



GROUPE D'EXPERTS SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

Créer un avantage sur les marchés de capitaux mondiaux

DOCUMENT PUBLIC DE CONSULTATION
PUBLIÉ PAR LE GROUPE D'EXPERTS
SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES
AU CANADA

21 Avril, 2008

DOCUMENT PUBLIC DE CONSULTATION
PUBLIÉ PAR LE GROUPE D'EXPERTS
SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES
AU CANADA

21 Avril, 2008

DOCUMENT PUBLIC DE CONSULTATION PUBLIÉ PAR LE GROUPE D'EXPERTS SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

Aperçu

Le 21 février 2008, le ministre fédéral des Finances a mis sur pied le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Il incombe à ce dernier de fournir des recommandations et des conseils au ministre fédéral des Finances et aux ministres provinciaux et territoriaux chargés de la réglementation des valeurs mobilières sur la meilleure façon d'améliorer la réglementation des valeurs mobilières au Canada. On peut trouver le mandat et la composition du Groupe d'experts à l'adresse suivante www.groupeexperts.ca.

Le Groupe d'experts a été prié de soumettre des recommandations au sujet du contenu, de la structure et de l'observation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Plus particulièrement, il fournira des conseils à propos de l'établissement d'un cadre permettant de mesurer le rendement de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Il évaluera dans quelle mesure le Canada pourrait bénéficier d'une réglementation des valeurs mobilières proportionnée et fondée davantage sur des principes, qui ferait plus de place aux résultats, et comment cette approche pourrait faciliter une meilleure coordination des activités d'application de la loi et de la réglementation des valeurs mobilières. Il examinera la structure de réglementation des valeurs mobilières qui convient le mieux au Canada et fournira des conseils à cet égard. Enfin, le Groupe d'experts élaborera un modèle de loi commune régissant les valeurs mobilières et un chemin de transition, y compris les grandes étapes et les principaux échéanciers, afin d'apporter les changements proposés.

Le Groupe d'experts s'appuiera sur les mesures positives qui ont été prises ces dernières années par l'ensemble des partenaires, y compris les provinces et les organismes de réglementation. Il tiendra compte des recommandations formulées par d'autres groupes d'experts, et il s'inspirera des pratiques exemplaires de réglementation de nos partenaires étrangers. Le Groupe d'experts a aussi élaboré un programme de recherche qui guidera lui aussi la prise de décisions.

Le Groupe d'experts souhaite connaître le point de vue d'un large éventail de participants au marché sur la façon de mieux réglementer les valeurs mobilières au Canada. Ces points de vue seront des plus utiles au Groupe d'experts dans la réalisation de son mandat. Le Groupe d'experts souhaite plus particulièrement recueillir des observations au sujet des questions de consultation qui suivent, lesquelles ont été formulées pour axer le débat sur les enjeux et les considérations clés qui se rapportent directement à son mandat.

Question de consultation 1 : Objectifs, résultats et mesures de rendement

La réglementation des valeurs mobilières exige des objectifs, des résultats et des mesures de rendement clairs. On reconnaît de plus en plus, au Canada, qu'un cadre détaillé de mesure du rendement, qui permet d'évaluer les résultats de la réglementation en regard

d'objectifs clairement définis, pourrait appuyer les améliorations organisationnelles, rendant la réglementation plus efficace et favorisant une reddition de comptes accrue. Ainsi, le Conseil des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières¹ appuie l'élaboration de barèmes de rendement afin de promouvoir l'efficacité et l'efficacité de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Un certain nombre de pays ont mis en place des systèmes pour mesurer le rendement de la réglementation des valeurs mobilières. L'organisme de réglementation du secteur financier du Royaume-Uni, la Financial Services Authority (FSA), dispose d'un système de mesure du rendement qui utilise une gamme de critères pour évaluer le rendement de ses préposés à la réglementation en regard d'objectifs de réglementation et d'indicateurs des résultats (tableau A). De son côté, la Australian Securities and Investment Commission applique des normes de niveau de service aux préposés à la réglementation et en présente les résultats dans son rapport annuel. Ces normes de service comprennent notamment le pourcentage de plaintes traitées et réglées dans les 28 jours ouvrables suivant leur réception, de même que le pourcentage de demandes de correctifs (en vertu de la législation sur les valeurs mobilières) qui ont été réglées dans un délai de 15 jours ouvrables.

Tableau A	
Financial Services Authority : Objectifs stratégiques et indicateurs de résultats	
Objectifs stratégiques	Indicateurs de résultats
Aider les consommateurs de détail à obtenir un traitement équitable	Les consommateurs reçoivent, de l'industrie et de la FSA, une information claire, simple et pertinente, et ils l'utilisent.
	Les consommateurs sont capables et confiants d'agir de manière responsable lorsqu'ils traitent avec l'industrie des services financiers.
	Les entreprises de services financiers traitent leurs clients avec équité et les aident à combler leurs besoins.
Promouvoir des marchés efficients, ordonnés et équitables	Les entreprises sont en bonne santé financière et bien gérées.
	Les entreprises et les autres intervenants comprennent leurs responsabilités respectives et atténuent les risques liés aux crimes financiers et à la conduite sur les marchés.
	Les marchés financiers sont efficients, résilients et attrayants à l'échelle internationale.
Accroître la capacité et l'efficacité opérationnelles de l'organisation	La FSA est un organisme professionnel, équitable, efficace et convivial.
	La FSA cerne et gère efficacement les risques qui se rapportent aux objectifs législatifs.
	Les coûts et les retombées de la réglementation sont raisonnables.
<i>Source</i> : Financial Services Authority. <i>Principles-based regulation: Focusing on the outcomes that matter</i> (2007).	

La création d'un cadre de mesure du rendement de la réglementation des valeurs mobilières au Canada exige que l'on dote la réglementation des valeurs mobilières d'objectifs clairs. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)² a établi trois objectifs clés : protéger les investisseurs; promouvoir des marchés financiers

équitable, efficaces et transparentes; et réduire le risque systémique. Comme l'indique le tableau B, les deux premiers objectifs sont généralement repris de façon explicite dans le mandat des organismes de réglementation des valeurs mobilières à travers le Canada. Ce n'est pas le cas de la réduction du risque systémique.

Le Canada devrait-il se doter d'objectifs communs? Quels devraient être les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières au Canada? Vu le contexte actuel des marchés financiers mondiaux, la réduction du risque systémique devrait-elle être un objectif explicite de la réglementation des valeurs mobilières? Si oui, dans quelle mesure doit-elle être définie en termes généraux? Y a-t-il des objectifs propres au Canada qui vont au-delà de ceux définis par l'OICV? Par exemple, devrait-on chercher à rehausser la compétitivité des marchés de capitaux du Canada?

Tableau B	
Mandats de certains organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières	
Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique	Protéger et promouvoir l'intérêt public en favorisant l'instauration d'un marché des valeurs mobilières équitable, efficace et digne de la confiance du public, et d'une industrie des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique qui offre des possibilités d'investissement et l'accès aux capitaux.
Commission des valeurs mobilières de l'Alberta	Favoriser l'équité et l'efficacité du marché des capitaux en Alberta, et protéger les investisseurs.
Commission des services financiers de la Saskatchewan*	Protéger les intérêts des consommateurs et du public, et appuyer le bien-être économique par la réglementation pertinente des marchés financiers.
Commission des valeurs mobilières du Manitoba	Protéger les investisseurs et promouvoir, à l'échelle de la province, des pratiques d'investissement des entreprises qui soient équitables et efficaces.
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario	Protéger les investisseurs contre des pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses, favoriser des marchés financiers équitables, et promouvoir l'intégrité des marchés.
Autorité des marchés financiers (Québec)*	Prêter assistance aux consommateurs de produits et aux utilisateurs de services financiers; veiller à ce que les institutions financières et les autres intervenants du secteur financier respectent les normes de solvabilité prescrites et se conforment aux obligations que la Loi leur impose; assurer l'encadrement des activités de distribution de produits et services financiers; assurer l'encadrement des activités de bourse et de compensation, et celui des marchés de valeurs mobilières; veiller à la mise en place de programmes de protection et d'indemnisation des consommateurs de produits et des utilisateurs de services financiers, et administrer les fonds d'indemnisation prévus par la Loi.
<p>Sources : Site Web (2008) de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Commission des services financiers de la Saskatchewan, de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et de l'Autorité des marchés financiers (Québec).</p> <p>* Le Québec et la Saskatchewan se sont chacun dotés d'un organisme intégré de réglementation du secteur financier.</p>	

La mesure du rendement exige aussi l'élaboration de critères afin d'évaluer les résultats en regard des objectifs de la réglementation des valeurs mobilières. Comme on l'a vu au tableau A, la FSA utilise des indicateurs pour déterminer dans quelle mesure elle réalise ses objectifs stratégiques. Ces indicateurs permettent notamment de vérifier si « les consommateurs reçoivent, de l'industrie et de la FSA, une information claire, simple et pertinente, et s'ils l'utilisent », et si « la FSA est un organisme professionnel, équitable, efficient et convivial ». Le gouvernement du Canada évalue la réglementation à la lumière d'un certain nombre de critères, dont la question de savoir si les activités de réglementation protègent et renforcent l'intérêt public; contribuent à une économie de marché équitable et concurrentielle; favorisent l'efficacité et l'efficacités; et sont accessibles, intelligibles et pertinentes³.

Quels critères devraient servir à évaluer la réglementation des valeurs mobilières au Canada?

Question de consultation 2 : Réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes

Les marchés de capitaux du Canada sont de plus en plus complexes et dynamiques. La poursuite des innovations dans le secteur financier et du développement de nouveaux produits aide largement le secteur financier à répondre aux besoins des investisseurs et des entreprises, favorisant l'expansion de l'économie canadienne. La réglementation efficace et efficiente des valeurs mobilières dans ce contexte est essentielle afin de protéger les intérêts des investisseurs, de promouvoir l'innovation financière, et d'appuyer l'équité, l'efficacité et la compétitivité des marchés de capitaux au Canada.

Au Canada, la réglementation des valeurs mobilières est largement tributaire de règles⁴. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont tendance à expliquer en détail la façon d'obtenir un résultat de réglementation donné. Les partisans de l'approche axée sur les règles soutiennent que ces dernières sont simples à appliquer et faciles à utiliser, et qu'elles confirment aux participants au marché les mesures à prendre pour parvenir à la conformité. De leur côté, les critiques estiment que les règles ne peuvent suivre efficacement l'évolution de la situation et des pratiques du marché en tout temps, ce qui engendre des retards et freine l'innovation. Ils affirment que les règles font en sorte que les participants au marché mettent l'accent sur le respect des règles plutôt que sur l'obtention des meilleurs résultats de réglementation. L'approche fondée sur les règles est aussi décriée parce qu'elle ne favorise pas l'application efficace de la loi contre les participants au marché qui ont respecté les règles mais n'ont pas agi dans l'intérêt du marché.

Depuis quelques années, au Canada comme dans d'autres pays du G7, on favorise de plus en plus le remplacement des règles par une approche davantage fondée sur des principes. En 2004, l'assemblée législative de la Colombie-Britannique a adopté un projet de loi instaurant une *Loi sur les valeurs mobilières* fondée sur des principes. La législation n'a pas été édictée, et son application a été différée, afin de consacrer les ressources à la mise en place du système de passeport. En 2006, le Groupe de travail Allen et le Groupe Crawford ont recommandé une approche davantage fondée sur des principes⁵. Aux

États-Unis, le département du Trésor et certains éminents groupes d'experts, dont le Comité sur la réglementation des marchés de capitaux, appuient l'adoption d'une approche davantage fondée sur des principes. Au Royaume-Uni, la FSA continue d'appuyer l'élaboration d'une telle approche.

De façon générale, une approche fondée sur des principes instaure des principes de réglementation ou des objectifs d'affaires de haut niveau⁶. Ainsi, la FSA applique onze principes de réglementation à l'intention des entreprises selon lesquels ces dernières doivent notamment agir avec prudence, avec soin et avec diligence, en plus de coopérer et de faire preuve d'ouverture avec les autorités de réglementation à leur endroit (tableau C). À l'opposé des règles, on insiste sur le résultat de réglementation souhaité plutôt que sur la façon de l'obtenir. Il incomberait aux entreprises d'établir leurs propres contrôles internes de conformité en vue d'obtenir les résultats. Les organismes de réglementation interviendraient moins et collaboreraient davantage avec les entreprises. En revanche, cette approche n'éliminerait pas les règles et, dans certains cas, elle étofferait les consignes de conformité. Même si elle mise beaucoup sur les principes de réglementation, la FSA publie un guide qui renferme des consignes et un vaste assortiment de règles. En théorie, l'approche fondée sur des principes maintiendrait les règles importantes, fournirait les consignes nécessaires et réduirait l'intervention de réglementation.

Il existe des arguments tant favorables que défavorables à cette approche, lesquels doivent être considérés avec soin. Les partisans estiment qu'elle favoriserait une réglementation plus efficace puisque les entreprises sont souvent mieux placées que les organismes de réglementation pour obtenir des résultats de réglementation efficaces sur des marchés de capitaux de plus en plus complexes. Ils soutiennent aussi que cette approche pourrait réduire la complexité, rendre la réglementation plus efficiente, et améliorer l'application de la loi en permettant d'exiger que les particuliers soient tenus responsables des infractions aux règles et des gestes contraires à l'esprit d'une bonne conduite sur les marchés.

De leur côté, les opposants croient que cette approche pourrait imposer un fardeau de réglementation indu aux entreprises, qui seraient tenues de développer des systèmes internes de conformité afin d'obtenir le résultat de réglementation souhaité. Ce fardeau pourrait être particulièrement lourd pour les entreprises de plus petite taille, dont les ressources et l'expertise pertinentes sont généralement limitées. Une approche fondée sur des principes pourrait également réduire la certitude des participants au marché à l'égard de la réglementation tout en permettant l'application de la loi même sans avoir contrevenu aux consignes ou aux règles.

Une approche davantage fondée sur des principes pourrait-elle améliorer la réglementation des valeurs mobilières au Canada? Certains aspects de l'application de la loi ou de la réglementation des valeurs mobilières sont-ils trop prescriptifs et pourraient-ils bénéficier d'une approche davantage fondée sur des principes? Sur quels principes clés de réglementation devrait reposer la réglementation des valeurs mobilières? Quels sont les risques et les défis associés à une réglementation davantage fondée sur des principes?

Tableau C Financial Services Authority : Onze principes de réglementation à l'intention des entreprises
Intégrité. L'entreprise doit exercer ses activités de manière intègre.
Compétence, soin et diligence. L'entreprise doit exercer ses activités avec la compétence, le soin et la diligence nécessaires.
Gestion et contrôle. L'entreprise doit prendre des mesures raisonnables pour organiser et contrôler ses activités de manière responsable et efficace et se doter de systèmes adéquats de gestion du risque.
Prudence financière. L'entreprise doit conserver des ressources financières suffisantes.
Conduite sur les marchés. L'entreprise doit observer des normes adéquates de conduite sur les marchés.
Intérêts des clients. L'entreprise doit tenir dûment compte des intérêts de ses clients et traiter ces derniers avec équité.
Communication avec les clients. L'entreprise doit tenir dûment compte des besoins en information de ses clients et leur transmettre des renseignements d'une manière claire, équitable et non trompeuse.
Conflits d'intérêts. L'entreprise doit gérer équitablement les conflits d'intérêts, tant ceux survenant entre elle et ses clients que ceux entre deux clients.
Clients : relation de confiance. L'entreprise doit prendre des mesures raisonnables pour veiller à ce que ses conseils et ses décisions discrétionnaires soient adaptés à ses clients, qui sont en droit de compter sur son jugement.
Actifs des clients. L'entreprise doit assurer une protection satisfaisante des actifs dont ses clients lui confient la responsabilité.
Relations avec les organismes de réglementation. L'entreprise doit traiter avec les organismes de réglementation avec franchise et coopération et communiquer avec la FSA tout renseignement que l'Autorité s'attendrait raisonnablement à recevoir.
<i>Source:</i> Financial Services Authority. <i>The FSA Handbook: Principles for Business</i> (2008).

Question de consultation 3 : Réglementation proportionnée des valeurs mobilières

Le Canada a un grand nombre de petites entreprises et un nombre réduit de très grandes sociétés cotées en bourse. Les 1 000 plus petites entreprises cotées représentent moins de 1 % de la capitalisation boursière à l'échelle du Canada contre près de 85 % pour les 250 plus importantes⁷.

Selon certains spécialistes, dont le Groupe de travail Allen⁸, cette scission de la taille des entreprises cotées du Canada présente des défis particuliers pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières. Les petites entreprises n'ont pas les ressources nécessaires pour se conformer aux exigences réglementaires détaillées, mais elles tendent à faire l'objet d'un examen public réduit (couverture par les médias et les analystes, etc.) et à courir des risques de réglementation plus grands. Les grandes sociétés, qui sont

généralement inscrites auprès de plus d'une bourse, sont assujetties à d'importantes exigences réglementaires formelles et, du fait de leur taille, à un examen public rigoureux. Les organismes de réglementation doivent concilier le besoin de réduire les coûts d'observation relatifs aux petites entreprises, sans compromettre l'efficacité de la réglementation, et celui d'assouplir certaines exigences formelles des sociétés les plus grandes.

Le besoin d'adapter la réglementation aux petites entreprises et aux grandes sociétés est comblé en partie par les critères d'inscription distincts de la Bourse de croissance de Toronto (TSX de croissance) et la Bourse de Toronto (TSX). Le TSX de croissance regroupe en bonne partie de petits émetteurs de second rang émergents, tandis que les émetteurs de premier rang se retrouvent sur le TSX. Les exigences réglementaires du TSX de croissance tendent à être moins contraignantes que celles du TSX. Par exemple, au chapitre de la divulgation continue, les obligations des sociétés inscrites sur le TSX de croissance sont moins lourdes que celles des sociétés inscrites sur le TSX. Cette approche fonde la réglementation uniquement sur l'emplacement de l'inscription de l'entreprise plutôt que sur les caractéristiques économiques de cette dernière. Elle fait donc abstraction des petites sociétés inscrites sur le TSX qui pourraient bénéficier d'une réglementation plus souple, et elle n'allège pas les exigences réglementaires des sociétés de plus grande taille.

Afin d'améliorer le statu quo, d'aucuns proposent d'adapter la réglementation des valeurs mobilières à certaines caractéristiques économiques de l'entreprise, notamment sa taille et le risque d'entreprise. Par exemple, le Groupe de travail Allen envisageait un système où les émetteurs affichant la capitalisation boursière la plus faible seraient assujettis à des exigences réglementaires reflétant leur taille et leur complexité, alors que les plus gros émetteurs feraient l'objet d'une surveillance de réglementation moins formelle.

La réglementation proportionnée des valeurs mobilières pourrait abaisser les coûts d'observation et améliorer les résultats de réglementation des plus grandes comme des plus petites sociétés cotées au Canada. Elle pourrait aussi stimuler les inscriptions et l'activité des entreprises. Cependant, en créant différentes catégories d'émetteurs, elle pourrait accroître la complexité du système et le rendre moins transparent pour les participants canadiens et étrangers au marché. Il convient donc d'examiner soigneusement les possibilités et les risques qu'offre la réglementation proportionnée.

Dans quelle mesure le Canada a-t-il besoin d'une réglementation proportionnée des valeurs mobilières? Quels aspects de la réglementation des valeurs mobilières imposent un fardeau indu et pourraient bénéficier de la réglementation proportionnée? La réglementation d'une entreprise devrait-elle dépendre des caractéristiques économiques de cette dernière? Si oui, quelles devraient être ces caractéristiques économiques? Quel rôle l'analyse des risques pourrait-elle jouer dans la réglementation des entreprises?

Question de consultation 4 : L'application de la loi

Il est essentiel de faire observer de façon pertinente, uniforme et visible les lois et les règlements régissant les valeurs mobilières afin de protéger les investisseurs, de susciter leur confiance, et d'encourager la participation aux marchés de capitaux. Il importe aussi d'appliquer la loi fermement afin de garantir le rendement efficient et efficace des marchés.

Le régime d'application de la loi au Canada est complexe et comporte maints volets. De nombreux experts ont souligné des problèmes au chapitre de l'application de la loi au Canada⁹. De multiples organismes et instances s'efforcent d'améliorer l'application de la loi. Les présentes consultations ne visent pas à réexaminer l'application de la loi de façon générale; elles font plutôt porter la discussion sur deux aspects liés au mandat. Le premier est la question de savoir si une approche davantage axée sur les principes pourrait améliorer l'application de la loi¹⁰. Le second est la question de savoir si la fonction d'imposition de pénalités administratives, devrait être indépendante de l'organisme de réglementation. Cela dit, l'application de la loi sera revue sous tous ses angles.

1) L'application de la loi sous une approche davantage fondée sur des principes

La réglementation des valeurs mobilières suivant une approche davantage fondée sur les règles pourrait renforcer l'application de la loi. Cette approche permettrait de prendre des mesures concernant l'application de la loi contre des participants au marché ayant contrevenu à un ou plusieurs principes de bonne conduite des affaires (p. ex., celui de l'intégrité), même s'il n'y a pas eu manquement aux lois, aux règlements ou aux règles régissant les valeurs mobilières.

La FSA a démontré que l'on peut renforcer l'application de la loi au moyen d'une série de principes clairement articulés conçus pour servir de contrôle ultime afin de guider et d'assurer une bonne conduite sur les marchés. Ces dernières années, la FSA a pris avec succès des mesures d'application de la loi à l'endroit de participants au marché uniquement parce que ces derniers avaient contrevenu à l'un ou plusieurs de ses principes à l'intention des entreprises. Par exemple, en 2004, la FSA a conclu que Citigroup Global Markets Limited (CGML) avait dérogé à deux principes (compétence, soin et diligence, et gestion et contrôle) relativement à la conduite de ses activités sur le marché obligatoire¹¹. En 2005, CGML a écopé d'une amende de plus de 20 millions d'euros.

Certains observateurs estiment qu'une approche fondée davantage sur des principes pourrait exposer les entreprises à un risque d'application de la loi accru¹². Les entreprises établiraient des processus de conformité en vue d'atteindre les objectifs de réglementation sans savoir si l'approche survivrait à l'examen de l'organisme de réglementation. L'on craint aussi que le pouvoir d'application de la loi de l'organisme de réglementation ne devienne trop vaste puisque des mesures pourraient être prises en cas de manquement à des principes subjectifs très larges.

D'autres ont souligné qu'une approche davantage fondée sur des principes exige un système d'observation coordonné et solide¹³. L'organisme de réglementation doit pouvoir

articuler et surveiller les résultats souhaités, et s'adapter aux changements et aux nouveaux risques de réglementation, de façon continue. L'application de loi doit être uniforme, équitable et rapide. Il faut aussi un solide régime d'application de la loi puisque, à défaut de mécanismes dissuasifs crédibles et dans un contexte où les entreprises ont plus de latitude pour gérer la conformité, les cas d'inconduite pourraient se multiplier.

Au chapitre d'application de la loi, quelles possibilités et quels risques une approche davantage fondée sur des principes comporte-t-elle pour le Canada? Des mesures d'application de la loi devraient-elles être prises à la suite d'un simple manquement à un principe? Le système actuel serait-il en mesure d'assurer l'application de la loi avec une approche davantage fondée sur des principes?

2) Tribunal administratif indépendant

Au Canada, les organismes de réglementation des valeurs mobilières imposent des sanctions administratives aux participants au marché qui contreviennent à la loi ou à la réglementation des valeurs mobilières. Ces sanctions vont de l'interdiction de faire le commerce des valeurs mobilières (c.-à-d. l'ordonnance d'interdiction des opérations) au refus d'accorder une exemption à l'égard des exigences réglementaires visant les valeurs mobilières. Les sanctions administratives ne sont pas conçues pour être punitives, mais elles peuvent être sévères et restreindre grandement la participation de certaines personnes au marché de capitaux de l'administration en cause.

De façon générale, l'application des sanctions administratives relève des organismes de réglementation des valeurs mobilières. Le Québec est la seule administration au Canada où la fonction d'imposition des sanctions est indépendante de l'organisme de réglementation. Ailleurs, cette fonction relève directement de l'organisme de réglementation.

Des participants au marché et des juristes ont recommandé que la fonction d'imposition des sanctions soit indépendante de l'organisme de réglementation¹⁴. L'on soutient que le statu quo perpétue une impression de favoritisme et favorise la partialité du processus d'imposition des sanctions administratives puisque l'instance chargée d'établir les politiques, d'enquêter et d'intenter des poursuites est aussi celle qui décide de l'imposition de telles sanctions.

Certains ont proposé la création d'un tribunal pancanadien indépendant¹⁵. Ce pourrait être un tribunal formé de représentants de chaque province et territoire qui entendrait des causes partout à travers le pays. Ce tribunal pourrait promouvoir l'indépendance du processus d'imposition des sanctions. Il pourrait aussi favoriser l'application plus uniforme des sanctions administratives partout au Canada.

La fonction d'imposition des sanctions devrait-elle être indépendante de l'organisme de réglementation des valeurs mobilières? Devrait-on mettre sur pied un tribunal pancanadien indépendant? Quel modèle de gouvernance devrait-on envisager pour créer ce tribunal? Un tribunal distinct aiderait-il dans l'application de la loi davantage axée sur des principes?

Comment pourrait-on renforcer l'application de la loi et de la réglementation des valeurs mobilières au Canada?

Question de consultation 5 : Structure de réglementation des valeurs mobilières

Il existe un large consensus selon lequel on pourrait améliorer la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada¹⁶. Le manque de coordination, la divergence des priorités et le financement inégal des organismes nuit à l'application de la loi et de la réglementation des valeurs mobilières. Le processus d'élaboration des politiques est souvent lent et manque de pertinence. Les coûts d'observation sont indûment élevés. Le Canada n'est pas aussi présent sur la scène internationale qu'il pourrait l'être.

La façon d'améliorer la structure de réglementation des valeurs mobilières, dans le but d'optimiser l'intendance des marchés de capitaux du Canada, a été longuement débattue ces dernières années. D'aucuns ont prôné le maintien intégral de la structure existante, tout en favorisant une harmonisation et une coordination accrues. D'autres ont proposé des changements plus profonds. Suit une discussion des structures de réglementation au cœur de ce débat.

Système de passeport de réglementation des valeurs mobilières

À l'exception de l'Ontario, l'ensemble des provinces et des territoires travaillent à mettre en place le système de passeport, qui vise à améliorer le régime existant en instaurant un contexte de réglementation des valeurs mobilières mieux coordonné et plus harmonieux. Il s'agit de réduire la complexité et les coûts d'observation pour les participants au marché.

En vertu du système de passeport, les participants au marché sont assujettis aux exigences d'un seul organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières (le « principal organisme de réglementation »). L'observation des règles et des décisions du principal organisme de réglementation est assimilée à l'observation des exigences de toutes les autres administrations participantes, ce qui revient à délivrer un passeport autorisant l'exercice d'activités sur les marchés de capitaux partout au Canada.

Le système de passeport est en train d'être mise en place en deux étapes. La première, qui permet aux participants au marché d'obtenir du principal organisme de réglementation l'agrément requis pour exercer leurs activités sur le territoire d'autres administrations, a été achevée en septembre 2005. La deuxième étape est en train d'être mise en place. En mars 2008, un ensemble détaillé et transparent d'exigences nationales relatives aux prospectus visant les émetteurs a été établi. Les participants au marché poursuivent leurs

consultations au sujet d'une règle nationale d'inscription, qui constitue le deuxième rouage clé du système de passeport. L'on prévoit que cette règle entrera en vigueur au début de 2009¹⁷. Une fois la deuxième étape franchie, les participants au marché s'appuieront uniquement sur les décisions de leur principal organisme de réglementation en ce qui touche les instruments harmonisés à l'échelle nationale (les prospectus, les exigences d'inscription, etc.), décisions qui lieront toutes les administrations participantes.

L'Ontario appuie l'harmonisation et la rationalisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, mais elle ne souhaite pas participer au système de passeport. Pour tenir compte de l'absence de l'Ontario, on a prévu des interfaces qui visent à maximiser l'efficacité pour tous les participants au marché. De façon générale, en vertu du système de passeport, un participant au marché établi en Ontario aurait, comme principal organisme de réglementation, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, dont toutes les décisions s'appliqueraient automatiquement à toutes les autres administrations.

Quels sont les avantages et les inconvénients du système de passeport tel que mis en œuvre présentement?

Organisme unique de réglementation des valeurs mobilières

Au cours des dernières années, certains groupes d'experts ont proposé des modèles pour consolider la gouvernance de la réglementation des valeurs mobilières sous une entité unique régie par les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux. Ces propositions visent à rendre la réglementation plus efficace, à améliorer l'élaboration des politiques, à rehausser l'application de la loi et à accroître la représentation internationale.

Les modèles proposés font appel à une loi unique sur les valeurs mobilières et à un seul ensemble de règlements et de règles à l'intention des participants au marché de capitaux du Canada. Ces derniers disposeraient d'un point de contact unique et seraient assujettis à un seul régime de droits dont le montant serait fixé sur la base du recouvrement des coûts. L'organisme de réglementation disposerait d'un siège et de bureaux régionaux disposant de pouvoirs fonctionnels. Les commissaires de l'organisme de réglementation seraient nommés de manière à assurer une représentation géographique équilibrée. L'application de la loi serait coordonnée, et les investisseurs seraient protégés de manière uniforme partout au pays.

1) Proposition du Comité de personnes averties¹⁸

En 2003, le Comité de personnes averties a proposé un modèle de gouvernance fédérale aux termes duquel les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux régiraient ensemble la réglementation des valeurs mobilières, mais le gouvernement fédéral jouerait le rôle principal et rendrait ultimement compte au public de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Le gouvernement fédéral édicterait une loi canadienne sur les valeurs mobilières détaillée qui ne pourrait être modifiée qu'avec l'accord d'une majorité de provinces représentant une majorité de la population canadienne. Il n'y aurait aucun droit de retrait.

La proposition prévoit la création d'une Commission canadienne des valeurs mobilières (CCVM). Cette dernière serait régie par des commissaires de toutes les régions du pays (deux commissaires provenant de l'Ontario et deux provenant du Québec, un commissaire de la Colombie-Britannique et un de l'Alberta, deux commissaires au total provenant des autres provinces et territoires et un commissaire provenant de n'importe laquelle des administrations). Le ministre fédéral des Finances nommerait les commissaires parmi les candidats proposés par un comité de mise en candidature formé de représentants de chacune des provinces. Tous les ministres provinciaux chargés de la réglementation des valeurs mobilières et le ministre fédéral des finances siègeraient à un comité ministériel des politiques en matière de valeurs mobilières. La CCVM rendrait compte au Parlement par l'entremise du ministre fédéral des Finances.

2) Proposition du Groupe Crawford

En 2006, le Groupe Crawford a proposé un modèle de gouvernance commune aux termes duquel les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux collaboreraient à la régie de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Contrairement à ce que propose le modèle du Comité de personnes averties, toutes les administrations auraient les mêmes pouvoirs décisionnels et rendraient compte au public de la réglementation des valeurs mobilières. En outre, les provinces et les territoires bénéficieraient d'un droit de retrait.

Le Groupe Crawford propose qu'un noyau d'administrations siègent au départ à la CCVM. On établirait un conseil ministériel formé des ministres de chaque administration participante qui rendrait compte au public de la réglementation des valeurs mobilières. Ce conseil élirait les membres du conseil d'administration de la CCVM; superviserait le Tribunal canadien des valeurs mobilières; approuverait les règles et les changements de structure; et prendrait des dispositions en vue de la vérification périodique de la CCVM ayant trait aux contrôles internes et à la communication de l'information financière. Il y aurait aussi un comité de mise en candidature (composé d'un représentant de chaque administration participante) qui soumettrait au conseil ministériel des candidats aux postes d'administrateurs et de membres du Tribunal. Le chef de la direction de la CCVM serait le commissaire en chef; il serait appuyé par des vice-commissaires.

La CCVM serait régie par une loi unique édictée par l'une des administrations participantes (une province) et intégrée par renvoi aux lois des autres administrations. Cette loi accorderait à la CCVM de vastes pouvoirs en vue d'établir des règles qui encadreront en détail la réglementation des valeurs mobilières. Au départ, la loi pourra être modifiée avec l'accord des législatures des deux tiers des administrations participantes.

Quel modèle structurel (passeport ou organisme unique de réglementation des valeurs mobilières) conviendrait le mieux au Canada? Lequel favoriserait au mieux l'adoption de nouvelles approches de réglementation, dont la réglementation proportionnée et une approche davantage fondée sur des principes? Lequel assurerait la gouvernance efficace des marchés de capitaux du Canada?

Quelles possibilités et quels risques la mise en place d'un organisme unique de réglementation présente-t-elle? Comment pourrait-on instaurer un organisme unique de réglementation sans perturber indûment les marchés? Plus précisément, comment pourrait-on assurer une transition en douceur?

Quelle est la meilleure façon pour les gouvernements fédéral et provinciaux d'aller de l'avant? À défaut d'une entente, quel autre modèle proposeriez-vous?

Conclusion

La réglementation appropriée des valeurs mobilières au Canada stimulera l'investissement, créera des emplois plus nombreux et de meilleure qualité et rendra les Canadiennes et les Canadiens progressivement plus prospères. La réglementation des valeurs mobilières doit protéger les investisseurs et promouvoir l'intégrité des marchés, tout en produisant des résultats de réglementation efficaces sans imposer un fardeau de réglementation indu. Face à un marché mondial des capitaux de plus en plus concurrentiel, le Canada doit disposer du meilleur système de réglementation des valeurs mobilières de sa catégorie.

Le Groupe d'experts formulera des recommandations pour améliorer le contenu et la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Ces recommandations seront reprises dans un modèle de loi commune sur les valeurs mobilières et dans un plan de transition sur la mise en œuvre des changements recommandés.

De façon générale, quels devraient être les éléments clés d'un modèle de loi commune sur les valeurs mobilières en vue d'améliorer la réglementation des valeurs mobilières au Canada? Comment devrait-on gérer et exécuter la transition pour perturber le moins possible les marchés de capitaux du Canada?

Notes

¹ Le Conseil des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières se compose des ministres (et des procureurs généraux) provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières. Ses membres sont déterminés à travailler ensemble pour améliorer le cadre de réglementation des valeurs mobilières au Canada.

² L'OICV est une tribune coopérative internationale pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières. Ses membres réglementent plus de 90 % du marché mondial des valeurs mobilières.

³ On trouvera de plus amples renseignements sur l'initiative du gouvernement du Canada sur la rationalisation de la réglementation à l'adresse www.reglementation.gc.ca.

⁴ Voir Gillen, Mark R. *Securities Regulation in Canada* (3^e éd.), 2007, pp. 97-101, et Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Bilan et perspectives* (2007), p. 9.

⁵ La désignation officielle du Groupe de travail Allen est « Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada »; celle du Groupe Crawford est « Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada ».

⁶ Les « entreprises » s'entendent ici comme celles qui sont réglementées du fait de leur participation aux marchés de capitaux.

⁷ Groupe TSX (données en date du 31 décembre 2006).

⁸ Voir le chapitre 3 du rapport final de 2006 du Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

⁹ Voir Cory, Peter, et Marilyn Pilkington. *Critical Issues in Enforcement* (2006). Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

¹⁰ On trouvera une description plus détaillée de la réglementation fondée sur des principes dans la section réservée à la question de consultation 3.

¹¹ Voir le communiqué de la FSA du 28 juin 2005 intitulé *FSA fines Citigroup £13.9 million (€20.9 mn) for Eurobond trades* (<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2005/072.shtml>).

¹² Voir Black, Julia. *Making Principles-based Regulation a Success*. Herbert Smith et la London School of Economics (avril 2007).

¹³ Voir Ford, Christie. « New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation », dans *American Business Law Journal*, vol. 45 (n^o 1), 2008.

¹⁴ Voir Cory, Peter, et Marilyn Pilkington. *Critical Issues in Enforcement* (2006). Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

¹⁵ Dans son rapport d'étape de 2007, le Conseil des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières souligne qu'il examine les avantages potentiels de la mise sur pied d'un tribunal indépendant des valeurs mobilières.

¹⁶ On trouvera une discussion des lacunes de la structure actuelle de réglementation des valeurs mobilières dans Johnson, David, et Kathleen Doyle Rockwell. *Canadian Securities Regulation* (4^e éd.), 2006, aux chapitres 16 et 17, et au chapitre 3 du rapport final du Comité de personnes averties chargé d'examiner la structure de réglementation des valeurs mobilières au Canada (2003).

¹⁷ Comme l'indique le Plan d'action du Conseil des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières (2004), les exigences harmonisées d'inscription devaient au départ entrer en vigueur en août 2005.

¹⁸ Comité de personnes averties chargé d'examiner la structure de réglementation des valeurs mobilières au Canada.



www.groupeexperts.ca