manipulation du marché ou le délit d'initié ont rarement été prises en considération par le Bureau. Enfin, le Bureau statue sur des questions diverses qui sont essentiellement liées à des questions de procédure, notamment la prorogation ou la levée d'ordonnances rendues par un « administrateur provisoire »⁷¹.

Tableau 1 : Questions traitées dans les décisions

Placement sans prospectus/inscription	42
Omission de produire les rapports sur le délit d'initié	2
Défaut de se conformer à l'obligation de divulgation continue	4
Information fausse ou trompeuse	16
Conduite indigne de la part d'un inscrit	13
Violation de la règle relative à la connaissance du client	1
Défaut de maintenir un fonds de roulement adéquat	1
Omission de fournir les documents requis (enquête)	3
Manipulation du marché	5
Délit d'initié	1
Offre publique d'acquisition	1
Divers	163

⁷¹ Il convient de noter que par suite des récentes modifications législatives, le Bureau ne dispose plus du pouvoir de désigner un administrateur provisoire.

Pour rendre ses décisions, le Bureau a exercé six des onze pouvoirs d'application conférés par l'article 93 de la *Loi Autorité des marchés financiers*. Il convient également de mentionner que de nombreuses décisions sont rendues sans une audition préalable conformément à l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

Les ordonnances d'application prononcées par le Bureau figurent au tableau 2, reproduit dans l'annexe. Les ordonnances les plus fréquemment rendues sont des ordonnances de blocage et les interdictions d'opérations. Dans bon nombre d'affaires, le Bureau a prononcé des ordonnances annulant les licences de conseillers en valeurs mobilières. Le tableau montre également que le plaignant, habituellement l'AMF, a obtenu un taux élevé de réussite devant le Bureau car très peu de demandes ont été refusées. Cela donne à penser que le Bureau répond aux questions relatives à l'application de la loi soulevées par l'organisme de réglementation. Bien que le Bureau soit indépendant, il semble être sensibilisé à la mission de protection des épargnants dont est investie l'AMF.

Or, cette perception doit être nuancée, compte tenu des pénalités administratives infligées par le Bureau. Dans neuf affaires, l'AMF a exigé que le Bureau exerce son pouvoir d'ordonner une pénalité administrative. Bien que les ordonnances aient été prononcées dans sept de ces affaires, les pénalités infligées ont été plutôt symboliques, puisqu'elles ont été généralement inférieures à 5 000.00 \$. Ces faibles pénalités peuvent, du moins en partie, être expliquées par le niveau de gravité de l'infraction en cause.

Enfin, les données montrent que les décisions du Bureau ont rarement été portées en appel. Des avis d'appels ont été déposés relativement à cinq décisions. Trois de ces appels ont été accueillis par la Cour du Québec ou la Cour d'appel. Cela donne à penser qu'il est possible de donner effet rapidement aux décisions du Bureau, étant donné qu'elles ne mènent pas à d'autres contestations par voie d'appels. Cela contribue à l'efficacité des décisions relatives à l'application de la loi rendues par le Bureau.

2. Importance de l'intérêt public

Suivant l'article 323.5 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, le Bureau doit exercer le pouvoir discrétionnaire qui lui a été conféré au titre de l'intérêt public. Vu l'incidence de ce concept sur les mesures d'application, tant au Québec que dans les autres provinces et territoires, il semble approprié d'examiner la façon dont le Bureau le définit. Pour ce faire, nous suivrons l'approche proposée par la professeure Condon et nous nous attarderons plus particulièrement à la relation qui existe entre l'intérêt public et les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières⁷².

Le premier volet de notre étude examine dans quelle mesure le Bureau tient compte de l'objectif qui consiste à assurer la protection de l'épargnant et l'efficacité du marché dans sa conception de l'intérêt public. Ce volet est important, compte tenu des observations faites par le juge Iacobucci de la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Asbestos*. Dans ledit arrêt, le juge Iacobucci souligne l'importance de rendre les ordonnances d'application en tenant compte de l'ensemble des objectifs visés par la réglementation des valeurs mobilières, lesquels outrepassent la protection des épargnants :

...[L]orsqu'il s'agit d'examiner une ordonnance rendue dans l'intérêt public, c'est commettre une erreur que de ne se concentrer que sur le traitement équitable des investisseurs. Il faut aussi prendre en considération l'incidence d'une intervention dans l'intérêt public sur l'efficacité des marchés financiers et sur la confiance du public en ces marchés financiers⁷³.

⁷² M. CONDON, « L'utilisation des ordonnances d'application d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières du Canada » dans A.D. HARRIS, *Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada : monographies*, 2003, p. 462.

⁷³ *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, [2001] 2 R.C.S. 132.

Le deuxième volet de notre étude compare la conception de l'intérêt public du Bureau avec celle des commissions des valeurs mobilières des provinces et des territoires, en utilisant les travaux réalisés par la professeure Condon pour le Comité des personnes averties.

Concernant le premier volet, notre analyse indique que le Bureau a invoqué l'intérêt public dans près de 60 pour cent des affaires pour étayer ses décisions, ce qui reflète la position du Bureau selon laquelle ses pouvoirs d'application de la loi sont « inextricablement liés » au concept de l'intérêt public⁷⁴. Compte tenu que ses pouvoirs ressemblent à ceux de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en vertu de l'article 127 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, le Bureau a fréquemment fait référence aux observations de la Cour suprême du Canada dans les arrêts *Asbestos*⁷⁵ et *Cartaway Resources*⁷⁶.

De façon générale, cela a amené le Bureau à concevoir l'intérêt public comme englobant les deux objectifs de la réglementation des valeurs mobilières :

⁷⁴ *Autorité des marchés financiers c. Mizrahi*, dossier 2008-004, décision 2008-004-006 (12 mai 2008), p. 10.

⁷⁵ *Autorité des marchés financiers c. Mizrahi*, dossier 2008-004, décision 2008-004-006 (12 mai 2008), p. 10-11. Voir également *Northern Financial Corporation c. Jaguar Nickel*, dossier 2006-021, décision 2006-021-02 (4 avril 2007), p. 22-24.

⁷⁶ *Cartaway Resources Corp. (Re)*, [2004] 1 R.C.S. 672. *Autorité des marchés financiers c. David Mizrahi*, dossier 2008-004, décision 2008-004-006 (12 mai 2008), p. 11, citant *Cartaway Resources Corp. (Re)*, par. 125. Voir : *Autorité des marchés financiers c. Gauthier*, dossier 2007-004 (21 juin 2007), p. 6 : « Le bureau tient compte de la dissuasion générale lorsqu'il se prononce dans l'intérêt public quant à la sévérité d'une pénalité ». Voir également : *Autorité des marchés financiers c. ABN Amro Asset Management Canada Limited*, dossier 2007-002 (20 juin 2007), p. 6-7; *Autorité des marchés financiers c. Desbiens*, dossier 2006-019 (4 octobre 2007), p. 15.

[Le Bureau est] d'avis que l'intérêt public dans [les marchés financiers] transcende les intérêts particuliers de certains investisseurs. Le tribunal doit en effet également tenir compte du bon fonctionnement du marché et de la confiance du public investisseur⁷⁷.

Plus particulièrement, dans les affaires *Mizrahi* et *Demers*, le Bureau a cherché à faire une synthèse des principes découlant de la décision de la Cour suprême :

On peut déduire de ce passage de la Cour suprême, plusieurs principes quant aux pouvoirs octroyés aux commissions des valeurs ou à un tribunal spécialisé comme le Bureau et ce, tel qui suit :

- L'obligation qui est faite au Bureau d'exercer la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public en vertu de l'article 323.5 de la *Loi sur les valeurs mobilières* lui confère à mon avis un très vaste pouvoir discrétionnaire afin d'encadrer les activités liées aux marchés financiers au Québec;
- Une ordonnance rendue par le Bureau dans l'intérêt public doit à la fois tenir compte du traitement équitable des investisseurs, de l'incidence de son intervention sur l'efficacité des marchés financiers et de la confiance du public dans ces mêmes marchés;
- Les ordonnances rendues par le Bureau sont de nature réglementaire et en ce sens elles ne sont ni réparatrices, ni punitives; elles visent avant tout la protection et la prévention des risques pouvant porter préjudice au marché financier québécois. Ces ordonnances peuvent malgré tout avoir un caractère dissuasif afin d'envoyer un message clair aux intervenants du marché à l'effet que certaines conduites ne sont pas tolérées;
- L'objet d'une ordonnance rendue par le Bureau a un caractère prospectif et vise à empêcher certaines conduites futures qui risquent de porter atteinte à l'intérêt public qui doit prévaloir dans un marché juste et efficace;

⁷⁷ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments (Nassau)*, dossiers 2006-004 et 2006-003, décision 2006-004-12 et 2006-003-12 (8 février 2008), p. 24. Voir également *Northern Financial Corporation c. Jaguar Nickel*, dossier 2006-021, décision 2006-021-02 (4 avril 2007), p. 22.

- L'intérêt public peut exiger de retirer des marchés financiers des personnes dont la conduite antérieure est à ce point abusive qu'elle peut justifier de craindre qu'une conduite future soit susceptible de porter atteinte à l'intégrité des marchés québécois; et
- Le pouvoir d'intervention du Bureau en fonction de l'intérêt public n'est cependant pas illimité et doit pondérer la protection des investisseurs, l'efficacité des marchés financiers et la confiance du public dans l'intégrité de ceux-ci⁷⁸.

Cette synthèse démontre une volonté de la part du Bureau de maintenir un équilibre entre l'interventionnisme excessif à l'égard des opérations financières et une tolérance inacceptable des conduites abusives, comme il a été préconisé par la Cour suprême du Canada.

En ce qui a trait au deuxième volet, il semble que le Bureau ait une conception de l'intérêt public semblable à celle des commissions des valeurs mobilières des provinces et des territoires. En fait, dans son étude concernant les décisions rendues par ces commissions, la professeure Condon a constaté qu'«...il est largement reconnu que le but premier de ces ordonnances est de protéger l'intégrité du marché financier provincial et d'effectuer une analyse prospective du comportement probable du défendeur, des sanctions étant appliquées si cela est nécessaire pour maintenir la confiance du public dans l'intégrité du marché⁷⁹ ». Nous partageons son avis selon lequel l'«...uniformité a beaucoup à voir avec l'effet de convergence des arrêts rendus par la Cour suprême, par exemple *Asbestos*⁸⁰... ». Le Bureau demeure, tout de même, encore plus enclin que les autres commissions à suivre les principes établis par la Cour suprême relativement à la

⁷⁸ *Autorité des marchés financiers c. David Mizrahi*, dossier 2008-004, décision 2008-004-006 (12 mai 2008), p. 12. *Autorité des marchés financiers c. Demers*, dossier 2004-018, décision 2004-018-01 (28 février 2006), p. 21-22, indiquant les mêmes principes.

⁷⁹ M. CONDON, « L'utilisation des ordonnances d'application d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada », dans A.D. HARRIS, *Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada : monographies*, 2003, p. 486.

⁸⁰ *Ibid.*

nécessité de prendre en compte tous les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières pour définir l'intérêt public. M^{me} Condon a, dans étude, souligné que « malgré les commentaires faits dans cet arrêt au sujet de la prise en compte de l'efficacité du marché dans le cadre des ordonnances d'application, cet aspect avait été largement ignoré jusqu'à maintenant⁸¹ ».

Cette conclusion est intéressante, étant donné que les critiques font valoir qu'un tribunal administratif indépendant n'aurait pas la même compréhension des questions politiques qu'une commission multifonctionnelle. Par exemple, selon M^{me} Condon :

[TRADUCTION] À vrai dire, l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire en matière de réglementation (comme celui qui consiste à déterminer ce qui est dans « l'intérêt public ») n'est justifiable que lorsqu'il est accompli par des personnes ayant une compréhension profonde de l'ensemble de la structure réglementaire à maximiser. Quels sont les prétendus avantages se rattachant à l'attribution des pouvoirs d'application de la loi à un organisme de réglementation? Idéalement, nous leur attribuons ces pouvoirs parce qu'ils sont plus rapides, qu'ils ont un champ d'activités plus restreint et qu'ils sont plus spécialisés que les tribunaux dans leur approche en matière de réglementation économique ou sociale⁸².

L'examen de l'expérience du Bureau démontre que ces préoccupations, bien que légitimes, ne devraient pas être surestimées. À ce chapitre, deux éléments ont probablement permis au Bureau de neutraliser ces risques. Le premier est la disposition de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* prescrivant au Bureau de s'abstenir de substituer son appréciation de l'intérêt public à celle que l'Autorité en a faite lorsqu'il est appelé à examiner une décision rendue par cette dernière. Bien que le Bureau soit limité

⁸¹ *Ibid.*

⁸² M. CONDON, « Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation », (2006) 32 *Queen's L.J.* 1. Voir également P. ANISMAN, « The Ontario Securities Commission as Regulator : Adjudication, Fairness and Accountability », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Conflicts of Interest in Capital Markets Structures*, Toronto, Carswell, 2003, p. 126-127

au pouvoir de révision, cette disposition lui envoie néanmoins un signal quant au statut particulier de l'AMF en tant qu'organisme de réglementation. Le deuxième élément concerne l'expertise des membres, dont certains proviennent de la Commission des valeurs mobilières du Québec. La présence d'anciens membres de l'ancienne Commission des valeurs du Québec assure la réceptivité du Bureau aux questions de principe qui sous-tendent le cadre réglementaire.

Les critiques peuvent se demander s'il est souhaitable que les membres d'un tribunal indépendant soient d'anciens employés d'un organisme de réglementation. Plus particulièrement, la préoccupation concerne la possibilité que les membres soient influencés dans l'exercice de leurs fonctions décisionnelles par leurs activités antérieures en matière d'élaboration de politiques, créant ainsi une crainte raisonnable de partialité. Par exemple, un membre pourrait être intéressé à rendre une décision particulière dans une affaire ayant trait à une politique à l'élaboration de laquelle il a participé.

Une participation antérieure à l'élaboration de politiques ne devrait pas en soi donner lieu à une crainte raisonnable de partialité. Les observations faites par M. Anisman sont utiles à ce chapitre :

[TRADUCTION] On ne peut qualifier de partialité le fait qu'un arbitre ait une opinion concernant une politique. Il est inévitable que les décideurs rendent leurs décisions en fonction de la compréhension qu'ils ont de la politique [...] À cet égard, il faut faire la distinction entre des opinions antérieures concernant la politique et un préjugé possible des questions factuelles. En règle générale, les premières sont permises et le dernier ne l'est pas⁸³.

⁸³ P. ANISMAN, « The Ontario Securities Commission as Regulator: Adjudication, Fairness and Accountability », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Conflicts of Interest in Capital Markets Structures*, Toronto, Carswell, 2003, p. 109-110.

En outre, les préoccupations relatives à l'impartialité sont atténuées du fait que le processus d'élaboration des politiques repose rarement sur une seule personne, particulièrement lorsque les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sont concernées. Cela réduit vraisemblablement le risque, en presumant qu'il existe, qu'un membre du tribunal se sente très engagé à l'égard d'une politique particulière à l'élaboration de laquelle il a participé. Exiger que les affaires soient entendues par un groupe de membres et assurer une procédure d'appel sont des garanties additionnelles contre les abus. Par conséquent, il est peu probable qu'« une personne bien renseignée, ayant étudié la question en profondeur, de façon réaliste et pratique, éprouve une crainte raisonnable de partialité dans un grand nombre de cas⁸⁴ ».

3. Observations sur deux questions précises : Dispenses d'obligations et offres publiques d'acquisitions

Le Bureau n'a pas le pouvoir d'accorder une dispense discrétionnaire aux émetteurs ou aux participants au marché. La *Loi sur les valeurs mobilières* prévoit que l'AMF peut accorder une dispense lorsqu'elle estime qu'elle ne porte pas atteinte à la protection des épargnants⁸⁵. Toutefois, le Bureau peut refuser le bénéfice d'une dispense prévue par la présente loi ou par règlement dans tous les cas où il estime que la protection des épargnants l'exige⁸⁶.

Le choix fait dans la *Loi sur les valeurs mobilières* en ce qui a trait à l'attribution des pouvoirs de dispense reflète une volonté d'assurer un équilibre entre des préoccupations concurrentes d'indépendance et d'expertise. Accorder des dispenses à un participant au marché suppose la conduite d'une analyse très précise et contextuelle en temps opportun. On fait appel à l'expertise de l'organisme de réglementation pour

⁸⁴ 2747-3174 *Québec Inc. c. Québec (Régie des permis d'alcool)*, [1996] 3 R.C.S. 919, par. 44.

⁸⁵ *LVM*, art. 263.

⁸⁶ *LVM*, art. 264.

adapter le cadre réglementaire à des situations ou problèmes imprévus. Dans ce contexte, il n'y a pas de litige à trancher. La question est réglementaire, soit celle de savoir s'il est souhaitable d'adapter les exigences à l'affaire en particulier. Il ne fait aucun doute que les membres de l'organisme de réglementation sont mieux outillés pour traiter de cette question qu'un tribunal. En revanche, refuser une dispense prévue par la loi ou un règlement soulève un différend entre l'organisme de réglementation et un participant au marché qui peut faire en sorte que ce dernier soit privé de son droit. Il est alors préférable de demander à des arbitres indépendants de se prononcer sur le refus plutôt que de voir l'organisme de réglementation introduire lui-même l'instance à cet égard et la trancher. Jusqu'ici, le Bureau n'a jamais exercé ce pouvoir. Par conséquent, nous ne pouvons qu'émettre des hypothèses quant à la justesse de ces arguments théoriques.

Une question plus difficile se rapporte aux offres publiques d'acquisition . Plus particulièrement, le tribunal devrait-il avoir compétence sur des questions telles que le régime de droits (« pilule empoisonnée ») et l'application des règles régissant les offres publiques d'acquisition comme le Bureau l'a actuellement? D'une part, certains observateurs font valoir qu'une commission des valeurs mobilières constitue, en raison de ses caractéristiques institutionnelles, une autorité plus indiquée pour tenir des audiences sur ces questions⁸⁷. Ils mentionnent l'expertise du personnel et la souplesse procédurale de la commission qui permet de rendre des décisions en temps opportun. D'autre part, d'autres observateurs mettent en garde contre le fait d'exagérer l'importance de ces caractéristiques⁸⁸. Certains, comme les auteurs du *Practitioners Report* publié il y a 25 ans⁸⁹, plaident même en faveur d'un rôle élargi pour les tribunaux à l'égard des offres publiques d'acquisition. .

⁸⁷ Voir, par exemple, *Comité Osborne*, p. 37.

⁸⁸ Voir, de manière générale, P. MOYER, «The Regulation of Corporate Law by Securities Regulators : A Comparison of Ontario and the United States », (1997) 55 *U.T. Fac. L. Rev.* 43.

⁸⁹ G. COLEMAN, G. EMERSON & D. JACKSON, *Report of the Committee to Review the Provisions of the Securities Act (Ontario) Relating to Takeover Bids and Issuer Bids*, Toronto, 1983.

L'expérience du Bureau n'est pas concluante à ce chapitre. À vrai dire, le Bureau n'a participé qu'à une seule affaire d'offre publique d'acquisition lorsqu'il a été appelé par un éventuel poursuivant à statuer sur l'application d'un régime de droits⁹⁰. Néanmoins, on peut dire ici que le débat doit être plus largement encadré de façon à englober des questions du droit des valeurs mobilières et du droit des sociétés se rattachant aux offres publiques d'acquisition. Comme le professeur Nicholls le fait remarquer, [TRADUCTION] « la source de controverse la plus importante et ayant le plus fréquemment suscité des litiges [...] résulte des tentatives de la part des administrateurs et des dirigeants de sociétés visées par les offres publiques d'acquisition hostiles de mettre en œuvre des mesures de défense pour faire échec aux offres hostiles ou les retarder, ou pour adopter “des mesures de protection de la transaction” dans les conventions signées avec les initiateurs d'une offre amicale favorisés, qui sont revendiquées par l'initiateur d'une offre hostile⁹¹ ». Si elles comprennent l'application et l'interprétation des normes en matière de valeurs mobilières telles que l'Instruction nationale 62-202, les questions mises en évidence par M. Nicholls touchent également à des principes fondamentaux en droit des sociétés, notamment la portée des obligations des administrateurs. Par conséquent, l'instruction de ces questions par les tribunaux et les commissions des valeurs mobilières pourrait s'avérer contreproductive. À vrai dire, certains, dont l'auteur des présentes, ont fait observer que le fait que la jurisprudence soit issue de deux instances distinctes peut avoir appauvri notre système d'offres publiques d'acquisition⁹².

⁹⁰ *Northern Financial Corporation c. Jaguar Nickel*, dossier 2006-021, décision 2006-021-02 (4 avril 2007).

⁹¹ C.C. NICHOLLS, *Mergers, Acquisitions and other Changes of Corporate Control*, Toronto, Irwin Law, 2007, p. 170.

⁹² S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle – Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, Montréal, Éditions Thémis, 2007, p. 218-225.

Ainsi reformulée, la question devient celle de savoir si les audiences relatives aux offres publiques d'acquisition devaient être tenues par deux instances concurrentes, les tribunaux et les commissions des valeurs mobilières ou, plutôt, par une instance unique habilitée à traiter les aspects de ces transactions ayant trait au droit des sociétés et à la réglementation des valeurs mobilières. Certes, cette question n'est pas visée par l'objet de la présente étude. Toutefois, il semble important de souligner à quel point il est essentiel de la régler dans le cadre du débat sur la structure appropriée de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

III. REGARD VERS L'AVENIR : LA FAISABILITÉ D'UN TRIBUNAL PANCANADIEN INDÉPENDANT DES VALEURS MOBILIÈRES

Bien que la création d'un tribunal distinct obtienne un appui massif, certains analystes remettent néanmoins en question le bien-fondé de ce modèle. Comme il a été précédemment mentionné, ces analystes ont identifié plusieurs problèmes inhérents au modèle à deux volets qui pourraient l'empêcher de fonctionner. En même temps, ils font remarquer que les arguments en faveur d'un tribunal distinct sont largement fondés sur des données et des théories purement empiriques.

L'étude du Bureau s'avère particulièrement pertinente étant donné qu'elle jette un éclairage empirique sur le débat. À cet égard, l'expérience vécue par le Bureau depuis 2004 démontre que d'un point de vue institutionnel, la séparation de la fonction décisionnelle de la fonction d'élaboration des politiques et de la fonction réglementaire est faisable. L'examen des décisions rendues par le Bureau indique qu'un tribunal indépendant a la capacité de tenir compte des objectifs qui sous-tendent la réglementation de valeurs mobilières dans l'exercice de ses pouvoirs d'application de la loi. En outre, cette expérience donne à penser qu'il est possible d'éviter [TRADUCTION] « l'hyperprocéduralisation des démarches réglementaires » au sein d'un tribunal indépendant qui pourrait nuire à l'application efficace de la loi.

En résumé, l'expérience du Bureau a mis en évidence le potentiel d'un tribunal indépendant des valeurs mobilières. Elle justifie les plaidoyers en faveur d'un modèle à deux volets pour les commissions des valeurs mobilières. Elle soulève également une question intéressante : Devrait-on établir un tribunal pancanadien des valeurs mobilières comme celui qui a été proposé par certains⁹³? Par exemple, la ministre des Finances du Québec, Monique Jérôme-Forget, a proposé la création d'un tribunal interprovincial en insistant tout particulièrement sur le fait qu'il permettrait une application uniforme de la loi au pays :

Au niveau canadien, j'ai proposé à mes collègues ministres d'examiner la possibilité de créer un système de tribunal indépendant au Canada pour le secteur des valeurs mobilières. Ce système de tribunal serait interprovincial. Il s'agit de séparer les fonctions d'encadrement des fonctions quasi-judiciaires (sic) des commissions de valeurs mobilières

L'objectif d'une telle démarche est de renforcer les fonctions quasi-judiciaires (sic) en établissant une interprétation unique de la réglementation commune au Canada⁹⁴.

Faisant ressortir des avantages similaires, le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada sanctionne également la création d'un tribunal pancanadien indépendant⁹⁵. Le rapport déposé dans le contexte de propositions à l'égard de la création d'une commission des valeurs mobilières recommandait que la réglementation des valeurs mobilières soit structurée de manière à permettre le modèle à deux volets.

⁹³ La question fait partie des questions mises en évidence par le Groupe d'experts indépendant sur la réglementation des valeurs mobilières dans son Document de consultation.

⁹⁴ MONIQUE JÉRÔME-FORGET, *Mise en place du Régime de passeport en valeurs mobilières*, Allocution devant l'Institut des fonds d'investissement du Canada, Toronto, le 3 octobre 2007, p. 11.

⁹⁵ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Rapport final*, Toronto, 2006, p. 122-123.

Dans ce contexte, la présente partie traite de la possibilité de créer un tribunal canadien des valeurs mobilières. Elle met en évidence les principes-clés qui devraient régir sa conception et son organisation. Elle traite également des effets des initiatives de réforme sur les caractéristiques institutionnelles du tribunal.

A. La création d'un tribunal pancanadien des valeurs mobilières

La création d'un tribunal pancanadien des valeurs mobilières par le truchement d'une initiative provinciale et territoriale commune fait appel à des compétences sur le plan politique et sur le plan du droit constitutionnel.

Les questions politiques excèdent le cadre du présent rapport. Elles supposent la volonté des provinces et des territoires d'étendre le régime de passeport de manière à instituer un tribunal en matière de valeurs mobilières. Toutefois, il convient de mentionner que le Conseil provincial-territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières a indiqué dans son *Rapport d'étape de fin d'exercice* pour l'année 2007 qu'il avait demandé au « Groupe de travail d'étudier les avantages que pourrait comporter la mise en place d'un système de tribunal des valeurs mobilières indépendant qui pourrait rendre des décisions uniformes en matière d'application administrative de la réglementation relative aux valeurs mobilières partout au Canada⁹⁶ ».

En ce qui a trait au domaine du droit constitutionnel, la création d'un tribunal pancanadien des valeurs mobilières à ce niveau soulève deux séries de questions. Premièrement, les provinces et les territoires devraient décider de la façon dont le tribunal serait constitué. Une option consisterait à instituer le tribunal par le truchement d'une loi spéciale, même si cela soulevait des questions de compétence. Subsidiairement, le

⁹⁶ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport d'étape de fin d'exercice*, 2008, p. 5.

tribunal pourrait être constitué en tant que société à but non lucratif, tel le Conseil canadien sur la reddition de comptes, et les provinces et les territoires lui délégueraient des pouvoirs décisionnels par l'intervention du législateur.

Quoi qu'il en soit, la deuxième question concerne la légalité de la délégation par les provinces et les territoires de la fonction quasi judiciaire au tribunal. En droit constitutionnel canadien, la jurisprudence et les commentateurs reconnaissent que les législatures provinciales et fédérale ont compétence pour déléguer leurs pouvoirs législatifs, administratifs et décisionnels à des organismes créés par une autre législature⁹⁷. La délégation doit prévoir des pouvoirs qui sont dans les limites de la compétence d'attribution et territoriale de la législature délégatrice conformément à la *Loi constitutionnelle de 1867*. À cet égard, il est bien établi que la Constitution habilite les provinces à adopter des lois régissant le secteur des valeurs mobilières⁹⁸. En outre, la Cour suprême du Canada a déclaré que la réglementation provinciale des valeurs mobilières a une large portée territoriale⁹⁹. Par conséquent, il ne semble pas qu'il y ait d'obstacles en droit constitutionnel empêchant la délégation par les provinces et les territoires de pouvoirs en vue de faire observer la loi de la même nature et du même domaine de compétence que ceux qui sont actuellement détenus par les commissions des valeurs mobilières et, au Québec, par le Bureau.

Néanmoins, il conviendrait d'imposer certaines limites aux pouvoirs attribués à ce tribunal pour faire observer la loi. Les provinces et les territoires n'auraient pas

⁹⁷ Voir *P.E.I. Potatoe Marketing Bureau c. Willis*, [1952] 2 R.C.S. 292; P.W. HOGG, *Constitutional Law of Canada*, Thomson Carswell, Scarborough (Ontario), Student Ed. 2006, section 14.3 (a); D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4th Ed., Toronto, LexisNexis, 2006, p. 506-509; J.C. MAYKUT, « An Alternative Regulatory Model for Canada », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Responding to Globalization*, 2001, p. 29.

⁹⁸ *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494, par. 40.

⁹⁹ *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494, par. 41.

compétence pour attribuer les pouvoirs visant à faire observer la loi, qui se rattachent aux questions assujetties à la législature fédérale, à moins que le Parlement n’y consente. Une autre limite consisterait à exiger que les provinces et les territoires se conforment à l’article 96 de la *Loi constitutionnelle de 1867* en conférant les pouvoirs décisionnels au tribunal. Il convient de se rappeler que les tribunaux ont donné à l’article 96 une interprétation comme limitant la capacité des législatures provinciales de conférer aux tribunaux administratifs établis par les provinces des fonctions décisionnelles relevant de la compétence exclusive d’une cour supérieure, une cour de district ou de comté en 1867¹⁰⁰. Par conséquent, ils ne pourraient pas déléguer au tribunal des valeurs mobilières des fonctions semblables à celles exercées par une cour supérieure, une cour de district ou de comté. En d’autres termes, le tribunal des valeurs mobilières ne serait pas l’unique instance à connaître des affaires relatives aux valeurs mobilières, puisque les cours continueraient d’avoir une compétence concurrente. Cela imposerait des contraintes en ce qui a trait à l’harmonisation au niveau de l’application de la loi.

Une deuxième option consisterait à instituer un tribunal indépendant au niveau fédéral. Cette option a été proposée par bon nombre de comités d’experts au cours des cinq dernières années. Suivant ce modèle, une loi fédérale établirait un tribunal des valeurs mobilières. Concernant sa compétence, deux scénarios généraux peuvent être envisagés.

Selon le premier, les provinces et les territoires continueraient d’assurer la réglementation des marchés des valeurs mobilières suivant le régime de passeport. Les législatures provinciales et territoriales céderaient néanmoins les pouvoirs décisionnels de leurs commissions des valeurs mobilières – et dans le cas du Québec, celles du Bureau – au tribunal fédéral. Tel qu’il a été précédemment mentionné, du point de vue du droit

¹⁰⁰ P.W. HOGG, *Constitutional Law of Canada*, Thomson Carswell, Scarborough (Ontario), Student Ed. 2006, p. 354-355.

constitutionnel, cette délégation des fonctions décisionnelles est faisable, en supposant que l'on veuille bien qu'elle se fasse¹⁰¹.

Le deuxième scénario a été présenté par le Groupe Crawford. Il comprend l'adoption de la *Loi sur les valeurs mobilières* et la création d'une commission nationale des valeurs mobilières. La Loi prévoit également l'établissement d'un tribunal canadien des valeurs mobilières comme organisme distinct par rapport à la commission. Le tribunal aurait les pouvoirs décisionnels qui sont actuellement détenus par les commissions et le Bureau.

La création du tribunal des valeurs mobilières en vertu d'une loi fédérale selon l'un ou l'autre des scénarios apaiserait les inquiétudes concernant la portée des pouvoirs décisionnels attribués aux termes de l'article 96 de la *Loi constitutionnelle de 1867*¹⁰². À vrai dire, comme l'a souligné le professeur Hogg, les limites imposées par l'article 96 en ce qui a trait à la délégation des fonctions décisionnelles aux tribunaux administratifs ne s'appliquent pas aux tribunaux fédéraux dont les membres sont désignés par le gouvernement fédéral. Par conséquent, la Loi établissant le tribunal des valeurs mobilières pourrait, par exemple, attribuer cette dernière compétence à l'égard des infractions réglementaires.

B. La gouvernance d'un tribunal pancanadien des valeurs mobilières

La gouvernance d'un tribunal pancanadien des valeurs mobilières soulève des questions importantes ayant une incidence sur son efficacité et sa légitimité. Bien que le présent rapport n'ait pas pour but de mettre en place les dispositions relatives à la gouvernance

¹⁰¹ J.C. MAYKUT, « An Alternative Regulatory Model for Canada », dans A.A. ANAND & W.F. FLANNIGAN, *Responding to Globalization*, 2001, p. 37.

¹⁰² P.W. HOGG, *Constitutional Law of Canada*, Thomson Carswell, Scarborough (Ontario), Student Ed. 2006, p. 221.

d'un tel tribunal, il convient d'identifier certains des principes-clés qui gouvernent la conception d'une institution¹⁰³.

Le premier principe est évident en ce que le tribunal doit être organisé de façon à garantir son indépendance vis-à-vis des organismes de réglementation des valeurs mobilières. L'organisation du Bureau constitue un modèle qui pourrait inspirer les concepteurs du tribunal pancanadien à cet égard. Tel qu'il a été mentionné précédemment, le processus de nomination des membres du Bureau, sa gouvernance, ses ressources financières et son emplacement en garantissent l'indépendance à l'égard de l'AMF.

Le deuxième principe est l'expertise. Le tribunal devrait être composé de membres possédant une expertise en matière de réglementation des valeurs mobilières, de marchés des capitaux et d'arbitrage. Encore une fois, l'expérience du Bureau est pertinente puisqu'elle fait ressortir l'importance de pouvoir compter sur des arbitres ayant la formation et l'expertise pertinentes. Ce principe a également été reconnu dans le rapport du Groupe Crawford où une liste des membres potentiels du tribunal était dressée à savoir, « ... [des] arbitres [...] expérimentés en cette qualité (il pourrait s'agir de juges à la retraite) et idéalement posséd[ant] une certaine expérience dans l'application ou la réglementation se rapportant au secteur des valeurs mobilières ou des services financiers, à l'instar des commissaires actuels des autorités de réglementation des valeurs mobilières provinciales qui jouissent d'une telle expérience¹⁰⁴ ». De façon générale, les besoins en matière d'expertise devraient également se traduire par l'audition des dossiers par un comité d'arbitres, plutôt que par un arbitre unique.

¹⁰³ *Comité Osborne*, p. 21-22, 36-42.

¹⁰⁴ Groupe CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières*, Document définitif, 2006, p. 29.

L'expertise des membres s'articule autour de l'importance de leur aptitude à réagir aux questions de politiques en matière de marchés des capitaux. À cet égard, pour s'assurer que le tribunal soit composé d'arbitres possédant une telle aptitude, ses membres devraient être nommés pour une durée spécifique renouvelable, tel qu'un terme de cinq ans, plutôt que de procéder par nomination à vie. Les nominations à durée fixe permettraient le renouvellement puisque les nouveaux membres amèneraient de nouvelles idées et une expérience différente en matière de marchés des capitaux et d'arbitrage. En même temps, le fait d'établir des termes renouvelables permettrait d'assurer une certaine stabilité pour le tribunal.

Nous sommes bien conscients que, comme l'indiquent les auteurs M. Johnston et M^{me} Rockwell, il peut être très difficile de recruter des candidats [TRADUCTION] « puisque le bassin de juges retraités ayant une telle expérience et étant disposés à effectuer ce travail est naturellement restreint¹⁰⁵ ». Pour vaincre cette difficulté, il faudrait fort probablement créer des ententes d'indemnisation suffisamment attrayantes pour recruter des personnes de grande compétence, tel qu'indiqué dans le rapport du Comité Osborne¹⁰⁶.

Troisièmement, le tribunal doit être organisé de façon à assurer une participation et une représentation géographique. La représentation géographique au sein du tribunal semble importante compte tenu des opinions fréquemment exprimées par les provinces et territoires sur cette question¹⁰⁷. De plus, une présence régionale permettrait d'obtenir une application plus efficace. En fin de compte, l'application suppose la participation des émetteurs, des investisseurs et des autres participants au marché dont les sièges sociaux,

¹⁰⁵ D. JOHNSTON & K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4th Ed, Toronto, LexisNexis, 2006, p. 517.

¹⁰⁶ *Comité Osborne*, p. 21.

¹⁰⁷ Voir par exemple, GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières*, Document définitif, 2006, p. 25.

les lieux d'affaires ou les résidences personnelles sont situés dans une province précise. La tenue des audiences dans un endroit à proximité des locaux des parties semble une solution à privilégier en raison de l'économie de frais et du respect des délais. Est discutable la question de savoir s'il serait suffisant que le tribunal fonctionne par déplacements dans les divers territoires participants, tel que le propose le Groupe Crawford, en raison du volume de dossiers à traiter, de la disponibilité des arbitres et de l'exigence en termes d'applicabilité des ordonnances. Il semble préférable d'établir des bureaux régionaux où les arbitres travailleront. Cette approche permet de répondre plus adéquatement à un autre besoin qu'est la représentation régionale. En effet, pour que la présence régionale prenne tout son sens, elle doit se refléter dans la composition du tribunal; en d'autres termes, la sélection de ses membres devrait assurer une représentation juste et raisonnable des provinces et territoires en fonction des caractéristiques de leur marché des capitaux. Avec une telle représentation, les arbitres comprendraient assurément le contexte institutionnel. Le tribunal répondrait donc mieux aux préoccupations des personnes inscrites, des émetteurs et des investisseurs locaux.

Enfin, il conviendrait de tenir compte de l'objectif visant l'application uniforme de la réglementation en matière de valeurs mobilières au Canada, objectif sur lequel repose la proposition à l'égard de l'instauration d'un tribunal pancanadien. En ce qui concerne le fonctionnement du tribunal, cela pourrait permettre la collégialité en modifiant périodiquement la composition du comité et en demandant à des membres de connaître des affaires de régions autres que leur région habituelle. De plus, les décisions rendues par le tribunal devraient être publiées en français et en anglais dans le but de s'assurer qu'elles soient lues, comprises et invoquées dans l'ensemble du pays.

C. Le tribunal pancanadien des valeurs mobilières à la lumière des récentes propositions de réforme

Au cours de la dernière décennie, il y a eu une pluie de propositions de réforme visant à améliorer la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Le Document de consultation du Groupe d'experts examine plusieurs de ces propositions. Il convient de se pencher sur l'incidence de celles-ci sur le modèle à deux volets compte tenu du rôle rempli par un tribunal pancanadien des valeurs mobilières dans un régime de réglementation. Bien qu'un large éventail de propositions aient été énoncées dans le Document de consultation, trois cadres se distinguent des autres en raison de leur intérêt particulier au regard de l'objectif défini : la réglementation fondée sur des principes, la réglementation proportionnée et l'organisme unique de réglementation des valeurs mobilières.

1. La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes

Le vif débat entourant la question de l'approche appropriée pour réglementer les marchés de valeurs mobilières se poursuit encore aujourd'hui¹⁰⁸. Ce débat opposant l'approche fondée sur des principes à l'approche axée sur des règles continue d'animer les esprits dans plusieurs territoires. Au Canada, les rapports déposés au cours des dernières années favorisaient l'approche fondée sur des principes¹⁰⁹. Aussi, la Colombie-Britannique a adopté en 2004 une nouvelle *Securities Act (Loi sur les valeurs mobilières)* fondée sur des principes, cependant cette loi n'est pas encore entrée en vigueur¹¹⁰. À la lumière de ce débat, le Groupe d'experts a indiqué que la question de passer à une réglementation davantage fondée sur des principes en était une sur laquelle il souhaitait entendre les gens du milieu.

¹⁰⁸ L.A. CUNNINGHAM, « A Prescription to Retire the Rhetoric of “Principles-Based Systems” in Corporate Law, Securities Regulation, and Accounting », (2007) 60 *Vand. L. Rev.* 1411; C.L. FORD, « New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation », (2008) 45 *Am. Bus. L.J.* 1.

¹⁰⁹ Voir par exemple, GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Bilan et perspectives*, Document de mise à jour, 2007; GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, Rapport final, Toronto, 2006.

¹¹⁰ Projet de loi 38, 5^e sess., 37^e Parl., n^{os} 72 et 73.

Dans ce contexte, une question se pose : De quelle façon l'application d'une approche fondée sur des principes influencera-t-elle la mise en œuvre d'un modèle à deux volets? À cet égard, nous soulignons premièrement que l'approche fondée sur des principes requiert que le tribunal utilise ses pouvoirs d'application pour mieux définir les principes impérieux et les normes de conduite. En effet, l'approche fondée sur des principes se distingue en ce qu'elle permet d'éviter l'application de règles détaillées normatives à la faveur d'objectifs et de principes devant être interprétés par les participants au marché, les organismes de réglementation et les tribunaux. Deuxièmement, il est probable que, suivant l'approche fondée sur les principes, l'application tende à inciter à la conformité plutôt qu'à la dissuasion¹¹¹. En conséquence, l'application viserait à [TRADUCTION] « former et modeler le comportement organisationnel »¹¹² de façon à ce que les participants au marché assimilent les principes et normes qui sous-tendent la réglementation des valeurs mobilières. En accordant davantage d'importance à la conformité, l'organisme de réglementation, c'est-à-dire les commissions des valeurs mobilières, consacrerait des ressources plus grandes au contrôle et à la surveillance des programmes de conformité. De plus, l'expérience de l'organisme de réglementation intégrée des services financiers du Royaume-Uni, la Financial Services Authority, laisse croire qu'il est probable que les procédures d'application seraient entreprises de manière sélective par l'organisme de réglementation en mettant l'emphasis sur les dossiers ayant trait à un principe fondamental ou menaçant l'intégrité ou la stabilité du marché¹¹³.

¹¹¹ M. CONDON, « Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation », (2006) 32 Queen's L.J. 1; C.L. FORD, « New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation », (2008) 45 *Am. Bus. L.J.* 1.

¹¹² M. CONDON, « Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation », (2006) 32 Queen's L.J. 1.

¹¹³ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Essential facts about the Financial Services Authority*, février 2006 < http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/essential_facts.pdf >; M. CONDON & P. PURI, « The Role of Compliance in Securities Regulatory Enforcement », dans GROUPE DE TRAVAIL POUR LA

Ces caractéristiques de l'approche fondée sur des principes comportent des conséquences eu égard à un tribunal indépendant. Parmi les plus importants, on retrouve le fait que la loi habilitante ou la charte du tribunal devra énoncer son rôle et ses objectifs en insistant sur l'approche fondée sur des principes pour s'assurer de fonctionner sur la base de prémisses similaires à celles de l'organisme de réglementation. Par ailleurs, le tribunal devra être formé d'arbitres qui possèdent l'expertise nécessaire pour comprendre et bien saisir à la fois les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières et les réalités des marchés financiers lorsqu'ils préciseront le contenu des principes adoptés. Un autre corollaire de l'approche fondée sur des principes est qu'il semble préférable d'instaurer un tribunal unique de façon à garantir un volume de dossiers suffisant pour s'assurer que les membres du tribunal auront l'occasion de conserver et de développer leur expertise. Enfin, la question délicate de la mise sur pied d'un forum où les organismes de réglementation, les organismes d'autoréglementation, les participants au marché et les membres du tribunal pourraient discuter périodiquement des questions de politiques et des enjeux de réglementation demeure à considérer. À notre avis, ce forum devrait être conçu de manière à préserver l'impartialité et l'indépendance du tribunal et de ses membres et de manière à éviter qu'ils soient pris au piège des groupes d'intérêt.

2. La réglementation proportionnée

L'instauration d'un système de réglementation proportionnée des valeurs mobilières, qui consiste en l'adaptation des exigences réglementaires à certaines caractéristiques économiques des émetteurs telles que la taille de l'entreprise ou les risques qu'elle encourt, est actuellement considérée. La réglementation proportionnée, tout comme la réglementation fondée sur des principes, requiert fondamentalement la révision des lois et règlements de façon à tenir compte de cet objectif. Un changement en faveur de la réglementation proportionnée n'est toutefois pas sans conséquences pour un tribunal des

MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, Rapport final, Toronto, vol. 6, p. 16.

valeurs mobilières. En effet, l'arbitrage des dossiers suppose l'interprétation et l'application des lois et règlements élaborés suivant cette approche.

Un tribunal des valeurs mobilières indépendant n'est pas en soi incompatible avec la réglementation proportionnée. De manière générale, la compétence d'un tribunal à se pencher sur les préoccupations relatives à la réglementation proportionnée a trait à la perméabilité de ses membres aux questions de politiques, cette question ayant été abordée plus haut. Plus précisément, il semble que, pour intégrer cette dimension de manière efficace dans le processus d'arbitrage, une intervention législative serait nécessaire. Par exemple, des principes directeurs ou des règles précises pourraient être établis pour permettre au tribunal de créer des solutions adaptées aux plus petits émetteurs. Bien que de telles interventions puissent appuyer un virage vers la réglementation proportionnée, la question de savoir si un tribunal des valeurs mobilières constitue le bon forum pour mettre en œuvre cette approche de façon complète et efficace demeure à discuter.

3. La structure de la réglementation des valeurs mobilières

Au Canada, la structure du cadre réglementaire, qui suscite des débats quant à l'opportunité d'instaurer un organisme de réglementation commun, constitue un enjeu important et récurrent. Bien que le présent rapport n'ait pas pour but de se prononcer en faveur d'une solution particulière dans ce débat, il convient de tenir compte de l'incidence de la structure réglementaire sur les opérations d'un tribunal pancanadien. Tel qu'il a été mentionné plus haut, un tribunal pancanadien des valeurs mobilières peut être instauré par les provinces, dans le cadre du système de passeport, ou par le gouvernement fédéral suivant le modèle d'un organisme de réglementation commun. Dans les deux cadres de fonctionnement, il convient de se demander, au-delà de la compétence du tribunal, quelles difficultés pourrait entraîner leur mise en œuvre.

Suivant l'application d'un système de passeport, la première difficulté serait de rallier l'ensemble des provinces et territoires à un modèle unique de tribunal indépendant.

En effet, même si la conservation du modèle multifonctionnel de certaines compétences n'empêchait pas l'instauration d'un tribunal intergouvernemental, elle en diminuerait certainement l'efficacité. En supposant que la création d'un tribunal pancanadien soit possible, celui-ci serait exposé à une deuxième difficulté, soit de demeurer sensible aux questions de politiques prioritaires pour chaque commission. Un des dangers de ce modèle est que le tribunal pourrait être perçu comme étant plus attentif aux intérêts d'une région qu'à d'autres, plus particulièrement dans le cadre d'une approche fondée sur des principes. Cette perception pourrait fort bien être renforcée par les variations d'application des lois et règlements en matière de valeurs mobilières. Jusqu'à un certain point, les mesures de gouvernance abordées plus haut permettraient de répondre à cette préoccupation. Aussi, en ce qui concerne les poursuites, les commissions pourraient coordonner leurs efforts, notamment en convenant d'un ensemble d'objectifs et de priorités visant à orienter leurs mesures d'application.

Suivant le modèle d'un organisme unique de réglementation, le tribunal pancanadien serait appelé à se prononcer dans des dossiers mettant en jeu des intérêts locaux ou régionaux. Il devrait alors chercher l'équilibre entre la sensibilité à ces intérêts et l'objectif d'application uniforme des lois et règlements dans tout le Canada. En d'autres mots, ce tribunal serait exposé aux mêmes difficultés que le tribunal fonctionnant en application du modèle de passeport à cet égard, à cette différence près qu'il n'aurait à tenir compte que d'un seul organisme de réglementation. Les priorités en termes de politiques et d'application indiquées par l'organisme de réglementation seraient donc plus faciles à établir par le tribunal. Toutefois, il demeurerait difficile de voir à ce que les arbitres de l'ensemble du Canada puissent être en mesure de partager leurs expériences et de comprendre les enjeux des politiques pour éviter le développement de jurisprudences dites « régionales ».

CONCLUSION

Depuis toujours, les commissions des valeurs mobilières du Canada ont la structure multifonctionnelle des organismes administratifs. Suivant ce modèle, les commissions agissent à titre d'organisme de réglementation, d'enquêteur, de procureur et d'arbitre. Les décideurs et les juristes s'entendent de plus en plus pour affirmer que cette structure est problématique et doit être réexaminée de façon à ce que les fonctions de réglementation et d'arbitrage soient remplies par des entités distinctes suivant le « modèle à deux volets ». En dépit de ce consensus grandissant, certaines personnes ne sont pas encore convaincues que le modèle à deux volets améliorera l'ensemble du cadre réglementaire et soutiennent qu'il est possible qu'un tribunal administratif indépendant ne soit pas sensible aux questions relatives aux politiques.

Le Québec constitue un laboratoire intéressant pour l'analyse des avantages et des enjeux d'un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières. En effet, le Québec a entrepris en 2002 une réforme en profondeur de la réglementation de son secteur des services financiers. Cette réforme a mené à la création de l'AMF et, en instituant le Bureau, lequel constitue un tribunal administratif chargé d'exercer certains pouvoirs prévus par la *Loi sur les valeurs mobilières*, un modèle à deux volets a été introduit. L'étude de l'exemple du Bureau est particulièrement pertinente puisqu'elle jette une lumière empirique sur le débat.

L'expérience du Bureau depuis 2004 atteste de la faisabilité de la séparation des fonctions d'adjudication et d'élaboration de politiques et de règles d'un point de vue institutionnel. L'examen des décisions du Bureau démontre qu'un tribunal indépendant peut être sensible aux objectifs sous-tendant la réglementation des valeurs mobilières lorsqu'il exerce ses pouvoirs d'application. En somme, l'expérience du Bureau souligne tout le potentiel d'un tribunal des valeurs mobilières indépendant. Elle justifie les

plaidoyers en faveur du modèle à deux volets pour les commissions des valeurs mobilières.

Annexe :

Tableau 2 : Ordonnances

Pouvoirs relatifs aux ordonnances	Dispositions pertinentes	Ordonnances rendues	Ordonnances refusées
<i>93(1°) LAMF : Pouvoirs relatifs au retrait, à la suspension ou à la restriction des droits conférés par l'inscription d'un courtier ou d'un conseiller en valeurs en vertu de l'article 152 de la Loi sur les valeurs mobilières.</i>			
Ordonnance visant à assortir l'inscription d'un conseiller de conditions	Art. 152 et 323.7 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(1°) de la LAMF	2	0
Retrait des droits conférés par l'inscription	Art. 152 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(1°) de la LAMF	1	0
Suspension des droits conférés par l'inscription	Art. 152 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(1°) de la LAMF	3	0
<i>Par. 93(3°) LAMF : Pouvoirs relatifs à une ordonnance de blocage selon le titre neuvième de la Loi.</i>			

Ordonnance de blocage	Art. 249 et 250 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et le par. 93(3°) de la LAMF	21	0
Prolongation de l'ordonnance de blocage	Par. 250(2) de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(3°) de la LAMF	86	2
Levée partielle ou totale d'une ordonnance de blocage	Par. 93(3°) de la LAMF	33	2
Rectification d'une ordonnance de blocage prolongée	Art. 90 du <i>Règlement sur les règles de procédure du BDRVM</i> , par. 250(2) de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(3°) de la LAMF	2	0
Rectification d'une ordonnance de blocage	Art. 249, 250 et 323.7 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(3°) de la LAMF	1	0
Modification partielle d'une ordonnance de blocage	Art. 250 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(3°) de la LAMF	1	0
Par. 93(4°) de la <i>LAMF</i> : <i>Pouvoirs relatifs à la recommandation au ministre visant la nomination d'un administrateur provisoire, la liquidation des biens d'une personne ou la liquidation d'une société suivant les articles 257 et suivants de la Loi</i>			

Recommandation au ministre des Finances concernant la nomination d'un administrateur provisoire	Par. 93(4°) de la LAMF et art. 257 et 258 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	9	0
Recommandation au ministre concernant la liquidation des biens et la désignation d'un liquidateur	Par. 93(4°) de la LAMF et par. 261(3) de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	3	1
Par. 93(6°) de la <i>LAMF</i> : <i>Pouvoirs relatifs à une ordonnance qui interdit une activité visant une opération sur valeurs en vertu de l'article 265 de la Loi, sauf dans le cas d'une omission de déposer ou de fournir, conformément aux conditions et modalités déterminées par règlement, l'information périodique au sujet de l'activité et des affaires internes d'un émetteur ou toute autre information réglementaire requise d'un émetteur ou d'une autre personne.</i>			
Ordonnance d'interdiction d'une activité visant	Art. 265 de la <i>Loi sur les valeurs</i>	46	1

une opération sur valeurs	<i>mobilières</i> et par. 93(6°) de la LAMF		
Levée d'une ordonnance d'interdiction d'une activité visant une opération sur valeurs (y compris la levée partielle)	Art. 265 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(6°) de la LAMF	5	3
Modification d'une ordonnance d'interdiction d'une activité visant une opération sur valeurs	Art. 265 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(6°) de la LAMF	1	0
<i>93(7°) de la LAMF : Pouvoirs relatifs à une ordonnance visant à interdire à une personne d'exercer l'activité de conseiller en valeurs en vertu de l'article 266 de la Loi.</i>			
Ordonnance visant à interdire à une personne d'exercer l'activité de conseiller en valeurs.	Par. 93(7°) de la LAMF et art. 266 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	13	0
<i>Par. 93(10°) de la LAMF : Pouvoirs relatifs à l'imposition d'une pénalité administrative, au remboursement des frais d'enquête et à l'interdiction d'agir comme administrateur et</i>			

<i>dirigeant en vertu des art. 273.1 à 273.3 de la Loi.</i>			
Pénalité administrative	Art. 273.1 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(10°) de la LAMF	8	1 (1 révisé)
Ordonnance visant à interdire à une personne d'agir comme administrateur	Art. 273.3 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(10°) de la LAMF	2	0
Par. 93(2) de la LAMF : <i>Pouvoirs de révision</i>			
Demande en révision d'une décision de l'AMF	Art. 322 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(2) de la LAMF	1	3
Décision sur une objection préliminaire (requête en inadmissibilité de la demande de révision)	Art. 57 du <i>Règlement sur les règles de procédure du BDRVM</i> et art. 322 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	1	0
Demande en révision d'une décision d'un organisme d'autoréglementation	Art. 322 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et par. 93(2) de la LAMF	1	1 (1 retrait)

Art. 94 de la LAMF : <i>Pouvoirs de prendre toute mesure propre à assurer le respect des dispositions de la Loi sur les valeurs mobilières</i>			
Ordonnance en vue de fournir des documents	Art. 94 de la LAMF	2	0
Ordonnance visant à interdire à un administrateur d'exercer son droit de vote	Art. 94 de la LAMF	2	0
Demande de ratification d'une entente entre les parties	Art. 94 de la LAMF	1	0
<i>Demande d'intervention</i>	<i>Art. 42 du Règlement sur les règles de procédure du BDRVM</i>	2	0
<i>Demande de sursis</i>	<i>Art. 329 de la Loi sur les valeurs mobilières</i>	0	1

