



GROUPE D'EXPERTS SUR LA
RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

Créer un avantage sur les marchés de capitaux mondiaux

**RAPPORT CONCERNANT LES INTERVENANT
RÉUNIONS EN PERSONNE ENTRE LE 21 AVRIL ET
LE 15 JUILLET 2008**

PUBLIÉ PAR LE GROUPE D'EXPERTS SUR LA
RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU
CANADA

août 2008

I.	Introduction et vue d'ensemble.....	1
II.	Thèmes de la consultation.....	3
A.	Objectifs, résultats et mesures de rendement.....	3
B.	Réglementation des valeurs mobilières axée sur les principes.....	5
C.	Réglementation proportionnée des valeurs mobilières.....	6
D.	Observation.....	7
	Recours des consommateurs.....	7
	Condammations au criminel et crédibilité.....	8
	Mécanismes administratifs d'observation.....	9
	Tribunal d'arbitrage pancanadien.....	9
E.	Structure de réglementation des valeurs mobilières.....	10
	Points forts et faibles du système de passeport.....	10
	Dimension internationale.....	12
	Coûts et efficacité.....	14
	Modèles structurels.....	14
	Modèles de gouvernance.....	16
	Réglementation intégrée du secteur financier.....	17
	Questions de transition.....	17
III.	Prochaines étapes.....	18
	annexe 1 : Mandat du groupe d'experts.....	19
	Annexe 2 : Composition du groupe d'experts.....	22
	Annexe 3 : Liste des participants aux séances de consultation.....	23

I. INTRODUCTION ET VUE D'ENSEMBLE

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.¹ Le rapport final du groupe d'experts, qui comprend un modèle de loi commune régissant les valeurs mobilières et un cheminement de transition, doit être déposé d'ici la fin de 2008.

Une partie importante du travail du groupe d'experts est d'entendre en audience un large éventail d'intervenants. Ces derniers incluent les Canadiens qui investissent individuellement et les institutions; les petites et grandes entreprises du Canada et d'ailleurs qui réunissent des capitaux sur le marché canadien; les participants et les conseillers professionnels; les organismes de réglementation; et les conseillers en matière de politique. En plus d'inviter les intervenants à présenter des mémoires sur son site Web (www.expertpanel.ca), le groupe d'experts a rencontré des intervenants partout au pays de même qu'à New York, Washington (D.C.) et Londres (Angleterre).² L'annexe 3 contient une liste des personnes rencontrées. Les mémoires reçus sont versés sur le site Web.

Le présent rapport résume les points de vue très variés présentés au groupe d'experts au cours des réunions de consultation en personne. « Nous espérons que vous serez le dernier groupe d'experts » et « Finissons-en » : voilà comment bon nombre d'intervenants ont exprimé leur frustration devant le fait que des décennies de débats et d'études n'aient pas réussi à mettre en place un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières. D'autres intervenants défendaient vigoureusement le système de passeport.

Pourquoi les intervenants continuent-ils de s'investir dans le débat relatif à la manière d'améliorer la réglementation des marchés de capitaux canadiens? Quelques-uns s'opposent à certaines des options à l'étude. Beaucoup voient que le système actuel laisse beaucoup de place à l'amélioration. Bon nombre d'entre eux ont affirmé au cours des consultations que certains éléments du mandat du groupe d'experts étaient particulièrement encourageants, notamment :

- La préparation d'un modèle de loi commune régissant les valeurs mobilières permettra de discuter de sujets concrets, de trouver solution à bien des réserves

¹ Se reporter aux annexes 1 et 2 pour connaître le mandat et la composition du groupe d'experts.

² Le *Document public de consultation* publié par le groupe d'experts le 21 avril 2008 peut être consulté à l'adresse <http://www.expertpanel.ca/fra/nouvelles/document-public-de-consultation-publie.php>; on y trouve aussi une invitation à présenter de mémoires écrits (échéant le 15 juillet) ainsi que des renseignements utiles pour les parties intéressées à rencontrer le groupe d'experts.

exprimées par les intervenants quant au fait d'avaliser un changement sans connaître les détails de tout projet de nouveau système;

- Le fait d'offrir un cheminement de transition est une autre mesure permettant d'atténuer une des inquiétudes majeures des intervenants, c'est-à-dire d'éviter l'incertitude et les perturbations lorsque les changements seront mis en œuvre;
- La réglementation proportionnée peut apaiser les craintes qu'ont les petits émetteurs et ceux des secteurs spécialisés — par exemple, les exploitations débutantes dans les secteurs minier, gazier et pétrolier — d'être assujettis à une approche uniformisée.

Le point de vue des intervenants sur trois points saillants (le contexte international, l'observation de la réglementation et le modèle de passeport) semble avoir évolué considérablement ces dernières années. Par ailleurs, les commentaires faits au groupe d'experts à propos de nombreux autres sujets restent largement inchangés par rapport aux opinions exprimées devant le Groupe Crawford et le Comité de personnes averties.³

Dans le contexte international, la question des valeurs mobilières est beaucoup plus présente. La récente crise mondiale du crédit et, au Canada, la dégringolade actuelle associée aux papiers commerciaux adossés à des actifs (PCAA) de même que la dimension internationale de la quasi-totalité des poursuites judiciaires canadiennes hautement médiatisées, ont contribué à renforcer cette présence. Bien des intervenants s'inquiètent du fait que la voix du Canada ne s'affaiblisse sur la scène internationale en raison de l'absence de représentation nationale aux tribunes réservées aux marchés de capitaux.

Plusieurs ont posé au groupe d'experts la question suivante : « Comment pouvons-nous négocier sur la scène internationale si personne n'en est responsable? » Bien des intervenants ont proposé de n'avoir qu'un seul organisme de réglementation, ce qui aiderait les émetteurs et les inscrits du Canada à exercer des activités dans d'autres pays en facilitant la reconnaissance mutuelle. Certains estiment que l'accès des Canadiens aux possibilités d'investissement et à l'innovation financière est restreint parce que la complexité et les coûts du système canadien dissuadent les investisseurs internationaux d'offrir des produits chez nous. Comme le Canada constitue à peine un peu plus de 3 % du marché boursier mondial,⁴ le groupe d'experts a compris que le Canada n'est pas assez puissant ou qu'il ne croît pas assez rapidement pour que les multinationales soient forcées de porter attention à notre pays ou qu'elles se sentent obligées d'y être présentes, comme elles le sont en Chine, en Inde, en Europe ou aux États-Unis.

³ Les mémoires et publications sont versés sur les sites suivants : <http://www.panelcrawford.ca/> et http://www.wise-averties.ca/main_fr.html.

⁴ World Federation of Exchanges, Domestic Market Capitalization, 2007.

Les intervenants sont très soucieux à propos des lacunes en matière d'observation de la réglementation au Canada. Ils ont fait remarquer que les inquiétudes relatives à l'application de la réglementation s'intensifient présentement par suite de l'absence de succès tangibles découlant de l'initiative des Équipes intégrées de police des marchés financiers (EIPMF). Ils ont jugé urgent d'agir rapidement pour mettre en place d'autres réformes afin d'améliorer l'application de la réglementation.⁵

Les opinions des intervenants sur le système de passeport tiennent maintenant compte de l'expérience des émetteurs, bien que des exigences nationales aient seulement récemment été imposées en matière de prospectus et qu'il reste à adopter un règlement national régissant les inscriptions.

II. THÈMES DE LA CONSULTATION

Le groupe d'experts a surtout demandé des commentaires sur les questions et problèmes soulevés dans le document de consultation. Certains intervenants ont abordé systématiquement ces questions, tandis que beaucoup d'autres ont choisi de commenter des sujets choisis et d'aborder d'autres points. Le présent rapport présente par thème la vaste gamme d'opinions, d'éléments probants et d'analyses présentés au groupe d'experts, sans en indiquer la provenance. Toute conclusion tirée à propos de la fermeté des opinions et de l'ampleur de l'appui pour des questions particulières découle des observations faites par les intervenants rencontrés en personne par le groupe d'experts.

A. Objectifs, résultats et mesures de rendement

Le groupe d'experts a recueilli une adhésion quasi-générale à l'égard de l'adoption d'un ensemble commun d'objectifs en matière de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Un intervenant a fait remarquer que « la clarté des objectifs aide à s'y conformer ». Nombre d'intervenants ont suggéré de s'inspirer des lois et mandats actuels des provinces pour formuler les objectifs. Bien qu'il existe des différences de formulation, en principe, les mandats de toutes les autorités provinciales en valeurs mobilières sont axés sur la protection des investisseurs de même que sur l'équité et l'efficacité des marchés de capitaux.⁶

Les intervenants ont exprimé des opinions contradictoires sur le fait d'élargir les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières au-delà des trois objectifs de base de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), à savoir :⁷

⁵ Les commentaires des intervenants ont généralement été faits avant les annonces des 18 et 19 juin relatives aux accusations portées dans les affaires Norbourg, Royal Group Technologies et Nortel.

⁶ Se reporter au tableau B dans le *Document public de consultation du groupe d'experts* pour obtenir un sommaire des mandats de certains organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières choisis.

⁷ L'OICV, ou Organisation internationale des commissions de valeurs, est l'entité favorisant la coopération entre les organismes de réglementation des valeurs mobilières; elle a établi des normes internationales grâce à la promulgation de ses propres principes et objectifs en matière de réglementation des valeurs mobilières.

- La protection des investisseurs
- L'équité, l'efficacité et la transparence des marchés
- La réduction du risque systémique.⁸

Les deux premiers objectifs de l'OICV reçoivent un appui unanime. Peu d'intervenants ont parlé directement des problèmes de risque systémique ou exprimé une opinion sur le rôle de la réglementation des valeurs mobilières dans la réduction du risque systémique. Certains estiment que le risque systémique est correctement pris en compte dans les systèmes actuels.

Certains intervenants étaient d'avis qu'il était pertinent d'adopter les principes de l'OICV en y ajoutant l'objectif d'accroître la compétitivité des marchés de capitaux du Canada. D'autres considéraient l'accroissement de la compétitivité comme une question de moindre importance, car, d'après eux, l'adoption des politiques, des règlements et de la supervision nécessaires entraînerait naturellement l'accroissement de la compétitivité. Certains ont fait remarquer la possibilité de conflit d'intérêt si l'on insère dans le mandat d'un organisme de réglementation (OR) ou d'autoréglementation (OAR) un objectif de compétitivité ou de développement économique.

On voit généralement d'un bon œil l'adoption d'un cadre de mesure du rendement de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Certains intervenants ont fait remarquer que les éléments d'un tel cadre existent déjà, et ont cité en exemple la production de rapports par des OR et des OAR sur des mesures d'efficacité comme la rapidité liée à l'examen ou l'intervention, à la réponse aux plaintes ainsi qu'aux poursuites ou aux renvois à d'autres autorités. D'autres ont mis en doute la pertinence d'utiliser des indicateurs numériques comme paramètres de mesure du rendement.

De nombreux intervenants ont parlé des difficultés liées au choix d'indicateurs précis et mesurables. Plusieurs ont souligné le fait que la Financial Services Authority (FSA), organisme de réglementation intégrée des services financiers au Royaume-Uni, est souvent nommée chef de file dans ce domaine, même si elle utilise des indicateurs de rendement très généraux et des paramètres de mesure qui ne sont que vaguement axés sur les résultats. On peut évaluer le rendement de la FSA d'après la mesure dans laquelle « les coûts et les bienfaits de la réglementation sont proportionnels »; cependant, plusieurs ont fait remarquer que les coûts et les bienfaits de la réglementation ne sont ni clairement définis, ni mesurés avec précision.

⁸ Le risque systémique, selon la définition utilisée ici, découle de la possibilité qu'une faute commise par le marché ou par une institution puisse déclencher des erreurs de la part d'autres participants, ce qui pourrait éventuellement déstabiliser le système financier et perturber considérablement les secteurs tant financiers que non financiers.

B. Réglementation des valeurs mobilières axée sur les principes

Le concept de réglementation axée sur les principes — c'est-à-dire établir des principes et objectifs de niveau relativement élevé plutôt que d'appliquer des règles détaillées et exhaustives pour régir l'activité — reçoit un appui général. Bien des intervenants soulignent le fait que les règles étaient à la remorque de l'évolution du marché ou bien étouffaient l'innovation. Les principes sont considérés comme importants car, grâce à eux, on évite l'uniformisation. Néanmoins, d'importantes réserves et restrictions ont été exprimées au groupe d'experts.

Plusieurs intervenants ont insisté pour dire que l'approche axée sur les principes était souhaitable seulement dans le cas d'un organisme de réglementation unique. Certains ont dit que, dans le système *balkanisé* actuel qui regroupe 13 organismes de réglementation, l'approche axée sur les principes serait la pire des solutions en raison de la présence possible de 13 interprétations divergentes des principes.

Certains ont laissé entendre que l'observation des principes serait plus simple et moins coûteuse que l'observation de nombreuses règles détaillées. D'autres, toutefois, étaient d'avis contraire. Certains s'inquiètent particulièrement de l'absence possible de tests binaires permettant de trancher dans un système axé sur les principes. L'approche axée sur les règles comporte un avantage : elle rend relativement facile la tâche de déterminer l'observation des règles. En revanche, l'observation d'un principe est plutôt perçue comme affaire de jugement et ouvre la porte à l'interprétation.

Le groupe d'experts a entendu parler d'exemples précis d'approche axée sur les principes existant au sein du système actuel, notamment le principe de l'intérêt public dans les lois provinciales régissant les valeurs mobilières. Cette approche permet aux organismes de réglementation d'agir dans l'intérêt public, même s'il n'y a eu aucune infraction précise aux règlements.

Bien des gens ont indiqué au groupe d'experts que la distinction entre les deux types d'approche (fondée sur les principes ou sur les règles) constituait une fausse dichotomie. Même la FSA, qui sert souvent d'exemple à suivre en matière de système fondé sur les principes, détient un ensemble exhaustif de règles à suivre. Les intervenants ont fait observer que, au fil du temps, la jurisprudence de même que les orientations et exemptions réglementaires sont devenues des règles à observer.

La plupart des intervenants appuyaient la législation plateforme, laquelle déléguerait de vastes pouvoirs à l'organisme de réglementation des valeurs mobilières. Ce procédé est généralement perçu comme nécessaire pour composer avec l'évolution rapide des marchés, car les intervenants ont constaté que le processus de modification des lois est lent parce que les questions relatives aux marchés de capitaux reçoivent fréquemment une faible priorité législative. Les intervenants ont fait remarquer qu'un important corollaire à la délégation de pouvoirs est l'imputabilité publique de l'organisme de réglementation.

Bien des intervenants ont mis en doute l'ampleur de l'appui politique à l'égard d'une loi fondée sur les principes assortie d'un haut degré de pouvoirs délégués. Ces intervenants

ont attiré l'attention du groupe d'experts sur les prises de contrôle, qui, en Ontario, sont régies par la loi, tandis que, dans d'autres territoires, elles sont généralement régies par règlement. D'autres intervenants ont cité le projet de loi sur les valeurs mobilières de 2004 de la Colombie-Britannique (fondé sur les principes), qui n'a pas été adopté.⁹

C. Réglementation proportionnée des valeurs mobilières

Les intervenants favorisaient généralement la réglementation dite proportionnée, de même que le concept connexe mais non identique de réglementation axée sur les risques. Néanmoins, il est clair que divers intervenants ont des opinions divergentes sur l'approche à adopter. Certains se concentrent sur la réglementation proportionnelle à la taille de l'entreprise tandis que d'autres s'attachent au risque. Un autre aspect à prendre en compte est le point de vue divergent de chacun des deux principaux groupes, les investisseurs et les émetteurs. On a dit que la solution la plus équilibrée serait d'alléger le fardeau réglementaire des émetteurs dans la mesure où cet allègement ne serait pas incompatible avec la protection des investisseurs. De nombreux intervenants se sont dits inquiets que bon nombre des règles normatives actuelles contribuent peu à la protection des investisseurs.

La réglementation proportionnée est généralement considérée comme un élément essentiel de la réussite de la Bourse de croissance de la Bourse de Toronto (Toronto Stock Exchange ou TSX), et comme un allègement du fardeau réglementaire des petits émetteurs. Un certain nombre d'intervenants ont proposé au groupe d'experts des manières dont l'approche actuelle pourrait être améliorée, notamment la simplification des obligations en matière de communication de l'information financière et de divulgation, ainsi que l'assouplissement des exigences au chapitre des prospectus dans le cas des acquisitions d'entreprises. Les exigences imposées par l'Australie aux entreprises d'exploration ont été citées comme exemple utile d'obligations simples mais efficaces en matière de production de rapports.

Certains intervenants ont explicitement établi des liens entre la réglementation proportionnée et celle qui est axée sur des principes. Ils ont laissé entendre que l'approche davantage axée sur les règles était appropriée pour les petits émetteurs qui ne disposent pas des ressources suffisantes pour traduire les principes en politiques et procédures. L'observation de principes, croyaient-ils, entraînerait l'imposition d'un fardeau réglementaire disproportionné sur les petits émetteurs, ce qui pourrait entraver l'accès aux marchés boursiers.

Les approches axées sur les risques et visant à superviser les inscrits ont généralement reçu un appui. Nombre d'intervenants ont souligné le fait que ces approches servent déjà à déterminer l'envergure et la fréquence des examens de conformité des OAR. Certains ont donné l'examen sélectif des prospectus par les commissions de valeurs mobilières comme exemple pratique de supervision des émetteurs axée sur les risques.

⁹ *British Columbia Securities Act*, projet de loi 38, présenté le 5 mai 2004.

Le groupe d'experts a entendu des opinions différentes sur la manière appropriée de mettre en œuvre la réglementation proportionnée. Certains appuyaient l'idée de relier l'approche réglementaire à la taille ou à d'autres indicateurs économiques de la société émettrice. D'autres ont fait remarquer que la taille de l'entreprise pouvait ne pas être indicatrice des risques en présence. Les différentes obligations d'information à fournir et de divulgation imposées aux émetteurs de la Bourse de croissance TSX de même que le recours à un montant minimal d'investissement afin de déterminer quels investisseurs avertis seront dispensés d'inscription et de production de prospectus, ont été cités comme exemples pratiques de l'approche fondée sur la taille des sociétés émettrices. D'autres ont souligné le fait que, chez le petit émetteur, la fraude constitue un risque d'atteinte à la réputation pour un marché qui peut être disproportionné par rapport à sa taille.

D. Observation

Le mandat du groupe d'experts touche principalement deux aspects de l'application de la loi sur les valeurs mobilières au Canada : il s'agit de savoir si l'approche axée sur les principes pourrait améliorer l'observation et si la fonction d'arbitrage devrait être indépendante de celle de l'organisme de réglementation. Les intervenants n'ont généralement pas établi de lien entre l'amélioration de l'observation de la loi et l'approche de la réglementation axée sur les principes. Toutefois, bien des intervenants ont fait part au groupe d'experts de recommandations dont la portée était plus vaste, et qui étaient parfois fondées sur un point de vue négatif de l'état actuel de l'observation des lois sur les valeurs mobilières au Canada.

Un nombre minoritaire d'intervenants qui ont rencontré le groupe d'experts ont contesté l'idée que les mécanismes d'application de la loi au Canada font moins bonne figure que ceux des autres administrations gouvernementales. Ces intervenants ont expliqué que ce point de vue largement répandu se fonde sur des anecdotes et des reportages sensationnalistes plutôt que sur des faits. Certains avocats et organismes de réglementation ont mis en garde le groupe d'experts contre le fait de s'attendre à des résultats à l'américaine, compte tenu de l'environnement juridique très différent du Canada.

Recours des consommateurs

Le groupe d'experts a entendu des doléances sur les frais de poursuite judiciaire et sur le temps nécessaire pour exercer un recours. Certains intervenants ont cité le besoin d'un guichet de service unique pour les investisseurs exerçant un recours. L'Ombudsman des services bancaires et d'investissement recevait l'appui de certains intervenants, mais d'autres ont exprimé des inquiétudes à l'égard de son manque d'indépendance envers l'industrie, et d'autres encore ont mis en doute sa capacité d'être véritablement efficace sans avoir de mandat législatif pour mettre en application le règlement de litiges.

Les investisseurs individuels et les défenseurs des droits des consommateurs se sont dits inquiets du rôle et du passé des OAR et des commissions de valeurs mobilières. On a la perception que les OAR hésitent à agir ou qu'ils n'ont pas la capacité nécessaire pour faire appliquer effectivement la loi, et que les commissions de valeurs ne sont pas suffisamment réceptives à l'égard des plaintes des investisseurs. Certains intervenants ont donné à penser qu'il existe un conflit inhérent, ou du moins qu'on a une impression de partialité, lorsque l'agence responsable d'établir la politique, de faire enquête et de poursuivre les contrevenants, est aussi responsable de l'arbitrage. Bien des investisseurs et des défenseurs des droits des consommateurs ont exprimé le besoin d'accroître l'imputabilité de ceux qui sont responsables de protéger les investisseurs.

Condammations au criminel et crédibilité

Pour la forme, nombre d'intervenants ont demandé pourquoi les poursuites judiciaires canadiennes à l'égard des crimes de cols blancs ne sont pas assorties du même nombre de condamnations et ne produisent pas des résultats relativement rapides comme aux États-Unis. Les condamnations qui ont fait les manchettes aux États-Unis, particulièrement celles qui impliquaient des entreprises canadiennes et qui ont causé des pertes importantes pour les investisseurs canadiens, ont été citées comme facteurs contribuant à la réputation de faiblesse du Canada dans l'application de la loi.

La plupart des intervenants ont laissé entendre que la situation relative à l'application de la réglementation au Canada découlait directement d'une insuffisance des ressources vouées à l'enquête et aux poursuites judiciaires, ainsi que d'un manque de coordination entre les administrations gouvernementales. Voici les principaux sujets d'inquiétude présentés au groupe d'experts :

- Difficultés liées à la tenue d'enquêtes entre les administrations;
- Roulement rapide du personnel de la Gendarmerie royale du Canada (GRC) affecté aux EIPMF;
- Insuffisance (ou manque) de connaissances spécialisées chez les enquêteurs, les procureurs et les juges;
- Faible priorité et maigre volonté de poursuivre les cols blancs responsables de crimes;
- Manque de coordination entre la GRC, la police provinciale et les services policiers des principales villes et régions;
- Intégration médiocre entre le Service des poursuites pénales au Canada et les organismes provinciaux, dans le continuum de services d'application de la loi;
- Démarcations floues et possibilités de contamination des preuves entre, d'une part, les enquêtes administratives et quasi-criminelles faites par les organismes de réglementation des valeurs et, d'autre part, les enquêtes criminelles menées par la police.

La plupart des intervenants ont appuyé l'essentiel des recommandations visant à améliorer les EIPMF, qui étaient contenues dans le rapport Le Pan.¹⁰ Toutefois, d'autres se sont demandé s'il n'était pas nécessaire d'avoir une approche nouvelle et entièrement différente.

Mécanismes administratifs d'observation

Un certain nombre d'intervenants ont été moins critiques à l'égard des mécanismes administratifs d'exécution de la loi par les OAR et les commissions de valeurs. Néanmoins, le groupe d'experts a recueilli des préoccupations aussi dans ce domaine, et particulièrement de la part d'investisseurs et de défenseurs des droits des consommateurs. Les points touchés incluaient l'incapacité de faire respecter l'ordonnance d'une administration dans une autre, l'impossibilité de percevoir des amendes ou d'imposer des sanctions appropriées aux personnes qui quittent l'industrie, et l'inquiétude que des acteurs malveillants ayant été pénalisés dans une administration reviennent dans une autre pour y exercer leurs activités.

Tribunal d'arbitrage pancanadien

De l'avis général, l'un des points forts de l'instauration d'un organisme pancanadien de réglementation est la possibilité d'améliorer l'exécution de la loi sur les valeurs mobilières au moyen d'un mécanisme administratif. L'appui à l'approche nationale d'exécution de la loi est généralisé pour ce qui est de composer avec la nature interprovinciale de la plupart des délits, d'accorder le même savoir-faire et les mêmes ressources à toutes les administrations, et de régler les problèmes liés à l'application de sanctions entre les diverses administrations.

Les intervenants ont exprimé des points de vue divergents sur la nécessité de l'indépendance de l'arbitre par rapport à l'autorité de réglementation. Bien que la majorité d'entre eux aient supporté l'idée d'indépendance afin d'éviter la possibilité de partialité inhérente à tout modèle où la fonction d'arbitrage est placée directement sous l'autorité de l'organisme de réglementation, d'importantes réserves ont été faites. Certains s'inquiétaient de la séparation entre l'arbitrage et l'élaboration de politiques, surtout parce que les décisions d'arbitrage sont en réalité à la source des politiques. Les intervenants ont donné divers exemples de systèmes efficaces où l'arbitrage était distinct de la réglementation, ainsi que de commissions efficaces intégrant les fonctions de poursuite et d'arbitrage.

¹⁰ *Rapport au Commissaire sur la façon d'améliorer les équipes intégrées de la police des marchés financiers pour une répression efficace de la criminalité des marchés financiers*, rapport du conseiller spécial au Commissaire de la GRC (octobre 2007). Les principales recommandations visant à améliorer les EIPMF incluaient ce qui suit : accroître le leadership, la responsabilisation, la supervision et la gestion du programme, améliorer le soutien opérationnel pour éliminer l'engorgement et les problèmes de ressources humaines, et intensifier la coordination entre toutes les instances participant à l'application de la loi sur la fraude dans les marchés de capitaux.

Un très grand nombre d'intervenants ont donné l'exemple du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières du Québec pour l'efficacité de ce tribunal externe. La FSA du Royaume-Uni est un exemple où la fonction d'arbitrage est efficacement intégrée à celle de la réglementation, bien qu'elle fonctionne de manière indépendante et relève du conseil d'administration. Il existe aussi un mécanisme d'appel distinct qui est extérieur à la FSA. Bien des intervenants, et en particulier des participants de l'industrie, ont appuyé l'approche de la FSA, à savoir l'emploi de participants actifs de l'industrie servant d'arbitres à temps partiel. Certains investisseurs ont indiqué qu'ils pourraient appuyer cette approche pourvu que les participants de l'industrie ne constituent qu'une minorité au sein du groupe. D'autres n'appuieraient que l'inclusion de participants de l'industrie à la retraite, et d'autres encore s'objectaient carrément à cette idée en invoquant le fait que la présence de gens de l'industrie pourrait affaiblir considérablement le poids de la protection des investisseurs.

E. Structure de réglementation des valeurs mobilières

La plupart des intervenants appuient une forme ou une autre de structure réglementaire pancanadienne. Ils ont indiqué au groupe d'experts que les points forts du système actuel, notamment la répartition régionale des pouvoirs, pourraient être conservés si la structure réglementaire commune était conçue correctement.

Quelques-uns voient le système de passeport comme l'objectif souhaité, car ils considèrent l'examen de toute autre solution au mieux comme un élément qui les écarte de leur objectif, au pire comme un obstacle à l'efficacité de la mise en œuvre. Certains considèrent le passeport comme un moyen pratique d'atteindre bon nombre des objectifs liés à un organisme de réglementation unique, et avancent l'idée de fonctionner avec le passeport pendant plusieurs années avant de repenser le concept d'un organisme unique. La majorité des intervenants, toutefois, ont exprimé au groupe d'experts une préférence pour l'organisme unique, plutôt que pour le passeport, même si ce dernier devenait être mis en œuvre intégralement.

Points forts et faibles du système de passeport

Le point fort du système actuel, et aussi du passeport s'il était mis en œuvre intégralement, qui a été souligné le plus fréquemment est le modèle de répartition régionale des pouvoirs. On considère généralement que ce point a facilité l'acquisition d'un savoir-faire précis, par exemple dans les marchés du capital de risque à Vancouver, dans les entreprises gazières et pétrolières à Calgary et dans les instruments dérivés à Montréal. Bien des intervenants jugent aussi que la représentation locale est un élément important pour l'exécution de la loi, car elle donne aux investisseurs une manière facile de porter plainte.

Plus d'un ont fait le commentaire suivant : « le passeport pourrait être perçu comme un mécanisme suffisant et ainsi empêcher la véritable réforme qui est nécessaire ». Beaucoup ont exprimé des inquiétudes persistantes malgré les progrès réalisés vers l'adoption d'un ensemble unique de règles nationales :

- L'Ontario, qui réunit le plus grand nombre d'inscrits et la majorité des grands émetteurs de capitalisation boursière, ne fait pas partie du système de passeport, bien que les émetteurs puissent tout de même en obtenir bon nombre d'avantages grâce à la signature de protocoles avec les provinces octroyant le passeport;
- Il reste à mettre en œuvre un système national d'inscription ;
- Les émetteurs doivent encore déposer des documents dans 13 administrations même si l'approbation est seulement nécessaire dans leur propre administration — et 13 avis juridiques peuvent encore être exigés ;
- Les règles, même si elles convergent à bien des égards, ne sont pas identiques et peuvent perdre leur harmonisation au fil du temps;
- Même des règles harmonisées peuvent faire l'objet d'une interprétation différente par des organismes de réglementation différents;
- Il peut encore être nécessaire d'obtenir 13 décisions ou approbations — un participant au marché a donné l'exemple d'une chance d'acquisition ratée en raison de l'impossibilité pour une petite administration gouvernementale de réagir en temps opportun;
- L'incompréhension des investisseurs étrangers à l'égard d'un système de réglementation balkanisé.

Certains intervenants ont souligné qu'il existe une tension entre l'un des points du passeport qui est perçu comme fort — l'innovation réglementaire et la concurrence entre les 13 administrations — et l'objectif déclaré d'harmoniser les règles. Ils ont fait remarquer que, si les règles sont effectivement harmonisées, alors la réglementation des valeurs mobilières ne devrait pas varier beaucoup d'une administration à une autre, et que, si l'objectif n'est pas d'instaurer des systèmes identiques, alors, même lorsque le passeport sera mis en œuvre intégralement, il existera des différences qui feront augmenter les coûts de la conformité pour les émetteurs et les inscrits — coûts qui, en bout de ligne, sont assumés par les investisseurs — et que ces différences entraîneront, pour les investisseurs et entreprises du Canada, un traitement variant selon leur province de résidence.

Le groupe d'experts a entendu des points de vue contradictoires sur le processus de prise de décisions des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Quoique la plupart des intervenants l'aient critiqué en disant qu'il était lent et compliqué, certains d'entre eux le soutenaient avec force en raison du modèle de prise de décisions par consensus et de la possibilité de ne pas participer si l'on refuse une décision. Ils ont souligné que ce procédé donne à une province donnée beaucoup plus d'influence que dans une structure nationale. Ce qui était ici perçu comme un point fort a par ailleurs été critiqué par certains, qui mettaient en doute la capacité d'adopter des règles harmonisées si chacune des administrations a le droit de les refuser afin d'adopter des approches différentes dans certains cas.

Bien des intervenants pensaient que la capacité de la structure de passeport de composer avec le changement et l'innovation pourrait lui être fatale à long terme en raison de l'absence d'une loi unique et d'un pouvoir unique pour la modifier. Certains ont dit que chaque innovation du marché nécessite un nouvel effort d'harmonisation, qui doit être assorti des longues périodes requises pour la prise de décisions par consensus.

Quelques intervenants ont souligné avec frustration le fait que les ACVM ne semblent pas posséder de mécanisme pour résoudre les divergences internes avant d'entrer en rapport avec les participants du marché. On a dit que cette situation a entraîné l'expression de commentaires mutuellement exclusifs, voire contradictoires, dans une même réponse des ACVM.

Le degré de variation des ressources et du savoir-faire existant d'une administration à l'autre a fait l'objet de commentaires de la part d'un certain nombre d'intervenants; ils y voyaient une lacune qui subsistera, quelle que soit la version du système de passeport adoptée. Certains intervenants étaient moins inquiets et croyaient que les ressources et le savoir-faire étaient généralement adéquats parmi les quatre grandes administrations qui, à leur sens, exécutent la majeure partie de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Le groupe d'experts a recueilli auprès d'un certain nombre d'intervenants des inquiétudes à l'égard du fait que le système de passeport ne permet pas d'avoir un porte-parole unique pour représenter les organismes de réglementation des marchés de capitaux dans les cas où il faut composer avec des menaces à la stabilité financière au pays ou sur la scène internationale. Ce handicap a été abordé dans le contexte des événements récents, et en particulier en raison des bouleversements découlant du gel du marché des PCAA.

Dimension internationale

Bien des intervenants au pays et à l'étranger ont exprimé une inquiétude croissante à l'égard de l'incidence négative de la fragmentation et de la complexité de notre système de réglementation sur les émetteurs et investisseurs canadiens. Le groupe d'experts a compris que des particuliers désireux d'investir peuvent perdre la possibilité d'acheter des titres étrangers parce que certains émetteurs internationaux choisissent d'éviter les frais d'inscription dans toutes les provinces. Les investisseurs institutionnels canadiens ont des bureaux aux États-Unis en partie afin d'obtenir l'accès à ces valeurs mobilières.

Les intervenants internationaux perçoivent la structure fragmentée du Canada comme un obstacle l'empêchant de participer à la tendance mondiale vers la reconnaissance mutuelle entre organismes nationaux de réglementation. Les émetteurs canadiens qui réunissent des capitaux sur les marchés internationaux estiment que l'absence d'un organisme unique de réglementation complique les échanges avec les autorités étrangères et rendent plus difficile la reconnaissance mutuelle. Un intervenant a déclaré : « il serait très utile d'avoir un organisme de réglementation commun servant de point d'entrée commun aux fins de la reconnaissance mutuelle avec les États-Unis. La reconnaissance mutuelle éliminerait presque le besoin de s'inscrire aux États-Unis ».

Certains intervenants ont indiqué que l'inquiétude relative à la perception selon laquelle la qualité de la réglementation et de l'observation est inégale dans diverses administrations gouvernementales canadiennes pourrait mettre en péril l'engagement des Américains à l'égard du Régime d'information multinational (RIM).¹¹ Ce point de vue a été rejeté par les autres intervenants comme étant alarmiste.

Certains intervenants ont affirmé que les grands émetteurs canadiens font de plus en plus d'inscriptions en parallèle pour obtenir ce que l'on appelle l'effet de halo, en se fondant sur la perception que la réglementation et l'observation sont plus rigoureuses aux États-Unis. D'autres ont fait remarquer que de grands investisseurs institutionnels canadiens choisissent les marchés américains pour acheter et vendre des titres également inscrits sur les marchés américains précisément pour avoir la possibilité de recourir aux mesures américaines d'exécution de la loi.

Plusieurs courtiers en placements ont souligné le fait que la complexité de la structure réglementaire du Canada, même avec la venue du passeport, est un élément dissuasif pour les entreprises étrangères souhaitant s'inscrire aux bourses canadiennes. Comme on l'a fait remarquer, « vous n'osez pas leur dire dès la première réunion tout ce qu'ils auront à faire pour s'inscrire au Canada ». Ce point est particulièrement préoccupant pour les bourses canadiennes et les participants du marché canadien qui luttent pour se tailler une place sur la scène internationale.

Certains intervenants internationaux ont affirmé que le statut du Canada, qui est le seul pays membre du Forum sur la stabilité financière (FSF) à ne pas avoir d'organisme national de réglementation des valeurs financières, sera scruté à la loupe à l'étranger à mesure que les gouvernements du monde mettront en œuvre les recommandations du FSF d'avril 2008 afin de mettre en place des arrangements robustes et transversaux pour composer avec les facteurs de stress sur les marchés financiers.¹² On s'est inquiété particulièrement du manque d'une voix nationale unique et de la possible incapacité pour 13 organismes de réglementation de coordonner en temps opportun une réaction stratégique rapide à des crises mondiales.

¹¹ Le RIM est une initiative de réciprocité adoptée par la Securities and Exchange Commission et les ACVM, qui permet aux émetteurs de satisfaire aux obligations de divulgation tant au Canada qu'aux États-Unis en se conformant aux normes de divulgation de leur pays d'attache et en permettant l'examen de ces divulgations seulement par l'organisme de réglementation du pays d'attache de l'émetteur.

¹² Le Forum sur la stabilité financière a été créé en 1999 afin de rassembler les autorités nationales responsables de la stabilité financière, les institutions financières internationales, les regroupements sectoriels internationaux d'organismes de réglementation et de surveillance, et les comités d'experts des banques centrales. On peut consulter les recommandations d'avril 2008 aux ministres des Finances du G7 à l'adresse http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf

Coûts et efficacité

Au cours des discussions sur les modèles de réglementation, bien des intervenants ont exprimé le besoin de trouver un équilibre entre, d'une part, la réalisation d'économies de coûts et de gains d'efficacité, et, d'autre part, la représentation régionale et l'approche de coopération. Ils ont indiqué que le fait d'avoir un organisme de réglementation des valeurs mobilières centralisé et unique permettrait de réduire les coûts de l'activité de réglementation et d'accroître l'efficacité, mais que ces avantages se produiraient au détriment des considérables avantages associés au modèle de répartition régionale et de coopération.

Les intervenants qui représentaient les émetteurs se sont dits préoccupés par ce que coûte l'exercice de leurs activités dans le système actuel. Ils ont expliqué qu'ils doivent acquitter les droits de dépôt, souvent dans l'ensemble des 13 administrations, en plus des coûts liés à l'obligation d'obtenir de multiples avis juridiques pour se conformer à différentes lois sur les valeurs mobilières. Ils estimaient aussi que le niveau de service n'était pas proportionnel à celui des droits exigés. Les intervenants représentant les inscrits ont exprimé de semblables inquiétudes à propos des droits et des coûts de conformité liés à l'exercice de leurs activités sous de multiples administrations.

Modèles structurels

La plupart des intervenants veulent une approche pratique de la réglementation pancanadienne. Bien que certains aient des opinions bien ancrées à l'égard des structures réglementaires précises, il est clair que la plupart pourrait appuyer une gamme d'options qui amélioreraient le système de passeport, pourvu que certains des principaux enjeux énumérés ci-après soient traités de manière appropriée.

Certains intervenants s'inquiètent des modèles qui comprennent une supervision par un Conseil des ministres, comme dans l'approche actuelle du passeport et dans ce qui a été envisagé pour le modèle Crawford. Un certain nombre d'intervenants ont fait remarquer que, sans la présence d'un seul ministre ultimement responsable, en pratique, il y aura peu de reddition de comptes au Parlement et au public. Un groupe d'intervenants a proposé de régler ce problème au moyen d'une structure combinant la participation provinciale et la reddition de comptes au ministre fédéral des Finances.

Pour être efficace, toute autorité de réglementation a besoin d'un financement suffisant et d'un contrôle sur son budget, mais elle doit aussi rendre des comptes et faire l'objet d'une supervision. Plusieurs intervenants ont proposé d'avoir une seule autorité de réglementation qui comporterait un conseil d'administration, lequel serait responsable de dresser le budget. Ce conseil, solide et indépendant, – bien des gens ont établi un parallèle avec l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC) – est vu comme particulièrement important par les intervenants qui supportent une législation fondée sur les principes avec un degré élevé de délégation de pouvoirs à l'organisme. On a suggéré une structure se rapprochant davantage du conseil d'une société ouverte afin de séparer les rôles du conseil et de la direction, ce qui permet l'efficacité de la gouvernance et de la supervision de l'organisme.

D'autres mécanismes de reddition de comptes à l'industrie et au public ont aussi été recommandés au cours de la consultation. Certains intervenants ont mentionné le processus de reddition de comptes au public en place aux États-Unis, processus qui est rendu possible en partie au moyen d'audiences du comité sénatorial des banques portant sur les valeurs mobilières émises et le rendement de l'organisme de réglementation.

Bien des intervenants ont jugé important de recevoir des commentaires pertinents de la part des consommateurs à propos de la réglementation sur les valeurs mobilières. On a suggéré fréquemment au groupe d'experts le modèle britannique du Financial Services Consumer Panel comme étant un modèle digne d'intérêt. Ses principales caractéristiques sont un fondement législatif comportant le mandat de conseiller et de superviser la FSA dans toutes ses politiques et ses activités du point de vue d'un consommateur indépendant; la nomination d'un groupe d'experts au moyen d'un processus de recrutement public; de même qu'un budget de recherche et un personnel de soutien financés par la FSA.

Les sensibilités régionales aux marchés de capitaux, aux investisseurs, aux émetteurs et aux inscrits sont importantes. Une raison exprimée pour expliquer l'opposition à l'idée d'un seul organisme de réglementation est la crainte que cela équivaille à « simplement changer le panneau d'identification au-dessus de la porte de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ». Le groupe d'experts a recueilli plusieurs motifs précis à cet état de choses :

- Les questions et priorités régionales recevraient une attention insuffisante au sein d'un organisme centralisé;
- Il y aurait risque d'imposer une réglementation uniforme à tous, ce qui serait un désavantage pour certains secteurs précis;
- On perdrait les ressources locales permettant de valoriser et de soutenir les petits émetteurs;
- On perdrait l'innovation, qui est actuellement stimulée par la concurrence réglementaire entre les administrations.

Bien des intervenants ont dit au groupe d'experts que ces problèmes pourraient être réglés au moyen d'un modèle de répartition entre de solides centres régionaux. Quelques-uns ont proposé de placer le siège social à l'extérieur de l'Ontario afin d'accentuer la décentralisation. D'autres ont plutôt parlé du besoin d'établir des bureaux régionaux qui détiendraient des pouvoirs délégués importants, seraient clairement identifiés comme des centres d'excellence et posséderaient l'effectif nécessaire pour traiter de manière autonome avec les émetteurs petits ou spécialisés au sein de la région. Ils ont fait remarquer que les bureaux régionaux seraient un point de contact particulièrement important car ils appuieraient le respect des obligations réglementaires pour les petites entreprises régionales, et qu'ils serviraient de mécanisme de réception des plaintes pour les épargnants.

Malgré l'appui général au modèle de répartition, un petit nombre d'intervenants ont mis en doute le besoin d'une approche régionale ou décentralisée. Certains ont cité l'exemple de la U.S. Securities and Exchange Commission, qui est une structure dominée par un siège social fonctionnant efficacement à partir d'une base située à l'extérieur des principaux centres financiers.

De nombreux intervenants ont jugé que la fusion des bourses canadiennes était un exemple positif. On estime que la Bourse de croissance TSX fonctionne avec une forte représentation régionale et qu'elle est l'exemple concret d'une approche proportionnée qui a su conserver les caractéristiques particulièrement importantes pour les exploitations débutantes dans les secteurs minier, pétrolier et gazier.

Modèles de gouvernance

Le groupe d'experts a entendu un certain nombre de suggestions de modèles de coopération fédérale-provinciale et d'activités réparties entre les régions. Deux des exemples cités les plus fréquemment sont l'Agence du revenu du Canada (ARC) – organisme unique qui administre les impôts fédéraux et provinciaux – et l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada (OIRPC). L'OIRPC est une société régie par des administrateurs que nomme le gouverneur en conseil sur la recommandation du ministre fédéral des Finances, après un processus de consultation des ministres provinciaux, lequel est prévu par la loi.¹³

Ces exemples et d'autres encore n'étaient pas présentés comme des gabarits à suivre en tous points, mais plutôt comme des indices qu'un certain nombre d'approches différentes pourraient fonctionner dans la pratique. Certains intervenants ont donné l'exemple des REER qui sont clairement placés sous l'autorité fédérale afin de fournir un cadre commun bénéficiant à tous les Canadiens investissant pour se préparer à la retraite, même si, dans bien des cas, les REER sont vendus par des intermédiaires provinciaux agréés.

Certains ont indiqué que la paralysie sur le plan de l'élaboration de lois ou de politiques était possiblement la conséquence de la complexité des modèles de coopération fédérale-provinciale. D'autres se sont opposés à l'idée selon laquelle chaque province détient un droit de vote ou à l'exigence de prendre des décisions consensuelles, en faisant remarquer qu'il s'agissait là d'une lacune du système de passeport. D'autres encore ont précisément mis en garde contre tout modèle nécessitant l'adoption d'amendements à la loi dans chaque administration — bien des intervenants jugeaient qu'il était essentiel d'avoir une seule loi et une seule entité ayant le pouvoir de l'amender pour garder à jour le cadre réglementaire.

¹³ On peut trouver une description de l'OIRPC à l'adresse <http://www.crawfordpanel.ca/BackgroundPaperC.pdf>

Réglementation intégrée du secteur financier

Compte tenu de l'évolution mondiale, quelques intervenants se sont demandé si la mise en place d'un organisme commun de réglementation des valeurs mobilières ne constituait pas un objectif trop modeste. Le groupe d'experts en a compris que la convergence continue des produits et des marchés financiers a de plus en plus pour conséquence que les entreprises exercent leurs activités dans des domaines assujettis à des règles de prudence et à la surveillance des pratiques de l'industrie.¹⁴ La réaction de la Saskatchewan et du Québec a été de resserrer la structure de réglementation de manière à l'harmoniser avec l'évolution du marché en adoptant un organisme de réglementation unique pour tous les services financiers. La plupart des intervenants abordant cette option auprès du groupe d'experts ont conclu que le passage à un organisme supervisant l'ensemble des institutions et marchés financiers constituerait une transition trop grande pour le Canada, du moins à court et moyen terme.

Questions de transition

Bien des intervenants ont donné au groupe d'experts les exemples pratiques de la FSA et de la Australia Securities and Investment Commission, où l'on a fondu de multiples organismes antérieurs en un seul organisme de réglementation. Les intervenants ont aussi fait référence à l'expérience passée du Canada dans la redistribution des responsabilités entre les administrations, par exemple dans les Ententes sur le développement du marché du travail (EDMT), pour illustrer dans la pratique comment les questions de transition peuvent être résolues sans heurt.

Le groupe d'experts a reçu bien des suggestions précises sur les questions de transition, notamment :

- Garantir à tous les employés des organismes existants un poste dans la nouvelle structure;
- Réserver un ou deux ans pour la préparation à la transition;
- Attribuer des tâches transitionnelles, comme la gestion du changement d'employeur pour le personnel, des ententes collectives et des services informatiques, aux provinces participantes afin d'assurer leur ralliement au projet;
- Mobiliser les organismes actuels pour la planification et la mise en œuvre de la nouvelle structure;
- Rendre le nouvel organisme fonctionnel dès le premier jour – il ne peut y avoir d'interruption de services ni de période d'implantation graduelle;
- Compenser les provinces pour la perte de l'excédent des droits perçus au titre de la réglementation des valeurs mobilières sur les coûts assumés par leur organisme de réglementation actuel.

¹⁴ Les règles de prudence s'appliquent aux intermédiaires, comme les banques et les compagnies d'assurances, qui doivent avoir un comportement prudent, par exemple en conservant un montant approprié de capital. La surveillance des pratiques de l'industrie porte sur le fait d'assurer une divulgation complète, fidèle et claire par les participants du marché.

Les intervenants ont indiqué qu'il serait essentiel de fournir aux participants du marché un certain de degré de certitude au moyen d'une structure clairement définie et d'un cheminement de transition, pour recueillir l'appui de l'industrie et des organismes actuels de réglementation. D'après ce que nous avons entendu, les clés du succès seront la consultation et la coopération, ce qui nécessitera des groupes de travail composés de représentants des organismes existants. Certains intervenants ont proposé que les émetteurs et les inscrits participent activement aux étapes de conception et de mise en œuvre précédant la mise en place d'un nouvel organisme.

III. PROCHAINES ÉTAPES

Le présent document résume les commentaires recueillis par le groupe d'experts au cours de la ronde initiale de consultation en personne. Le groupe d'experts poursuivra ses délibérations au cours de l'été et de l'automne, il tiendra d'autres rencontres avec des intervenants et examinera les mémoires présentés par écrit. Les points de vue des intervenants, combinés aux conclusions de la recherche commandée par le groupe d'experts et au travail d'élaboration d'un modèle de loi commune sur les valeurs mobilières, façonneront et appuieront les recommandations que le groupe d'experts présentera dans son rapport au ministre fédéral des Finances et aux ministres provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières.

ANNEXE 1 : MANDAT DU GROUPE D'EXPERTS

Mandat du groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières

Dans son budget de 2007, le gouvernement du Canada a présenté un plan visant les marchés de capitaux du pays, intitulé *Créer un avantage canadien sur les marchés de capitaux mondiaux*. La création de cet avantage exige un engagement commun en vue d'améliorer le contenu, la structure et l'application de la réglementation des marchés de capitaux.

Lors de leur réunion du 19 juin 2007, le ministre fédéral des Finances et les ministres provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières ont discuté de diverses façons d'améliorer la réglementation des valeurs mobilières. À la fin de la réunion, le ministre fédéral des Finances a annoncé que, parallèlement aux efforts déjà entrepris par les provinces et les territoires pour rationaliser et harmoniser la réglementation des valeurs mobilières, le gouvernement du Canada mettrait sur pied un groupe d'experts indépendant pour conseiller les ministres sur la manière optimale de procéder.

Le groupe d'experts s'inspirera des pratiques exemplaires de la communauté internationale et prendra appui sur les forces des marchés de capitaux canadiens. Il se penchera également sur les efforts déployés jusqu'à maintenant pour harmoniser et simplifier le système de réglementation du Canada.

Les propositions du groupe d'experts respecteront le partage des compétences en matière de réglementation des valeurs mobilières au Canada et permettront la participation volontaire des provinces et des territoires.

Le groupe d'experts examinera les éléments suivants et fournira des conseils à leur égard :

1. Les objectifs, les résultats et les mesures du rendement qui encadreront le mieux la réglementation des valeurs mobilières et la recherche d'un avantage canadien sur les marchés financiers mondiaux. Par exemple,

- des marchés de capitaux efficaces et concurrentiels qui contribuent à la croissance économique et à la prospérité
- l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs
- la réduction du risque systémique.

2. Le meilleur moyen pour le Canada de promouvoir et de faire progresser une réglementation proportionnée et fondée davantage sur des principes, à partir des lois harmonisées existantes et des instruments de réglementation nationaux et multilatéraux, dans le but de créer un avantage canadien sur les marchés de capitaux internationaux.

Le cadre de réglementation établira des principes de réglementation. Par exemple, la réglementation :

- se fondera sur des principes solides et clairs;
- sera appliquée uniquement lorsqu'elle procure un avantage net concret;

- sera proportionnée afin de tenir compte de la composition particulière des marchés de capitaux canadiens, ainsi que des besoins et des capacités des petites et moyennes entreprises;
 - favorisera l'intégrité et la confiance des investisseurs grâce à des marchés justes et transparents;
 - sera soutenue par des mesures d'application proportionnées, efficaces, uniformes et prises en temps opportun;
 - favorisera l'ouverture des marchés et la concurrence qui susciteront l'innovation et procureront des choix aux émetteurs et aux investisseurs;
 - respectera ou dépassera les pratiques exemplaires et les normes mondiales et réduira au minimum les obstacles à la circulation transfrontalière des capitaux;
 - s'inspirera de la coopération réglementaire internationale;
 - sera complétée par des efforts visant à accroître les connaissances financières des Canadiens pour qu'ils soient à même de faire des choix et de demander des conseils de manière éclairée.
- Le cadre de réglementation peut également énoncer des principes de conduite des activités, comme ceux établis par la U.K. Financial Services Authority (l'autorité en matière de services financiers du Royaume-Uni), par exemple :
 - Intégrité – L'entreprise doit mener ses activités avec intégrité;
 - Compétence et diligence – L'entreprise doit faire preuve de compétence et de diligence raisonnable dans la conduite de ses activités;
 - 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;
 - Comportement sur le marché – L'entreprise doit observer des normes adéquates de comportement sur le marché;
 - Intérêts des clients – L'entreprise doit tenir dûment compte des intérêts de ses clients et traiter ces derniers avec équité;
 - Communications 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 : relations 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 leur communiquer tout renseignement la concernant que ces organismes s'attendraient raisonnablement à recevoir.

3. La manière dont la réglementation proportionnelle et fondée davantage sur les principes permettrait d'améliorer les efforts d'application de la loi, lesquels pourraient inclure la mise en place d'un tribunal des valeurs mobilières distinct, et de mieux les coordonner tout en étant renforcée par ces derniers.

4. La manière d'instaurer cette approche de réglementation grâce à un système de passeport ou un organisme commun de réglementation des valeurs mobilières,

5. Un modèle de loi commune régissant les valeurs mobilières et un cheminement de transition, y compris les principales étapes et les principaux échéanciers que les provinces et les territoires participants pourraient adopter afin d'apporter les changements proposés au contenu, à la structure et à l'application de la réglementation, ce qui comprend :

- La mise en place d'une loi.
- La mise en œuvre de changements à la structure du système de réglementation, au besoin.
- L'interaction avec les administrations non participantes et la possibilité pour ces dernières d'adhérer au régime à une date ultérieure.

Processus

Le groupe d'experts indépendant sera secondé par un petit secrétariat, et il pourra au besoin conclure des marchés avec des chercheurs et des conseillers.

Le groupe consultera les administrations gouvernementales et les organismes de réglementation. De plus, il mobilisera les organismes autoréglementés et les participants au marché, et il favorisera la rétroaction au moyen d'un site Web et de mémoires écrits.

Le groupe présentera au ministre des Finances du Canada et aux ministres provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières un rapport final d'ici la fin de 2008.

Financement

Le gouvernement fédéral assurera le financement du groupe d'experts indépendant.

ANNEXE 2 : COMPOSITION DU GROUPE D'EXPERTS

Président

L'honorable Tom Hockin, c.p.
Ex-ministre d'État (Finances) et ex-président de l'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC)

Membres

Ian D. Bruce, FCA
Chef de la direction, Peters & Co Limited

Denis Desautels O.C., FCA
Cadre résident, Université d'Ottawa

Hal Kvisle
Président et chef de la direction, TransCanada Corporation

Dawn Russell, c.r
Professeure adjointe, ex-doyenne de la Faculté de droit, Université Dalhousie

Terry Salman
Président du conseil, président et chef de la direction, Salman Partners Inc.

Heather Zordel
Associée, Cassels Brock & Blackwell LLP

ANNEXE 3 : LISTE DES PARTICIPANTS AUX SÉANCES DE CONSULTATION

(en ordre alphabétique)

Canada

Calgary

Commission des valeurs mobilières de l'Alberta
Birchcliff Energy Ltd.
Bissett Investment Management
Canada West Foundation
Association canadienne des producteurs de pétrole
Canadian Oil Sands Trust Limited
Jack M. Mintz, University of Calgary
Mawer Investment Management
PetroCanada
Tristone Capital

Halifax

Acadian Securities
Beacon Securities
Bell Alliant
Clark Inc.
Cox and Palmer LLP
L'honorable Michael Baker, ministre des Finances de la Nouvelle-Écosse
McInnes Cooper
Nova Scotia Power
Nova Scotia Securities Commission
Stewart McKelvy

Montréal

Addenda Capital
André Fok Kam
BMO Nesbit Burns
Bourse de Montréal
Fédération des caisses Desjardins du Québec
Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.
Fédérations des chambres de commerce du Québec
IFL Investment Foundation
Jarislowsky Fraser
Secor Conseil
Bourse de Toronto

Regina

Greystone Managed Investments Inc.
Harold H. MacKay
Commission des services financiers de la Saskatchewan
Victoria Park Capital Inc.

Toronto

Accountability Research Corporation
Alex Clark
Andrews Teasdale
BMO Nesbitt Burns
Association des banquiers canadiens
Association canadienne des marchés des capitaux
Conseil canadien sur la reddition de comptes
Association des comptables généraux accrédités du Canada
Marchés mondiaux CIBC
Common Front for Retirement Security
Conseil canadien de la consommation
Diane Urquhart
Gary Logan, Goldman Sachs Canada
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
Investment Counsel Association of Canada
Institut des fonds d'investissement du Canada
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
Jim MacDonald
Laureen Snider
Lehman Brothers Canada
Financière Manuvie
Market Regulation Services Inc.
Association canadienne des courtiers de fonds mutuels
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Pamela Reeve
Patricia Cosgrove
Phillip Anisman
Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs
RBC Marchés des Capitaux
Robert Kyle
Marché des capitaux Scotia
Small Investor Protection Association

Vancouver

British Columbia Investment Management Corporation
Canaccord Capital Corporation
Canfor Corporation
Vancouver Board of Trade
Elizabeth Harrison
Exeter Resource Corporation
Jinshan Gold Mines Ltd.
First Majestic Silver Corporation
Leith Wheeler Investment Counsel Ltd.
Lions Capital Corp.
Michael E .J. Phelps
Michael F. Rhodes
Association for Mineral Exploration British Columbia
PenderFund Capital Management
PI Financial Corp.
Rogers Group Financial
Canadian Listed Company Association
Bourse de croissance TSX
Vector Corporate Finance Lawyers
Ventures West Capital Ltd.

Winnipeg

L'honorable Greg Selinger, ministre des Finances du Manitoba
David Walker

International

New York

JPMorgan Chase & Co.
Merrill Lynch & Co. Inc.
Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
Securities Industry & Financial Markets Association
Heyman Center on Corporate Governance, Benjamin N. Cardozo School of Law
NYSE Regulation Inc.

Washington

Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate
Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives
Department of the Treasury
Fonds monétaire international
North American Securities Administrators Association Inc.
United States Securities & Exchange Commission

Londres, Royaume-Uni

British Bankers' Association

Euroclear plc & Euroclear SA/NV

Financial Reporting Council

Financial Services Authority

HM Treasury

London Investment Banking Association

Morgan Stanley

Julia Black, London School of Economics

Terence Mowschenson, c.r.