

## **LA MISE EN PLACE D'UNE COMMISSION UNIQUE DES VALEURS MOBILIÈRES : UN PROJET INUTILE**

Mémoire présenté au Groupe d'experts  
sur l'encadrement des valeurs mobilières

Juillet 2008



## SOMMAIRE

---

Le 21 février 2008, le ministre fédéral des Finances, l'honorable Jim Flaherty, annonçait la création d'un groupe d'experts chargé d'examiner la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Le Groupe d'experts fédéral (le « Groupe ») est présidé par l'honorable Tom Hockin, ancien ministre fédéral d'État (Finances).

Cette initiative constitue une nouvelle étape dans la démarche fédérale afin de s'immiscer dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières, et ce, bien qu'il s'agisse d'une responsabilité qui appartient aux provinces en vertu de la Constitution. Cette initiative s'ajoute au rapport du Comité des personnes averties (2003), au rapport du Groupe Crawford (2006), au budget fédéral 2007 et à la mise à jour du rapport du Groupe Crawford (2007) qui ont successivement recommandé, à divers degrés, une présence fédérale dans la réglementation des valeurs mobilières et, plus particulièrement, la mise en place d'une commission unique.

Compte tenu de ses responsabilités en tant que régulateur provincial et des impacts importants pour l'industrie québécoise des valeurs mobilières qui pourraient découler de la mise en application éventuelle des recommandations du Groupe, l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») souhaite faire connaître son point de vue dans le cadre de la consultation en cours.

Globalement, l'Autorité est d'avis que l'encadrement actuel des valeurs mobilières dans les différentes régions du Canada est adéquat compte tenu des caractéristiques du marché canadien. En effet, ce marché de petite taille à l'échelle internationale est composé d'entreprises qui sont réparties sur un territoire immense, qui présentent des besoins fort différents au plan régional et qui, dans une grande proportion, se financent localement.

Dans ce contexte, la présence de régulateurs provinciaux et territoriaux qui sont en mesure d'identifier et de répondre aux besoins spécifiques des entreprises dans chaque juridiction, tout en recherchant une harmonisation de leur réglementation et de leurs processus, représente le modèle d'encadrement le plus approprié. Dans le cadre des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM »), ce modèle permet également un échange d'information et une saine compétition qui favorisent l'innovation et l'adoption des meilleures pratiques partout au Canada. Il facilite également la consultation des intervenants du marché.

La présence de régulateurs dans chaque province et chaque territoire présente également un avantage en ce qui concerne la protection des consommateurs compte tenu de l'étendue du territoire canadien. En effet, en raison du caractère souvent local des activités en valeurs mobilières, la proximité du régulateur des marchés facilite le dépistage des pratiques frauduleuses. Les bénéfices associés à la proximité des marchés des régulateurs au Canada se comparent d'ailleurs à ceux observés aux États-Unis où l'on note la présence d'organismes de réglementation des valeurs mobilières dans chacun des 50 États.

Cela étant dit, la mise en place d'une commission unique doit reposer sur la démonstration que ce nouvel encadrement serait supérieur à celui qui prévaut actuellement. Or, le présent mémoire démontre que les arguments invoqués à l'appui du projet fédéral ne justifient en rien le changement de structure proposé. La position de l'Autorité rejoint ainsi le constat de plusieurs organismes internationaux qui concluent que la réglementation des valeurs mobilières au Canada est l'une des meilleures au monde. Dans ce contexte, l'Autorité considère qu'il est paradoxal que le gouvernement fédéral propose de remplacer un système qui répond aux besoins des entreprises canadiennes et des investisseurs et qui est largement reconnu à l'étranger. Les critiques fédérales ternissent l'image de l'industrie canadienne des valeurs mobilières à l'étranger et, globalement, servent très mal les intérêts économiques du Canada.

Enfin, il est important de rappeler que les divers organismes (fédéraux et provinciaux) de réglementation des marchés financiers au Canada – la Banque du Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières (le « BSIF »), les autorités de réglementation des valeurs mobilières – poursuivent essentiellement les mêmes objectifs et font face aux mêmes défis. À cet égard, la crise du papier commercial adossé à des actifs illustre bien que la difficulté de faire face à de telles problématiques n'est pas réduite par le caractère fédéral ou unifié d'un organisme de réglementation. Ainsi, suggérer la mise en place d'une commission unique sur la base que la simple présence fédérale assurerait un meilleur encadrement est une position dénuée de fondements.

Au-delà de ces remarques générales, le présent mémoire formule cinq grandes conclusions :

**1. Les critiques formulées par le gouvernement fédéral à l'égard de l'encadrement actuel des valeurs mobilières au Canada sont sans fondements**

Au cours des dernières années, le gouvernement fédéral a formulé plusieurs critiques à l'égard de l'encadrement des valeurs mobilières au Canada. Globalement, ces critiques constituent l'assise sur laquelle repose le projet fédéral d'adopter une loi commune des valeurs mobilières et de mettre en place une commission unique.

Selon le gouvernement fédéral, la présence de treize organismes de réglementation au Canada augmenterait la complexité de faire des affaires, hausserait les coûts supportés par l'industrie, alourdirait la réglementation, ralentirait la mise en œuvre des changements réglementaires, compromettrait la répression des fraudes en valeurs mobilières et limiterait la capacité du Canada de parler d'une seule voix au plan international dans un contexte où la globalisation de plus en plus grande des marchés l'exige. L'Autorité considère que ces arguments ne reposent sur aucun fondement.

L'argument sur la supposée complexité de faire des affaires en raison de la présence de treize régulateurs au Canada démontre une méconnaissance des mécanismes d'accès au marché et, notamment, du Régime de passeport en valeurs mobilières (le « Passeport »). En effet, les émetteurs au Canada ne doivent s'adresser qu'à leur juridiction principale pour rejoindre l'ensemble des investisseurs. De plus, avec le Passeport, les émetteurs qui font affaire dans plus d'une juridiction principale bénéficient dorénavant d'une réglementation et de procédures largement harmonisées.

En ce qui concerne les coûts supportés par les émetteurs, les analyses montrent qu'ils sont généralement inférieurs à ceux observés aux États-Unis. En effet, le coût des premiers appels publics à l'épargne (les « PAPE ») est plus faible au Canada qu'aux États-Unis. Plus spécifiquement, les coûts directs d'émission des PAPE (rémunération des courtiers et coûts liés aux frais légaux, aux honoraires et à la préparation des prospectus), qui sont fortement dépendants de l'encadrement réglementaire, sont inférieurs de 4,5 % du produit brut pour une émission d'un montant inférieur à 10 millions de dollars US. Or, ces émissions représentent plus de 50 % du marché canadien. Aussi, plusieurs études montrent que le coût du capital au Canada est l'un des plus faibles au monde.

La conclusion fédérale selon laquelle la réglementation des valeurs mobilières au Canada est actuellement lourde et confuse ne résiste également pas à l'analyse. En effet, plusieurs organismes internationaux indépendants ont conclu que la réglementation actuelle était l'une des meilleures au monde.

- ❑ L'Organisation de coopération et de développement économique (l' « OCDE ») classe le Canada au 2<sup>e</sup> rang en termes de qualité de la réglementation des valeurs mobilières.
- ❑ Une étude de la Banque mondiale classe le Canada au 5<sup>e</sup> rang sur 175 pays en ce qui concerne la protection des investisseurs.
- ❑ Le Fonds monétaire international (le « FMI ») dresse un portrait très positif du régime d'encadrement et de réglementation des valeurs mobilières au Canada à la suite d'une mission réalisée au Québec et en Ontario en 2007 dans le cadre du Programme d'évaluation du secteur financier.

L'argument fédéral concernant la lenteur des réformes et les difficultés de concertation n'apparaît pas davantage fondé. Il ignore totalement que :

- ❑ les provinces et les territoires se sont donné une structure de coordination élaborée et efficace avec la création du Conseil provincial-territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières ainsi que des ACVM;
- ❑ les ACVM ont notamment accompli, depuis plus de dix ans, un travail énorme en ce qui a trait à l'harmonisation des systèmes et des procédures avec la mise en place des systèmes SEDAR (dépôt unique des documents exigés par les autorités), SEDI (dépôt unique des déclarations d'initiés), de la BDNI (site Internet transactionnel canadien pour l'inscription), du RIC (inscription pancanadienne à partir de sa juridiction principale), du REC (régime d'examen concerté des prospectus et des demandes de dispenses, etc.) et, plus récemment, du Passeport;
- ❑ les ACVM ont également accompli, avec l'accord de leur gouvernement respectif, un effort de simplification important de la réglementation avec la mise en œuvre et la publication, depuis 1997, de 45 règlements et de 44 instructions générales au sein des provinces canadiennes.

En ce qui concerne la capacité des organismes de réglementation de lutter contre les fraudes en valeurs mobilières dans le système actuel, il faut noter que la répression de ces fraudes n'est pas seulement l'affaire des autorités en valeurs mobilières. Ce sont les efforts concertés de l'ensemble des intervenants, à savoir les régulateurs, les organismes d'autoréglementation, les divers corps policiers et les procureurs généraux, qui rendent efficace la répression des fraudes en valeurs mobilières. Par ailleurs, l'efficacité moins grande de la lutte aux fraudes en valeurs mobilières au Canada par rapport aux États-Unis reflète essentiellement les difficultés d'application de la justice criminelle au Canada qui dispose de moyens limités. La mise en place d'une commission unique n'amenuiserait en rien ces difficultés.

Finalement, à l'égard de l'inadéquation de la représentation actuelle du Canada au plan international, il convient de rappeler que le Canada est présentement très bien représenté dans les forums internationaux. À titre d'exemple, l'Ontario et le Québec participent aux travaux des cinq comités permanents qui œuvrent sous l'égide du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'« OICV ») dont ils sont tous les deux membres. Aussi, les positions défendues par les autorités de ces provinces font l'objet d'une concertation dans le cadre des travaux des ACVM. Elles sont également discutées dans le cadre du forum des Responsables des agences de réglementation (Heads of Regulatory Agencies) qui regroupe les dirigeants des quatre principales autorités de réglementation des valeurs mobilières, de la Banque du Canada, du BSIF et du ministère des Finances du Canada.

Par ailleurs, l'offre récente de la Securities and Exchange Commission aux ACVM d'entreprendre des travaux afin d'en arriver à une entente de reconnaissance mutuelle confirme qu'il n'est pas nécessaire d'avoir un régulateur unique pour faire avancer les intérêts du Canada au plan international.

## **2. L'adoption d'une loi commune et la mise en place d'une commission unique des valeurs mobilières sont des changements de structure inutiles**

La mise en place d'une commission unique à partir d'une loi commune soulèverait certains enjeux importants, notamment la constitutionnalité de l'approche, la capacité de ce nouvel encadrement de répondre aux besoins spécifiques des régions, l'impact sur les coûts pour l'industrie et les impacts liés à l'éventuelle transition vers le nouveau modèle d'encadrement.

Après l'examen de ces enjeux, l'Autorité conclut que la mise en place d'une commission unique basée sur le modèle d'une loi commune ne constituerait, en fin de compte, qu'un changement de structure inutile.

En effet, au plan constitutionnel, les tribunaux ont à maintes reprises confirmé la compétence des provinces à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières. Quant à la compétence fédérale, elle n'a jamais été établie. Dans ce contexte, une éventuelle décision d'aller de l'avant avec une loi commune pourrait amener certaines provinces, entreprises ou certains particuliers à contester devant les tribunaux la légalité du projet fédéral. Cela risquerait de créer une turbulence juridique inutile sans que l'on puisse démontrer qu'il existe des bénéfices la justifiant.

Par ailleurs, compte tenu de la forte diversité des entreprises sur une base régionale et du caractère fortement local de leur financement, l'encadrement actuel est clairement le meilleur étant donné la présence de régulateurs provinciaux et territoriaux qui sont en mesure d'identifier et de répondre aux besoins spécifiques des entreprises dans chaque juridiction, tout en recherchant une harmonisation de leur réglementation et de leurs processus.

À l'inverse, l'adoption d'une loi commune et la mise en place d'une commission unique constitueraient une structure d'encadrement qui serait potentiellement moins sensible aux préoccupations des entreprises dans certaines juridictions. En effet, dans le cadre d'une loi commune, les modifications réglementaires seraient adoptées, dans le meilleur des cas, en fonction de la règle de la majorité. Ainsi, une province pourrait devoir se conformer à une réglementation contraire à l'intérêt de ses entreprises.

Les économies envisagées en termes de coûts pourraient être nettement plus faibles que ce qui avait été prévu par certaines études, voire inexistantes. Ces économies ne seraient possibles qu'en diminuant de manière importante la présence des autorités de réglementation au niveau régional, notamment sur le plan de la répression des fraudes. De plus, ces études ne tiennent pas compte de plusieurs facteurs qui limiteraient les économies identifiées, notamment la difficulté d'harmoniser les conditions de travail des employés et les divers systèmes informatiques.

La transition vers la mise en application éventuelle d'une loi commune et la mise en place d'une commission unique serait certainement coûteuse, longue et difficile. Il serait irresponsable d'imposer à l'industrie un tel changement de structure sans, au préalable, faire la démonstration claire qu'il en découlerait éventuellement des bénéfices significatifs. Or, tel qu'il est indiqué précédemment, cette démonstration reste à faire.

### **3. Le développement d'une réglementation des valeurs mobilières davantage basée sur des principes ne requiert pas la mise en place d'une commission unique**

Dans son document de consultation, le Groupe soulève la pertinence d'adopter au Canada une réglementation des valeurs mobilières davantage fondée sur des principes. On y note d'ailleurs un penchant très favorable pour cette approche. L'intérêt du Groupe pour cette question s'inscrit dans la foulée des travaux menés antérieurement par d'autres comités ou groupes de travail fédéraux. Récemment, le ministre fédéral des Finances, l'honorable Jim Flaherty, a également exprimé publiquement son désir de voir la mise en place au Canada d'une réglementation des valeurs mobilières basée sur des principes. Il a d'ailleurs confié au Groupe le mandat de rédiger une loi commune des valeurs mobilières s'inspirant de cette approche.

L'Autorité tient à souligner que les ACVM reconnaissent les avantages que la réglementation basée sur des principes peut présenter dans certaines circonstances. D'ailleurs, des volets importants de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et au Québec s'appuient sur cette approche réglementaire.

De plus, dans le contexte où la réglementation des valeurs mobilières a pour objectifs généraux d'assurer à la fois le bon fonctionnement du marché et la protection des épargnants, l'Autorité est d'avis que la meilleure façon d'atteindre pleinement ces objectifs est d'utiliser une combinaison de règles et de principes. C'est d'ailleurs l'approche utilisée au Royaume-Uni, pays considéré comme étant à l'avant-garde en matière de réglementation basée sur les principes. En fait, il est impossible de conclure, sans faire de liens avec les objectifs recherchés par le régulateur, qu'une approche réglementaire est nécessairement supérieure à l'autre.

Finalement, il est important de souligner que la mise en place d'une réglementation des valeurs mobilières davantage basée sur des principes au Canada ne requiert pas la mise en place d'une commission unique. La mise en place d'une telle réglementation, lorsqu'elle est jugée souhaitable, peut très bien se faire dans le cadre des travaux des ACVM.

#### **4. L'approche qui devrait être privilégiée en matière d'encadrement des valeurs mobilières au Canada est la poursuite de la collaboration entre les autorités provinciales et territoriales de réglementation dans le cadre des ACVM**

Une fois rejetées l'adoption d'une loi commune et la mise en place d'une commission unique, il convient de s'interroger sur les orientations qui devraient être poursuivies en matière d'encadrement des valeurs mobilières au Canada afin d'assurer la réalisation du plein potentiel de cette industrie et la protection des investisseurs, à la lumière des défis auxquels doit faire face cette industrie.

À ces égards, l'Autorité considère que l'approche qu'il faut privilégier est la poursuite de la collaboration entre les autorités provinciales et territoriales responsables de l'encadrement des valeurs mobilières dans le cadre des ACVM. Cette approche :

- ❑ est respectueuse du pouvoir que la Constitution accorde aux provinces en matière d'encadrement des valeurs mobilières;
- ❑ permet de tenir compte de la faible taille des entreprises et de leur diversité importante au plan régional, tout en assurant un degré élevé d'harmonisation;
- ❑ permet le développement d'un marché canadien des valeurs mobilières moderne, efficace et compétitif au plan international.

Un défi immédiat pour les provinces, les territoires et les ACVM est de compléter la mise en place du Passeport. Aux termes des travaux, chaque intervenant du secteur, qu'il soit émetteur ou courtier, pourra avoir accès au marché canadien des valeurs mobilières en traitant uniquement avec son régulateur.

Une étape additionnelle afin de renforcer le régime harmonisé de réglementation serait la mise en place dans chaque province d'un tribunal des valeurs mobilières selon le modèle du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (le « BDRV ») en place au Québec.

L'idée de confier à un organisme distinct les fonctions quasi judiciaires exercées par les commissions des valeurs mobilières a déjà été proposée à maintes reprises au cours des dernières années, notamment par le Comité des personnes averties mis sur pied par le gouvernement fédéral et par le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (l'« ACCOVAM »). En Ontario, le rapport Osborne a recommandé

l'établissement d'un tribunal administratif distinct de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. La ministre des Finances du Québec, M<sup>me</sup> Monique Jérôme-Forget, a récemment défendu cette idée auprès de ses collègues du Conseil provincial-territorial des ministres responsables des valeurs mobilières.

Un organisme ou tribunal quasi judiciaire permet de séparer les fonctions d'encadrement et les fonctions quasi judiciaires qui sont actuellement regroupées au sein des organismes de réglementation des valeurs mobilières dans toutes les provinces et territoires, sauf au Québec. Il permet également d'éliminer le risque d'apparence de partialité qui existe lorsque ces fonctions sont regroupées à l'intérieur d'un même organisme.

L'expérience du Québec avec le BDRVM illustre l'efficacité de ce modèle. En effet, elle montre que le fait de confier à ce tribunal administratif indépendant de l'Autorité les fonctions quasi judiciaires n'a pas contribué à alourdir la procédure ni à entraîner des délais et des coûts indus.

À moyen terme, la mise en place d'un système pancanadien de décisions quasi judiciaires impliquant l'ensemble des provinces et territoires est actuellement à l'étude. Un tel système de tribunal pancanadien assurerait une interprétation plus uniforme du droit relatif aux valeurs mobilières à travers le pays.

**5. Le gouvernement fédéral devrait, à l'intérieur de ses compétences, appuyer l'effort des provinces au plan de l'encadrement des valeurs mobilières en contribuant à une plus grande sensibilisation quant à l'importance de la répression des crimes économiques, en améliorant l'efficacité des Équipes intégrées – police des marchés financiers et en collaborant à l'amélioration des outils à la disposition des équipes d'enquêtes**

Il existe un vaste consensus au Canada selon lequel l'un des principaux défis sur le plan de l'encadrement des valeurs mobilières est d'assurer une plus grande efficacité dans la répression des fraudes en valeurs mobilières. Tel qu'il est indiqué précédemment, cette tâche relève de l'action concertée de plusieurs intervenants : les autorités de réglementation, les organismes d'autoréglementation, les divers corps policiers et les procureurs généraux.

Vu d'un autre angle, le travail concerté des divers organismes impliqués requiert une collaboration étroite entre le gouvernement fédéral et les provinces. En effet, la responsabilité de la Gendarmerie Royale du Canada et l'application du Code criminel incombent au gouvernement fédéral. Ce dernier est donc en position de faire des

gestes déterminants à l'égard de la répression des fraudes en valeurs mobilières en œuvrant à l'intérieur de ses compétences, sans qu'il soit nécessaire de mettre en place une commission unique des valeurs mobilières ou d'adopter une loi commune.

À cet égard, l'Autorité considère que les autorités fédérales, provinciales et territoriales devraient collaborer étroitement afin :

- ❑ de créer une plus grande sensibilisation quant à l'importance de la répression des crimes économiques;
- ❑ d'améliorer l'efficacité des équipes d'enquêtes, tout particulièrement les Équipes intégrées – police des marchés financiers (les « EIPMF »);
- ❑ d'améliorer les outils à la disposition des équipes d'enquêtes. À cet égard, quatre éléments apparaissent prioritaires :
  - Examiner la faisabilité d'adopter un pouvoir d'assignations à comparaître dans le cadre d'enquêtes au Canada.
  - Améliorer l'échange d'information entre les services de réglementation et les services de police.
  - Améliorer la collaboration entre les intervenants en ce qui concerne l'ouverture et le traitement des dossiers.
  - Faciliter la saisie des produits de la criminalité économique.

## TABLE DES MATIÈRES

---

<b>Introduction</b> .....	1
<b>1. L'analyse fédérale du système actuel d'encadrement : des critiques sans fondements</b> .....	3
1.1 Complexité et coûts de la réglementation .....	3
1.2 Lourdeur et confusion de la réglementation .....	6
1.3 Lenteur des réformes en raison de la difficulté de concertation .....	9
1.4 Contraintes à la répression des fraudes en valeurs mobilières .....	14
1.5 Globalisation des marchés et nécessité pour le Canada de parler d'une seule voix .....	17
<b>2. La mise en place d'une commission unique : un changement de structure inutile</b> .....	19
2.1 Les assises constitutionnelles du projet fédéral sont très faibles .....	20
2.2 Un risque pour les entreprises en région .....	21
2.3 Des économies de coûts qui restent à démontrer .....	23
2.4 Une transition qui pourrait comporter des coûts et des impacts importants .....	24
<b>3. Le développement d'une réglementation davantage basée sur des principes ne requiert pas la mise en place d'une commission unique</b> .....	25
3.1 L'encadrement des valeurs mobilières au Canada : un amalgame de règles et de principes .....	26
3.2 Atteindre pleinement les objectifs de la réglementation nécessite un équilibre entre l'utilisation des règles et des principes .....	27
3.3 L'expérience du Royaume-Uni avec une approche fondée sur des principes doit être utilisée avec prudence .....	28
3.4 Une commission unique n'est pas un préalable au développement d'une réglementation basée sur des principes .....	31
<b>4. Améliorer l'encadrement des valeurs mobilières au Canada</b> .....	33
4.1 Poursuivre la collaboration entre les autorités de réglementation dans le cadre des ACVM .....	34
4.2 Mettre en place un organisme (tribunal) quasi judiciaire des valeurs mobilières dans chaque province.....	35
4.3 Améliorer les efforts de répression des fraudes en valeurs mobilières en collaboration avec le gouvernement fédéral .....	36
4.4 Améliorer les outils à la disposition des équipes d'enquêtes .....	39
<b>Conclusion</b> .....	43
<b>Annexe</b> .....	45
<b>Références</b> .....	49



# INTRODUCTION

Le 21 février 2008, le ministre fédéral des Finances, l'honorable Jim Flaherty, annonçait la formation d'un nouveau Groupe d'experts fédéral (le « Groupe ») afin d'examiner la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Ce Groupe, présidé par l'honorable Tom Hockin, ancien ministre d'État (Finances), a pour mandat de proposer un modèle de projet de loi canadienne sur les valeurs mobilières qui s'appliquerait à toutes les juridictions du Canada. Dans le cadre de ses travaux, le Groupe Hockin examinera cinq enjeux :

- ❑ Les objectifs, les principes et les mesures de rendement de la réglementation des valeurs mobilières.
- ❑ Le développement d'une réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes.
- ❑ Le développement d'une réglementation des valeurs mobilières proportionnée à certaines caractéristiques économiques des entreprises, notamment la taille.
- ❑ L'application des lois (répression).
- ❑ La structure de réglementation des valeurs mobilières, notamment la mise en place d'une commission unique par rapport au Régime de passeport (le « Passeport »).

Les travaux de ce Groupe s'inscrivent dans la foulée de ceux menés récemment par divers comités fédéraux, notamment le Comité des personnes averties<sup>1</sup> et le Groupe Crawford<sup>2</sup>. Rappelons que certains de ces comités ont déjà proposé l'adoption d'une loi canadienne sur les valeurs mobilières et la mise en place d'une commission unique. Dans ce contexte, les conclusions du Groupe Hockin sont largement prévisibles.

L'Autorité des marchés financiers (l' « Autorité »), compte tenu de ses responsabilités à l'égard de l'encadrement du secteur des valeurs mobilières québécois, souhaite faire connaître sa position dans le cadre des consultations menées par le Groupe.

Le présent mémoire comporte quatre sections :

- ❑ La première présente une analyse des critiques formulées au cours des dernières années par le gouvernement fédéral et ses divers groupes d'experts à l'égard de l'encadrement actuel des valeurs mobilières au Canada.
- ❑ La seconde discute des conséquences de la mise en place éventuelle d'une loi commune et d'une commission unique des valeurs mobilières au Canada.
- ❑ La troisième examine les enjeux liés au développement d'une réglementation des valeurs mobilières davantage basée sur les principes.
- ❑ Finalement, la dernière section aborde l'approche qui devrait être privilégiée en matière d'encadrement afin d'assumer le développement de l'industrie des valeurs mobilières au Canada, dans le meilleur intérêt des investisseurs.

## **1. L'ANALYSE FÉDÉRALE DU SYSTÈME ACTUEL D'ENCADREMENT : DES CRITIQUES SANS FONDEMENTS**

Les travaux réalisés par le gouvernement fédéral et ses groupes de travail au cours des dernières années ont fait ressortir un ensemble d'arguments qui justifieraient une présence fédérale dans l'encadrement des valeurs mobilières au Canada et, plus particulièrement, la mise en place d'une commission unique. En bref, le gouvernement fédéral argumente que :

- ❑ la complexité qui découlerait de devoir faire affaire avec treize autorités de réglementation des valeurs mobilières (dix provinces et trois territoires) serait préjudiciable au marché et augmenterait les coûts;
- ❑ la réglementation actuelle des valeurs mobilières serait lourde et confuse;
- ❑ le système réglementaire canadien répondrait trop lentement aux changements rapides de l'environnement en raison de la nécessité de concertation des différents organismes impliqués;
- ❑ la présence de plusieurs autorités constituerait une contrainte à la répression des crimes financiers;
- ❑ la globalisation des marchés plaiderait en faveur d'une réglementation unique des valeurs mobilières au Canada et il est indispensable que le Canada parle d'une seule voix au plan international.

L'Autorité considère que ces arguments sont essentiellement sans fondements. Compte tenu du fait qu'ils constituent l'assise du positionnement fédéral, il convient de les examiner attentivement.

### **1.1 COMPLEXITÉ ET COÛTS DE LA RÉGLEMENTATION**

Un premier argument invoqué par le gouvernement fédéral est que la présence de treize organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada créerait une complexité importante pour les entreprises et se traduirait par des coûts plus élevés.

#### **LA COMPLEXITÉ DÉCOULANT DE LA PRÉSENCE DE TREIZE RÉGULATEURS EST NETTEMENT SURESTIMÉE**

La complexité invoquée par le gouvernement fédéral est nettement surestimée. Elle reflète une méconnaissance du marché et des mécanismes permettant d'y accéder.

Les travaux réalisés par les professeurs Suret et Carpentier<sup>3</sup> montrent qu'il existe au Canada une forte concentration des activités en valeurs mobilières. En effet, les entreprises de quatre juridictions canadiennes (Colombie-Britannique, Alberta, Ontario et Québec) comptent pour 90 % des nouvelles émissions. De plus, ces travaux indiquent que dans le cadre de leurs opérations d'entrées en bourses, les émetteurs au Canada ne s'adressent qu'à un nombre limité d'autorités de réglementation. En fait, plus de 60 % des entrées en bourses impliquent trois commissions de valeurs ou moins.

Aussi, avec le Passeport, les émetteurs qui désirent faire affaire dans plus d'une province ne doivent maintenant s'adresser qu'à leur juridiction provinciale pour rejoindre l'ensemble des investisseurs canadiens. Ils bénéficient de plus d'une réglementation et de procédures largement harmonisées. Les travaux d'harmonisation de la réglementation et des processus menés par les provinces et les territoires au cours des dernières années ont donc rendu caduque cet élément de critique fédérale.

#### **LE COÛT DES PREMIERS APPELS PUBLICS À L'ÉPARGNE EST PLUS FAIBLE AU CANADA**

Les émissions initiales sont probablement l'aspect du commerce des valeurs mobilières où la réglementation peut avoir les effets les plus importants. En effet, le passage au statut d'émetteur assujéti s'accompagne d'exigences élevées. Les principaux facteurs qui déterminent le coût de financement des premiers appels publics à l'épargne (les « PAPE ») sont :

- ❑ la rémunération des courtiers;
- ❑ les coûts liés aux frais légaux, aux honoraires et à la préparation des prospectus;
- ❑ la sous-évaluation initiale du prix des actions.

Les deux premiers facteurs sont affectés par la réglementation, alors que la sous-évaluation initiale du prix des actions dépend davantage des conditions du marché, notamment du risque associé à une émission. Or, les données montrent (Tableau 1) que le Canada possède un avantage en termes de coûts directs (rémunération des courtiers et divers frais) par rapport aux États-Unis. Par exemple, l'avantage atteint 4,5 % du produit brut pour une émission d'un montant inférieur à 10 millions de dollars US.

Ainsi, il est incorrect de soutenir que la réglementation au Canada imposerait aux émetteurs des coûts trop élevés. La poursuite des efforts d'harmonisation menés par les autorités en valeurs mobilières des provinces et territoires contribue à renforcer encore davantage la position du Canada.

**TABLEAU 1**

**COÛTS DES ÉMISSIONS INITIALES AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS SELON LA TAILLE – 2004-2006**

Taille de l'émission (Millions de \$ US)	Nombre	Rémunération des courtiers	Autres dispositions	Total des coûts directs	Sous- évaluation
		(%)	(%)	(%)	(%)
<b>Canada</b>					
1,0 – 9,9	102	7,8	6,6	<b>14,4</b>	16,9
10,0 – 49,9	61	6,2	3,7	<b>9,9</b>	3,6
50 – 99,9	19	6,1	1,9	<b>7,9</b>	2,8
100 et plus	15	5,8	1,6	<b>7,4</b>	2,9
<b>États-Unis</b>					
1,0 – 9,9	4	8,2	10,7	<b>18,9</b>	8,9
10 – 49,9	129	7,1	5,4	<b>12,4</b>	5,8
50 – 99,9	153	7,1	3,3	<b>10,3</b>	11,1
100 et plus	312	6,4	1,9	<b>8,3</b>	11,6

Source : Suret et Carpentier

**LE COÛT DU CAPITAL AU CANADA EST L'UN DES PLUS FAIBLES AU MONDE**

Le gouvernement fédéral soutient que la mise en place d'une commission unique permettrait de réduire le coût du capital, notamment pour les petites et moyennes entreprises.

Ce point de vue est difficilement réconciliable avec le fait que plusieurs études<sup>4</sup> ont montré que le coût du capital-action au Canada est déjà parmi les plus faibles au monde. À titre d'exemple, l'étude réalisée par Hail et Leuz (2006) montre que le coût du capital au Canada serait le plus faible après ceux des États-Unis et de la France.

Cette étude montre également qu'un facteur important permettant d'expliquer le faible coût du capital au Canada serait la qualité de l'encadrement (exigences de divulgation, qualité de la réglementation, système légal, etc.). En effet, les données présentées au

Tableau 2 montrent la forte corrélation négative qui existe entre le coût du capital et certains indices mesurant différents aspects de la qualité de l'encadrement.

**TABLEAU 2**  
**RELATION ENTRE LE COÛT DU CAPITAL ET LA QUALITÉ DE LA RÉGLEMENTATION DANS DIVERS PAYS**

Pays	Coût des Capitaux propres (en %)	Indice de la qualité de la divulgation	Indice de la qualité de la réglementation des valeurs mobilières	Indice de la qualité du système légal
États-Unis	10,24	1,0	0,87	1,0
France	10,37	0,75	0,58	0,9
<b>Canada</b>	<b>10,53</b>	<b>0,92</b>	<b>0,91</b>	<b>1,0</b>
Italie	10,61	0,67	0,46	0,83
Royaume-Uni	10,64	0,83	0,73	0,86
Australie	10,72	0,75	0,77	1,0
Belgique	11,00	0,42	0,34	1,0
Nouvelle-Zélande	11,14	0,67	0,48	1,0
Autriche	11,21	0,25	0,18	1,0
Israël	11,41	0,67	0,65	0,48
Hollande	12,75	0,5	0,62	1,0
Finlande	13,40	0,5	0,49	1,0
Inde	14,39	0,92	0,75	0,42
Hong Kong	14,58	0,92	0,81	0,82
Mexico	15,59	0,58	0,35	0,54
Brésil	20,85	0,25	0,39	0,63
Égypte	25,27	0,5	0,34	0,42
<b>Total (moyenne)</b>	<b>12,97</b>	<b>0,65</b>	<b>0,56</b>	<b>0,74</b>

Source : Hail et Leuz (2006)

## 1.2 LOURDEUR ET CONFUSION DE LA RÉGLEMENTATION

Les travaux menés par les commissions et les groupes de travail fédéraux concluent généralement que la réglementation administrée par les provinces est confuse et mal appliquée.

Cette conclusion semble faire abstraction des efforts importants d'harmonisation et de simplification des processus faits par les ACVM au cours des dernières années. De plus, elle est incompatible avec les travaux réalisés par des organismes internationaux tels que l'Organisation de coopération et de développement économique (l'« OCDE »), le Fonds monétaire international (le « FMI ») et la Banque mondiale qui concluent, a contrario, que la réglementation actuelle des valeurs mobilières au Canada est parmi les plus efficaces au monde.

**L'OCDE CLASSE LE CANADA AU 2<sup>E</sup> RANG EN TERMES DE QUALITÉ DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES**

Dans le cadre de son étude intitulée : *Réformes économiques : objectifs croissance 2006*<sup>5</sup>, l'OCDE développe un indice global de la qualité de la réglementation des valeurs mobilières. Cet indice reflète notamment la capacité de faire appliquer les obligations contractuelles, l'accès au crédit, la protection des investisseurs et les procédures en cas de faillites.

Sur cette base, l'OCDE conclut que le Canada se classe au 2<sup>e</sup> rang sur 29 pays en termes de qualité de réglementation des valeurs mobilières devant les États-Unis (4<sup>e</sup>), la Grande-Bretagne (5<sup>e</sup>) et l'Australie (7<sup>e</sup>).

**TABLEAU 3**

**CLASSEMENT DES PAYS SELON L'INDICE DE L'OCDE DE LA QUALITÉ DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES – 2005**

<b>Pays</b>	<b>Rang</b>
Nouvelle-Zélande	1
<b>Canada</b>	<b>2</b>
Norvège	3
États-Unis	4
Grande-Bretagne	5
Japon	6
Australie	7
Irlande	8
Islande	9
Belgique	10

**UNE ÉTUDE DE LA BANQUE MONDIALE CLASSE LE CANADA AU 5<sup>E</sup> RANG EN CE QUI CONCERNE LA PROTECTION DES INVESTISSEURS**

Une étude majeure sur les pratiques d'affaires dans 175 pays, réalisée par la Banque mondiale<sup>6</sup>, place le Canada au 5<sup>e</sup> rang en ce qui concerne la protection des investisseurs, devant les États-Unis (8<sup>e</sup>) et le Royaume-Uni (9<sup>e</sup>).

**TABLEAU 4**

**CLASSEMENT DES PAYS SELON L'INDICE DE QUALITÉ DE LA PROTECTION DES INVESTISSEURS DE L'ÉTUDE DE LA BANQUE MONDIALE – 2007**

<b>Pays</b>	<b>Rang</b>
Nouvelle-Zélande	1
Singapore	2
Hong Kong	3
Malaisie	4
<b>Canada</b>	<b>5</b>
Irlande	6
Israël	7
États-Unis	8
Royaume-Uni	9
Afrique du Sud	10

Pour évaluer le degré de protection des investisseurs, l'étude tient compte de l'information fournie aux investisseurs, du degré de responsabilité des dirigeants et de la facilité avec laquelle les gestionnaires peuvent tenter un recours en cas de litige.

**LE FMI DRESSE UN PORTRAIT TRÈS POSITIF DU RÉGIME D'ENCADREMENT ET DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA**

Dans le cadre de son Programme d'évaluation du secteur financier<sup>7</sup>, le FMI a réalisé à l'automne 2007 une mission au Québec et en Ontario.

Le rapport de la mission d'étude dresse un bilan positif du régime d'encadrement des valeurs mobilières. Le rapport conclut notamment que :

- ❑ le système financier canadien est mûr, évolué et bien géré;
- ❑ le Canada a établi un système de réglementation et de contrôle très efficace et virtuellement unifié;
- ❑ le système de réglementation des marchés des valeurs mobilières présente un degré élevé de mise en œuvre des principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l' « OICV »);
- ❑ dans les provinces principales, du moins, les autorités de réglementation indépendantes et autofinancées disposent de ressources suffisantes et d'effectifs compétents et sont clairement responsables devant le gouvernement;

- ❑ l'encadrement des émetteurs, des organismes d'autoréglementation, des intermédiaires de marché et des marchés secondaires est solide;
- ❑ la création des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») a permis d'améliorer considérablement le système de réglementation, notamment par la mise en œuvre prochaine du Passeport;
- ❑ sous l'égide des ACVM, la coordination des treize autorités de réglementation a progressé considérablement;
- ❑ le secteur des émetteurs, des organismes de placement collectif et des personnes inscrites est celui au sein duquel le plus de progrès a été accompli en matière de coordination et d'harmonisation;
- ❑ les mesures d'application de la loi ont connu des changements positifs au cours des dernières années;
- ❑ le Passeport, actuellement en cours de mise en œuvre, rationalisera davantage le système de réglementation des émetteurs, des organismes de placement collectif et des intermédiaires de marché.

Paradoxalement, malgré ce constat très positif, le FMI a pris position en faveur de la création d'une commission unique en valeurs mobilières par opposition au Passeport alors en développement. Ce faisant, le FMI s'est prononcé sur une structure hypothétique, ce qui constitue un écart par rapport aux pratiques habituelles de cet organisme.

### **1.3 LENTEUR DES RÉFORMES EN RAISON DE LA DIFFICULTÉ DE CONCERTATION**

Du point de vue fédéral, la présence de treize autorités réglementaires entraîne des difficultés de concertation qui ont pour effet de ralentir les réformes nécessaires et l'efficacité de la réglementation.

Ce point de vue ignore la structure de coordination élaborée et efficace que se sont données les autorités réglementaires des provinces et des territoires dans le cadre de la création des ACVM. Celles-ci constituent un forum permanent ayant pour mission de doter le Canada d'un cadre réglementaire qui protège les investisseurs contre les

pratiques déloyales et frauduleuses, tout en favorisant l'équité et l'efficacité des marchés financiers.

Ce forum est dirigé par un président et un vice-président qui sont élus pour une période de deux ans. Cet organisme possède également un secrétariat permanent qui assure la stabilité institutionnelle et qui coordonne les initiatives réglementaires réalisées par plusieurs comités. Les travaux réglementaires des ACVM sont supervisés par le comité de coordination des politiques. Ce comité agit comme forum décisionnel et formule des recommandations aux membres. Les ACVM ont également mis en place plusieurs comités permanents et ad hoc qui examinent les problèmes liés à la réglementation et à son application.

Un avantage important des ACVM est le contreponds et l'arbitrage constants que cette structure impose entre les points de vue des participants.

#### **DEPUIS PLUS DE DIX ANS, LES ACVM ONT ACCOMPLI UN TRAVAIL ÉNORME EN CE QUI A TRAIT À L'HARMONISATION DES SYSTÈMES**

Depuis plus d'une décennie, les ACVM ont mis en place plusieurs systèmes et processus pancanadiens qui ont graduellement permis de mettre en commun de nombreuses tâches qui étaient auparavant assumées localement.

##### **— *Le Système électronique de données, d'analyse et de recherches (SEDAR)***

Lancé le 1<sup>er</sup> janvier 1997, SEDAR permet de déposer en un seul endroit les documents exigés par les différentes autorités (prospectus, états financiers, etc.). La mise en place de ce système a réduit de beaucoup le fardeau administratif des émetteurs assujettis. Avant la mise en place de SEDAR, ces derniers devaient acheminer à chacune des juridictions concernées tous les documents pour se conformer aux exigences réglementaires. Ce système facilite également la vie du public investisseur lorsque vient le temps d'obtenir de l'information sur les émetteurs.

##### **— *Le Système électronique de déclaration des initiés (SEDI)***

SEDI permet aux initiés de transmettre électroniquement leurs déclarations une seule fois. Les déclarations transmises sont automatiquement reçues par chacune des juridictions canadiennes. Le public investisseur bénéficie ainsi d'un accès beaucoup plus rapide à l'information et les autorités peuvent mieux surveiller le respect des exigences liées aux déclarations.

— ***La Base de données nationale d'inscription (BDNI)***

La BDNI est un site Internet transactionnel pancanadien. Elle permet à l'industrie des valeurs mobilières et aux régulateurs de traiter électroniquement les diverses demandes relatives à l'inscription. La BDNI accélère énormément le processus d'inscription en permettant aux régulateurs de traiter les demandes simultanément. Elle est également l'instrument qui permet de rendre opérationnel le Régime d'inscription canadien (le « RIC »).

— ***Le Régime d'inscription canadien (RIC)***

Le RIC est un processus qui permet aux sociétés ou aux personnes physiques pratiquant le commerce des valeurs mobilières de s'inscrire dans toutes les juridictions canadiennes souhaitées, à la condition de respecter les règles de qualité requises par leur autorité principale. Le RIC repose donc sur la confiance mutuelle entre le régulateur principal et les régulateurs secondaires pour l'acceptation d'une demande. Ce processus simplifie grandement le processus d'inscription puisqu'il n'est pas nécessaire de présenter une demande d'inscription dans chacune des juridictions où une entreprise désire faire affaire.

— ***Le Régime d'examen concerté (REC)***

Le REC est un processus qui définit des principes d'examen concerté au niveau des ACVM. Ces principes s'appliquent à l'examen des demandes de dispenses, aux prospectus et aux notices annuelles. Par le biais du REC, le demandeur dépose ses documents auprès de chacune des autorités en valeurs mobilières où il souhaite obtenir une décision ou un visa. Le demandeur ne traite toutefois qu'avec une seule autorité (son régulateur principal). À la fin du processus, le régulateur principal émet un document confirmant la décision de toutes les autorités (principale et secondaires) qui ont confirmé leur accord à la décision. Tout comme dans le cas du RIC, le REC se base sur des règles de confiance mutuelle entre le régulateur principal et les régulateurs secondaires.

Encore ici, le REC simplifie grandement la vie des participants de l'industrie en leur permettant de traiter avec un seul régulateur.

— ***Le Régime de passeport (Passeport)***

Au cours des dix dernières années, la mise en place et l'application des systèmes et processus décrits précédemment permettent aujourd'hui aux ACVM de concrétiser la mise en place du Passeport. Ce régime constitue donc l'aboutissement des travaux d'harmonisation réglementaire et de mise en place de systèmes pancanadiens par les ACVM.

Le Passeport, basé sur la reconnaissance mutuelle des autres régulateurs, remplace le concept de confiance mutuelle (comme dans les cas du RIC et du REC). Lorsque le régulateur principal prend une décision, celle-ci est réputée prise par les autres régulateurs sans qu'ils aient à intervenir.

Le Passeport remplace le REC et s'applique déjà à l'information continue, aux prospectus et aux dispenses discrétionnaires depuis le 17 mars 2008. Il s'appliquera aux activités d'inscription et remplacera le RIC dans toutes les juridictions, sauf l'Ontario, lorsque les dispositions relatives à l'inscription (Règlement 31-103) entreront en vigueur en 2009. L'Ontario bénéficiera néanmoins du Passeport puisqu'en vertu du mode d'intervention retenu pour tenir compte de sa non-participation, les participants aux marchés dans cette province bénéficieront d'un accès direct aux autres juridictions.

Pour l'essentiel, avec l'implantation du Passeport, les participants disposent d'un guichet unique d'entrée sur les marchés financiers canadiens. À cette fin, les participants ne traitent qu'avec une seule autorité en valeurs mobilières pour leur entrée au marché, tout en ayant à respecter une législation complètement harmonisée. Les ACVM font donc la preuve qu'une structure décentralisée ne constitue aucunement un frein à la coordination et à l'efficacité, tout en assurant la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés.

## LE RÉGIME DE PASSEPORT

Le 30 septembre 2004, les ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières de toutes les provinces et territoires du Canada, sauf l'Ontario, ont signé un protocole d'entente en vertu duquel ils s'engageaient à instituer un passeport dans certains domaines de la réglementation des valeurs mobilières.

Le 17 mars dernier, le *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* pour les émetteurs est entré en vigueur dans tous les territoires sauf l'Ontario. Des modifications au Règlement 11-102 seront publiées pour consultation à la mi-juillet 2008 pour donner effet au passeport de l'inscription.

Le Passeport permet aux émetteurs et, une fois les modifications au Règlement 11-102 en vigueur, permettra également aux courtiers et aux conseillers, d'accéder aux marchés dans tout le Canada en ne traitant qu'avec leur autorité principale et en ne se conformant qu'à des dispositions législatives harmonisées. Ainsi :

- ❑ L'émetteur qui est assujéti dans plusieurs territoires du Canada :
  - ne devra se conformer qu'aux obligations d'information continue harmonisées;
  - jouira du maintien des dispenses des obligations d'information continue obtenues en vertu du *Règlement 11-101 sur le régime de l'autorité principale* (phase 1 du Passeport).
- ❑ L'émetteur qui dépose un prospectus dans plusieurs territoires du Canada :
  - ne devra se conformer qu'aux obligations de prospectus harmonisées;
  - verra son prospectus soumis à l'examen d'une seule autorité en valeurs mobilières, à savoir son autorité principale;
  - ne devra faire viser son prospectus que par son autorité principale;
  - verra son prospectus automatiquement réputé visé dans chacun des autres territoires concernés à la suite de la décision de son autorité principale.
- ❑ Le participant aux marchés qui a besoin d'une dispense discrétionnaire dans plusieurs territoires du Canada :
  - ne déposera sa demande que dans son territoire principal;
  - ne verra sa demande soumise qu'à l'examen de son autorité principale;
  - ne devra obtenir la décision que de son autorité principale;
  - sera automatiquement dispensé des dispositions équivalentes dans chacun des autres territoires concernés à la suite de la décision de son autorité principale.
- ❑ Par ailleurs, à la suite de l'entrée en vigueur concomitante du *Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription* et des modifications au Règlement 11-102, qui est prévue au printemps 2009, la société ou la personne physique qui est inscrite dans une catégorie de courtier ou de conseiller dans son territoire d'origine et demande à s'inscrire dans la même catégorie dans un autre territoire sous le Passeport :
  - ne présentera qu'une seule demande;
  - soumettra sa demande à l'examen de son autorité principale;
  - sera inscrite automatiquement dans l'autre territoire lorsque, dans le cas de la personne physique, elle présente sa demande ou, dans le cas de la société, la réception de sa demande est confirmée.

Le gouvernement de l'Ontario n'a pas adopté le Règlement 11-102 et, par conséquent, des modes d'interaction ont été développés pour rendre la réglementation efficace dans les circonstances pour tous les participants.

## **DES EFFORTS DE SIMPLIFICATION RÉGLEMENTAIRE IMPORTANTS**

Les travaux d'harmonisation et de simplification réalisés par les ACVM au cours des dernières années n'ont pas porté que sur les systèmes et processus. Des efforts importants ont également été consacrés à l'harmonisation réglementaire. En effet, depuis 1997, 45 règlements canadiens et 44 instructions générales ont été approuvés et mis en place par les gouvernements.

Ces instruments concernent des aspects-clés de la réglementation des valeurs mobilières tels que les exigences relatives aux prospectus, la réglementation des fonds, la réglementation des offres d'achat, les dispenses de prospectus et d'inscription, les exigences d'information continue, etc. La liste complète de ces règlements et de ces instructions se trouve en annexe du présent document.

Le travail réglementaire important réalisé par les ACVM a donc permis de simplifier grandement la tâche des entreprises œuvrant dans le domaine des valeurs mobilières.

Globalement, les ACVM représentent donc une structure de coordination efficace qui assure une discussion, une analyse et un suivi des enjeux liés aux valeurs mobilières qui émergent dans les diverses juridictions canadiennes. Le travail des ACVM est renforcé par la présence du Conseil provincial-territorial des ministres en valeurs mobilières qui en établit les grandes orientations.

### **1.4 CONTRAINTES À LA RÉPRESSION DES FRAUDES EN VALEURS MOBILIÈRES**

Les tenants de la commission unique soutiennent qu'un organisme centralisé permettrait de mieux coordonner les efforts de répression des fraudes en matière de valeurs mobilières. Cette conclusion est souvent appuyée par les bons résultats obtenus aux États-Unis en cette matière. À cet égard, des nuances importantes s'imposent.

## **LA RÉPRESSION DES FRAUDES EN VALEURS MOBILIÈRES N'EST PAS SEULEMENT L'AFFAIRE DES AUTORITÉS EN VALEURS MOBILIÈRES**

La répression des fraudes en valeurs mobilières n'est pas la responsabilité unique des autorités de réglementation en valeurs mobilières. En fait, les autorités n'en sont qu'une composante. Ce sont les efforts concertés de l'ensemble des intervenants, à savoir les régulateurs, les organismes d'autoréglementation, les divers corps policiers et les procureurs généraux, qui rendent efficace la répression des fraudes en valeurs mobilières. Les critiques à l'égard de la répression de ces fraudes au Canada ne doivent donc pas viser uniquement les organismes de réglementation, mais l'ensemble des intervenants chargés de l'application des lois.

## **LES SUCCÈS OBTENUS AUX ÉTATS-UNIS EN MATIÈRE DE RÉPRESSION DES FRAUDES EN VALEURS MOBILIÈRES REFLÈTENT L'INTERVENTION DE LA JUSTICE CRIMINELLE**

Les critiques concernant l'efficacité de la répression des fraudes en valeurs mobilières au Canada mettent souvent en lumière la répression « efficace » qui se ferait aux États-Unis. À cet égard, il faut comprendre que c'est essentiellement l'application de la justice criminelle qui distingue les États-Unis du Canada.

En effet, la plupart des cas américains utilisés pour illustrer l'efficacité de la répression aux États-Unis ne sont pas de nature réglementaire, mais plutôt de nature criminelle sous la juridiction du US Justice Department ou des procureurs généraux des États. Le fait que la lutte aux infractions en valeurs mobilières soit moins significative au Canada peut s'expliquer par le fait que :

- ❑ les tribunaux canadiens imposent généralement des sanctions moins importantes que les tribunaux américains, reflétant ainsi des différences culturelles sur le plan social et juridique;
- ❑ notre système criminel n'attache pas autant d'importance aux crimes économiques comparativement aux crimes violents que le système criminel américain;
- ❑ les équipes d'enquêtes criminelles au Canada disposent de pouvoirs plus limités, notamment à l'égard de pouvoirs d'assignation à fournir une déclaration dans le cadre d'une enquête et en matière d'échange d'information avec les organismes de réglementation des valeurs mobilières;

- ❑ les ressources affectées à la lutte aux crimes économiques sont moins importantes;
- ❑ certaines dispositions du Code criminel en matière de crimes économiques rendent très difficile la démonstration du fardeau de la preuve.

Ce dernier élément peut être illustré par l'exemple des délits d'initiés.

Le Code criminel mentionne que la personne est passible de dix ans d'emprisonnement lorsqu'elle *utilise sciemment* des renseignements confidentiels dans le cadre d'une transaction pour faire un gain ou éviter une perte. Il faut alors prouver que la personne a effectué cette transaction dans ces buts plutôt que dans le cadre de la conduite normale de ses affaires. Cette preuve est évidemment très difficile à faire compte tenu de la multitude de facteurs qui peuvent justifier une transaction à un moment donné dans le temps.

Cet exemple illustre pourquoi les experts s'entendent pour dire qu'en vertu des dispositions actuelles du Code criminel, il existe des obstacles quasi insurmontables à la conduite des enquêtes qui empêchent les équipes intégrées d'application de la loi dans les marchés d'assurer pleinement leur rôle. À cet égard, Michael Watson, directeur du groupe de l'application de la loi à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, indiquait dans le cadre des travaux du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce :

*« Depuis que je travaille à l'application de la loi dans le secteur des valeurs mobilières, je ne me rappelle, dans toutes ces années, que d'un cas sur lequel nous avons enquêté où je soupçonne que nous aurions probablement pu prouver qu'une personne avait utilisé sciemment les renseignements<sup>8</sup> ».*

**LA DIFFICULTÉ DE FAIRE LA PREUVE EN MATIÈRE CRIMINELLE NE SERA PAS CHANGÉE PAR LA CRÉATION D'UN RÉGULATEUR UNIQUE**

La présence d'un régulateur unique ne changerait absolument rien à la difficulté de conduire des enquêtes et d'obtenir des condamnations en vertu des dispositions du Code criminel.

Par ailleurs, l'expérience dans d'autres juridictions montre que la présence d'une commission unique n'est pas une garantie d'absence de fraudes en valeurs mobilières. En effet, des fraudes telles que Worldcom, Enron et Tyco aux États-Unis<sup>9</sup>, Parmalat en Italie ou ADDECCO en Suisse sont toutes survenues dans des pays où les entreprises étaient encadrées par un régulateur unique.

### **1.5 GLOBALISATION DES MARCHÉS ET NÉCESSITÉ POUR LE CANADA DE PARLER D'UNE SEULE VOIX**

Pour les défenseurs de la commission unique, il est essentiel que dans le contexte de la mondialisation des échanges, le Canada puisse parler d'une seule voix au plan international. Encore une fois, cet argument ne résiste pas à l'analyse.

#### **LE CANADA EST PRÉSENTEMENT BIEN REPRÉSENTÉ DANS LES FORUMS INTERNATIONAUX**

En raison de la participation des organismes de réglementation provinciaux, le Canada bénéficie de plusieurs sièges dans les forums internationaux.

En effet, les organismes de réglementation des provinces participent activement aux travaux de l'OICV.

- ❑ L'Ontario et le Québec participent aux travaux des cinq comités permanents qui œuvrent sous l'égide du Comité technique de l'OICV dont ils sont tous les deux membres.
- ❑ Le Québec préside actuellement le Monitoring Group, le groupe de surveillance de l'Accord multilatéral de l'OICV, qui est responsable du suivi de l'utilisation de l'Accord multilatéral portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'information (le « MmoU »).
- ❑ La Colombie-Britannique participe avec l'Ontario et le Québec au Screening Group qui est responsable de l'étude des candidatures à l'adhésion au MMoU.
- ❑ L'Ontario préside actuellement le Task Force on Corporate Governance qui a la responsabilité d'examiner les problématiques en matière de gouvernance à la suite des scandales qui ont eu lieu au cours des dernières années.

Toutes les provinces participent aux activités du North American Securities Administrators Association (la « NASAA »), principalement celles relatives à la répression des fraudes en valeurs mobilières. Rappelons que la NASAA est une organisation qui regroupe l'ensemble des régulateurs de valeurs mobilières en Amérique.

L'Ontario, la Colombie-Britannique, l'Alberta, le Québec et le Nouveau-Brunswick sont membres du Council of Securities Regulators of the Americas.

De plus, la coordination qui s'opère dans le cadre des travaux des ACVM permet aux organismes de réglementation provinciaux qui participent aux forums internationaux de défendre des positions harmonisées. Ces positions sont également discutées dans le cadre du forum des Responsables des agences de réglementation (Heads of Regulatory Agencies) qui regroupe les dirigeants des quatre principales agences d'encadrement des valeurs mobilières au Canada, de la Banque du Canada, du Bureau du surintendant des institutions financières (le « BSIF ») et du ministère des Finances du Canada.

**LES TRAVAUX AVEC LA SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION SUR LA RECONNAISSANCE MUTUELLE MONTRENT QU'IL N'EST PAS NÉCESSAIRE D'AVOIR UN RÉGULATEUR UNIQUE POUR FAIRE AVANCER LES INTÉRÊTS DU CANADA AU PLAN INTERNATIONAL**

Le 24 mars dernier, la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») annonçait formellement son intention d'entreprendre des démarches auprès de certaines juridictions disposant d'un encadrement réglementaire de haute qualité, dont le Canada, en vue de mettre en place un régime de reconnaissance mutuelle. Les ACVM se sont montrées favorables à la proposition de la SEC et ont amorcé des discussions informelles avec les représentants de cet organisme.

Cela prouve qu'au plan international, un organisme aussi réputé que la SEC est prêt à discuter avec les ACVM sur des sujets de portée internationale. À cet égard, une commission unique des valeurs mobilières n'est donc pas nécessaire.

## **2. LA MISE EN PLACE D'UNE COMMISSION UNIQUE : UN CHANGEMENT DE STRUCTURE INUTILE**

La section précédente a permis de montrer que les critiques invoquées par le gouvernement fédéral à l'égard de l'encadrement des valeurs mobilières au Canada par les autorités provinciales et territoriales sont sans fondements. Ainsi, les changements de structure qu'il propose afin de remédier aux lacunes du système qu'il invoque, notamment l'adoption d'une loi commune et la mise en place d'une commission unique, apparaissent totalement inutiles.

Cela étant dit, il convient de compléter l'analyse et d'examiner d'autres enjeux que soulèveraient l'adoption d'une loi fédérale et la mise en place d'une commission unique, notamment la constitutionnalité de l'approche fédérale, la capacité de répondre aux besoins spécifiques des régions, les implications sur les coûts directs de la réglementation et les enjeux liés à une éventuelle transition vers un nouveau modèle d'encadrement.

À ces égards, l'Autorité souhaite faire valoir que :

- ❑ Les tribunaux ont maintes fois confirmé la compétence constitutionnelle des provinces à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières. Pour sa part, la compétence fédérale n'a jamais été établie. Dans ce contexte, une éventuelle décision d'aller de l'avant avec une loi commune pourrait amener certaines provinces, des entreprises ou des individus à contester devant les tribunaux la légalité du projet fédéral, ce qui risquerait d'avoir pour effet de créer une turbulence juridique qui serait défavorable au développement de l'Industrie.
- ❑ Par ailleurs, compte tenu de la faible taille des entreprises, de leur diversité sur une base régionale et du caractère fortement local de leur financement, l'encadrement actuel est clairement le meilleur étant donné qu'il implique la présence de régulateurs provinciaux et territoriaux qui sont en mesure d'identifier et de répondre aux besoins spécifiques des entreprises dans chaque juridiction, tout en recherchant une harmonisation de leur réglementation et de leurs processus.

À l'inverse, l'adoption d'une loi commune et la mise en place d'une commission unique constitueraient une structure d'encadrement qui serait potentiellement moins sensible aux préoccupations des entreprises dans certaines juridictions. En effet, dans le cadre d'une loi commune, les modifications réglementaires seraient adoptées, dans le meilleur des cas, en fonction de la règle de la majorité. Ainsi, une

province pourrait donc devoir se conformer à une réglementation contraire à l'intérêt de ses entreprises.

- ❑ Les économies estimées en termes de coûts pourraient être nettement plus faibles qu'envisagées par certaines études, voire inexistantes. Ces économies ne seraient possibles qu'en diminuant de manière importante la présence des autorités de réglementation au niveau régional. De plus, plusieurs facteurs qui limiteraient, voire élimineraient, les économies identifiées ne sont pas pris en compte.
- ❑ La transition vers la mise en application éventuelle d'une loi commune et la mise en place d'une commission unique serait certainement coûteuse, longue et difficile. Il serait irresponsable d'imposer à l'industrie un tel changement de structure sans, au préalable, faire la démonstration claire qu'il en découle des bénéfices significatifs à long terme. Or, de toute évidence, cette démonstration reste à faire.

## **2.1 LES ASSISES CONSTITUTIONNELLES DU PROJET FÉDÉRAL SONT TRÈS FAIBLES**

La compétence des provinces de réglementer le domaine des valeurs mobilières au Canada a été reconnue à maintes reprises par les cours de justice. Quant à la compétence du gouvernement fédéral de réglementer de façon générale cette industrie, elle n'a jamais été reconnue par les tribunaux.

Les travaux réalisés à l'initiative du gouvernement fédéral, notamment ceux du Comité des personnes averties et du Groupe Crawford, ont principalement invoqué la compétence fédérale en matière d'échanges et de commerce (article 91(2) de la Constitution) afin de justifier la capacité fédérale d'adopter une législation permettant la réglementation de l'ensemble du domaine des valeurs mobilières.

Or, la démonstration reste clairement à faire que l'article 91(2) de la Constitution pourrait constituer une assise adéquate à une législation fédérale.

- ❑ La Cour suprême a réitéré à plusieurs reprises qu'une loi adoptée par le gouvernement fédéral en vertu du volet de la compétence générale de l'article 91(2) ne doit pas se limiter à un secteur d'activité ou à une industrie en particulier. Or, il est clair que l'industrie des valeurs mobilières constitue un secteur particulier de l'économie.

- L'incapacité des provinces de réglementer le domaine des valeurs mobilières doit être démontrée. Or, cette démonstration semble impossible à faire. En effet, les provinces et les territoires encadrent le domaine des valeurs mobilières depuis plus de 30 ans. De plus, tel qu'il est indiqué précédemment, des organismes internationaux réputés tels l'OCDE, le FMI et la Banque mondiale considèrent que la réglementation canadienne des valeurs mobilières est l'une des plus efficaces au monde.
  
- Finalement, en plus d'invoquer le volet général de l'article 91(2), le gouvernement fédéral cite le volet se rapportant au commerce interprovincial et international. Dans ce contexte, le gouvernement fédéral ne pourrait s'appuyer que sur les aspects interprovinciaux et internationaux des valeurs mobilières. Or, les lois provinciales existantes ont été jugées valides à de nombreuses reprises en raison de leur dimension interprovinciale, ce qui laisse peu de place à une législation fédérale fondée sur les aspects essentiellement interprovinciaux ou internationaux de l'encadrement des valeurs mobilières.

Cela étant dit, une éventuelle décision fédérale de légiférer dans le but de mettre en place une réglementation complète des valeurs mobilières dans le cadre d'une loi commune est susceptible d'amener certaines provinces à contester devant les tribunaux la légitimité de cette initiative. L'incertitude quant à l'issue de ces recours et, éventuellement, quant à l'avenir de l'encadrement des valeurs mobilières, créerait un environnement peu propice au développement de cette industrie.

Finalement, il convient de rappeler qu'au Québec les trois partis politiques représentés à l'Assemblée nationale se sont tous prononcés en faveur du maintien du système actuel.

## **2.2 UN RISQUE POUR LES ENTREPRISES EN RÉGION**

Les activités de financement des entreprises au Canada présentent des caractéristiques particulières.

- La taille des opérations initiales de financement est très faible (produit brut médian de moins de 1 million de dollars entre 1986 et 2006 contre près de 100 millions de dollars aux États-Unis).
  
- La taille des émetteurs est également très faible (avoir médian des actionnaires de 300 000 \$ avant l'émission).

- ❑ Le marché canadien des émissions initiales se caractérise par une très forte activité des émetteurs liés aux ressources.
- ❑ L'Ontario regroupe une partie importante des émissions initiales effectuées par des entreprises œuvrant dans les services financiers (où la taille des émissions est plus importante) et les technologies. De même, une partie importante des émissions au Québec proviennent d'entreprises œuvrant dans le domaine des technologies et des produits pharmaceutiques.
- ❑ Les émissions s'adressent souvent aux marchés locaux. En effet, en grande partie, les émissions initiales sont de petite taille et n'impliquent qu'un nombre très limité d'autorités des valeurs mobilières.

En bref, le marché canadien est composé principalement de petites entreprises fortement concentrées dans le domaine des ressources naturelles, qui présentent des divergences régionales importantes et qui se financent principalement sur le marché local.

Dans ce contexte, il convient de se demander si une loi commune et une commission unique offriraient un encadrement permettant de répondre à la diversité des besoins des entreprises et, ultimement, de favoriser l'investissement et la croissance économique dans toutes les régions du Canada. Spécifiquement, il est permis de se demander qui aurait défendu les intérêts du Québec dans le dossier de la fusion de la Bourse de Montréal avec la Bourse de Toronto.

Notons que les travaux des groupes de travail fédéraux ont proposé que la loi commune ne puisse être modifiée que par une majorité de provinces représentant une majorité de la population canadienne (Comité des personnes averties) ou par l'accord des législatures des deux tiers des administrations participantes (Groupe Crawford). Ainsi, dans l'éventualité où l'un ou l'autre de ces modèles de gouvernance était mis en application, les entreprises du Québec ou d'une autre juridiction pourraient voir leur capacité d'accès au financement limitée parce que leur réalité ne rejoint pas celle d'une majorité de provinces.

À cet égard, le Passeport permet de mieux concilier les intérêts des émetteurs sur les marchés locaux avec la nécessité d'assurer un degré élevé d'harmonisation des processus et des règles dans l'ensemble du Canada. En effet, même si chaque juridiction reconnaît et participe à l'exercice d'harmonisation de la réglementation, elle conserve la possibilité de maintenir des règles locales en fonction des réalités de ses entreprises.

Également, la présence de plusieurs régulateurs indépendants agissant en fonction de préoccupations locales peut, dans une perspective pancanadienne, contribuer à stimuler l'innovation et créer une compétition qui favorise l'identification et l'adoption généralisée des meilleures règles. À titre d'exemple, la mise en place des Sociétés de capital de démarrage en Alberta ou du Régime d'épargne-action au Québec sont des initiatives qui ont vu le jour en réponse à des préoccupations locales et qui ont été copiées par d'autres provinces.

### **2.3 DES ÉCONOMIES DE COÛTS QUI RESTENT À DÉMONTRER**

Il convient de se demander si la mise en place d'une commission unique permettrait de réduire les coûts directs de la réglementation au Canada et de créer une sorte d'avantage compétitif.

À notre connaissance, la seule étude qui a examiné en détail la réduction des coûts qui pourraient découler de la mise en place d'une commission unique est celle de Charles River Associates Canada Ltd (CRAC)<sup>10</sup> réalisée pour le compte du Comité des personnes averties.

Cette étude conclut qu'en 2002, la mise en place d'une commission unique aurait entraîné une réduction de 32 % (40,1 millions de dollars) des coûts d'opération de l'ensemble des organismes de réglementation au Canada, ces derniers diminuant de 128,2 à 88,1 millions de dollars. Ces économies proviendraient essentiellement de la réalisation d'économies d'échelle dans le développement et l'administration de la réglementation. Notons que, dans cette étude, les treize organismes de réglementation sont remplacés par un siège social, situé en Ontario, et quatre bureaux régionaux en Alberta, en Colombie-Britannique, au Québec et dans les provinces maritimes.

Plusieurs raisons nous amènent à croire que ces économies de coûts sont fortement surévaluées.

- ❑ L'étude présente plusieurs lacunes sur le plan technique, notamment à l'égard des données et de la méthodologie utilisées.
- ❑ Selon l'étude, le budget du bureau de la commission unique au Québec n'aurait été que de 4,6 millions de dollars alors que le budget de la Commission des valeurs mobilières du Québec en 2002 était de 28,2 millions de dollars. Le modèle envisagé revenait essentiellement à faire disparaître les activités d'encadrement des valeurs mobilières au Québec, ce qui n'est ni souhaitable, ni réaliste.
- ❑ Considérant les limites constitutionnelles, l'étude ignore les coûts additionnels associés à la présence d'un 14<sup>e</sup> régulateur, le gouvernement fédéral.
- ❑ La mise en place de la commission unique nécessitera une harmonisation des conditions de travail. L'expérience a souvent montré que ce genre d'harmonisation se fait « au plus haut commun dénominateur ». De plus, l'expérience montre également qu'il est très difficile, du moins à court terme, de réaliser les économies potentielles en raison des rigidités associées notamment à la présence de contrats de travail.
- ❑ L'étude ne tient pas compte des coûts associés à la transition vers le nouveau modèle.

#### **2.4 UNE TRANSITION QUI POURRAIT COMPORTER DES COÛTS ET DES IMPACTS IMPORTANTS**

Une discussion détaillée des enjeux de transition vers une éventuelle commission unique des valeurs mobilières est évidemment prématurée. Toutefois, il est clair que les coûts et les autres impacts pour l'industrie associés à cette transition seraient très importants (redéploiement de l'expertise et des équipes, harmonisation des conventions collectives, arrimage des systèmes informatiques, réorganisation du service à la clientèle, réponse aux demandes de l'industrie, etc.).

L'Autorité considère qu'il serait irresponsable d'imposer à l'industrie un tel changement de structure compte tenu des incertitudes et des coûts associés sans, au préalable, faire la démonstration claire qu'il en découlera éventuellement des bénéfices significatifs. Or, de toute évidence, cette démonstration reste à faire.

### **3. LE DÉVELOPPEMENT D'UNE RÉGLEMENTATION DAVANTAGE BASÉE SUR DES PRINCIPES NE REQUIERT PAS LA MISE EN PLACE D'UNE COMMISSION UNIQUE<sup>11</sup>**

Dans son document de consultation, le Groupe soulève la pertinence d'adopter au Canada une réglementation des valeurs mobilières davantage fondée sur des principes. On y note d'ailleurs un penchant favorable pour cette approche.

L'intérêt du Groupe pour cette question s'inscrit dans la foulée des travaux menés antérieurement par d'autres comités d'experts. En effet, en 2006, le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières de l'ACCOVAM recommandait « que la réglementation canadienne des valeurs mobilières soit fondée sur des principes réglementaires énoncés clairement qui n'ont pas besoin d'un ensemble détaillé de règles interventionnistes pour être bien appliqués<sup>12</sup> ». En 2007, le Groupe Crawford concluait que l'approche fondée sur des principes contribuerait à accroître la compétitivité du marché des capitaux canadien<sup>13</sup>.

Récemment, le ministre fédéral des Finances, l'honorable Jim Flaherty, a également exprimé publiquement son désir de voir la mise en place au Canada d'une réglementation des valeurs mobilières basée sur des principes. Il a d'ailleurs confié au Groupe le mandat de rédiger une loi commune des valeurs mobilières s'inspirant de cette approche.

Sur la question de la réglementation basée sur des principes, l'Autorité souhaite faire valoir les points suivants :

- Les autorités de réglementation des valeurs mobilières au Canada reconnaissent les avantages que la réglementation basée sur des principes peut présenter dans certaines circonstances. D'ailleurs, des volets importants de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et au Québec sont déjà basés sur des principes.
- La réglementation des valeurs mobilières a pour objectif général d'assurer à la fois le bon fonctionnement du marché et la protection des investisseurs. La meilleure façon d'atteindre pleinement ces objectifs est d'utiliser une combinaison appropriée de règles et de principes. En fait, il est impossible de conclure sans faire de liens avec les objectifs recherchés par le régulateur qu'un modèle réglementaire est supérieur à l'autre.

- L'expérience du Royaume-Uni à l'égard de la réglementation basée sur des principes, notamment l'expérience de l'Alternative Investment Market (l'« AIM ») doit être utilisée avec prudence. Plusieurs facteurs au-delà d'un encadrement réglementaire basé sur des principes peuvent expliquer la forte croissance de cette place boursière. De plus, il faut faire preuve de prudence avant de qualifier de supérieure une approche réglementaire dont l'application s'échelonne sur un nombre limité d'années.
  
- Lorsque nécessaire, la mise en place au Canada d'une réglementation des valeurs mobilières davantage basée sur des principes ne nécessiterait d'aucune façon la mise en place d'une commission unique. L'atteinte de cet objectif, lorsque jugée souhaitable, peut très bien se faire dans le cadre des travaux du Conseil provincial-territorial des ministres responsables des valeurs mobilières et des ACVM.

### **3.1 L'ENCADREMENT DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA : UN AMALGAME DE RÈGLES ET DE PRINCIPES**

L'appel fédéral pour un encadrement des valeurs mobilières basé sur des principes donne l'impression que la réglementation canadienne ne fait présentement que peu de place à cette forme d'encadrement. Or, la réalité est que des aspects importants de la réglementation utilisent cette approche.

Par exemple, sur le marché primaire, l'obligation de divulguer tous les faits importants dans le prospectus et celle de rédiger le prospectus pour qu'il soit « facile à lire » pour tout investisseur, sont des obligations formulées sous forme de principes. Quant à la réglementation de l'appel public à l'épargne, elle adopte une approche fondée sur des règles pour régir le champ d'application et le processus d'émission et de commercialisation des titres. C'est également le cas pour les obligations de divulgation fixant le contenu du prospectus.

Sur le marché secondaire, les dispositions du régime d'information continue exigeant la divulgation immédiate de tout changement important par tout émetteur assujéti, sont édictées sous forme de principes. En parallèle, des règles sont édictées pour encadrer l'information périodique, c'est-à-dire les états financiers et les rapports de gestion intermédiaires et annuels, les déclarations d'initiés et la sollicitation des procurations.

Le régime des offres publiques est encadré par des règlements ayant à la fois recours à des principes et des règles pour fixer le champ d'application, le déroulement de l'opération, les normes de conduite des intervenants, ainsi que les obligations de divulgation.

En matière de gouvernance d'entreprise, nous remarquons, d'une part, des prescriptions formulées sous la forme de règles en ce qui concerne le comité de vérification et les attestations. D'autre part, l'encadrement des pratiques de gouvernance est fondé sur des principes puisque la réglementation exige uniquement que les émetteurs divulguent leurs pratiques de gouvernance en regard des pratiques exemplaires proposées par les ACVM.

Des pans importants de l'important projet de Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription, notamment les dispositions relatives à l'obligation de s'inscrire (« business trigger »), la conduite des affaires et la gestion des conflits, reflètent une approche basée sur des principes. D'autres aspects, telles les exigences en matière de compétence, sont plutôt basés sur des règles.

Au Québec, la *Loi sur les instruments dérivés* votée par l'Assemblée nationale en juin 2008 est essentiellement fondée sur des principes. Plus généralement, il est important de souligner que la rédaction de la législation québécoise en matière de valeurs mobilières a traditionnellement reflété l'influence du Code civil qui partage plusieurs des caractéristiques de l'approche fondée sur des principes.

En bref, les exemples précédents démontrent que la réglementation des valeurs mobilières au Canada est caractérisée par l'utilisation simultanée des approches fondées sur des règles et des principes.

### **3.2 ATTEINDRE PLEINEMENT LES OBJECTIFS DE LA RÉGLEMENTATION NÉCESSITE UN ÉQUILIBRE ENTRE L'UTILISATION DES RÈGLES ET DES PRINCIPES**

Le modèle mixte d'encadrement qui prévaut au Canada ne résulte pas d'un choix politique ou idéologique des gouvernements et des ACVM. Il traduit plutôt le résultat de choix effectués au cas par cas afin d'atteindre les objectifs poursuivis par la réglementation des valeurs mobilières.

En fait, il est impossible, sans faire de liens avec l'atteinte des objectifs recherchés, d'affirmer que l'un ou l'autre des modes de réglementation devrait être privilégié. Cette conclusion peut être illustrée par un examen des impacts de chacun des modèles sur des aspects importants de la réglementation : les coûts d'élaboration de la réglementation, la conformité et l'application de la réglementation. En effet, tel que l'indique le Tableau 6, aucun des modes de réglementation est unanimement préférable pour tous les aspects de la réglementation examinés.

### **3.3 L'EXPÉRIENCE DU ROYAUME-UNI AVEC UNE APPROCHE FONDÉE SUR DES PRINCIPES DOIT ÊTRE UTILISÉE AVEC PRUDENCE**

Le Royaume-Uni est souvent invoqué comme étant un pays jouant un rôle de leader en matière d'utilisation d'une approche réglementaire basée sur des principes. Le Groupe fait d'ailleurs souvent référence au Royaume-Uni dans son document de consultation.

Au départ, il est important de préciser que la réglementation basée sur des principes au Royaume-Uni, bien que développée, laisse encore fortement place à l'approche prescriptive. À cet effet, Callum McCarthy, Chairman de la Financial Services Administration (FSA), indiquait récemment :

*« For the firms and individuals, we have eleven core principles – short enough to be put on a 5” by 3 ½.” Card, only 194 words; and the Financial Services and Markets Act which gives the FSA its powers and duties enshrines various principles – consultation, assessment of costs and benefits, the need to have regard to the potential detriment to competition inherent in any regulatory initiative – which we are required to respect (as indeed we do). But the FSA is also an organisation with a very large rule book (8 500 pages of rules and guidance), and could equally – or equally misleadingly – be described as a rule bound regulator. The reality is – and will always be – that the FSA has and will always be a mixture of general principles and particular rules<sup>14</sup> ».*

Cela étant dit, un élément qui a contribué à créer un intérêt particulier pour l'expérience du Royaume-Uni avec la réglementation basée sur des principes est la forte croissance du AIM du London Stock Exchange. En effet, au cours des dernières années, cette bourse a connu une forte croissance au détriment des marchés nord-américains, ce qui a mené certains analystes à questionner dans quelle mesure ce résultat reflétait l'influence de la réglementation.

**TABLEAU 6**

**RÉGLEMENTATION BASÉE SUR DES RÈGLES ET RÉGLEMENTATION BASÉE SUR DES PRINCIPES – IMPACT EN FONCTION DE DIVERS CRITÈRES DE DÉCISION**

<b>CRITÈRES</b>	<b>RÈGLES</b>	<b>PRINCIPES</b>
<b>1. Coûts d'élaboration de la réglementation</b>	Les coûts de conception sont plus élevés pour le régulateur en raison de la nécessité de formuler, a priori, les exigences aux participants du marché et les modifications lors des révisions subséquentes.	Énoncés plus généralement, les principes ne nécessitent pas autant de ressources à l'égard de leur formulation.
<b>2. Conformité</b>		
2.1 Transparence	Il est plus facile pour les intervenants du marché d'adapter leur conduite de manière à respecter les prescriptions de la réglementation.	Le contenu des exigences formulées ne se précise qu'au stade de l'interprétation, ce qui diminue la transparence.
2.2 Flexibilité	Les règles sont plus rigides et s'adaptent plus difficilement aux innovations et aux changements sur les marchés.	La flexibilité découlant de la généralité des principes leur permet de répondre aux besoins variés des intervenants et les rend plus adaptés à des situations complexes qui demandent une analyse contextuelle.
2.3 Prévisibilité et certitude	Les règles sont formulées de manière détaillée et précise, ce qui permet aux intervenants du marché de comprendre rapidement les obligations qui leur sont imposées. Elles permettent de réaliser des économies en diminuant la nécessité d'obtenir des avis légaux pour circonscrire la portée des exigences auxquelles ils sont soumis.	Les intervenants doivent définir l'application des principes en fonction de leur propre réalité, ce qui peut nécessiter d'attendre que des décisions administratives ou judiciaires soient rendues ou l'obtention d'avis juridiques avec les coûts que cela entraîne.
2.4 Standardisation	En énonçant des exigences précises, les règles contribuent à la standardisation des pratiques. Elles diminuent également le coût des services des conseillers émetteurs puisqu'ils peuvent acquérir une expertise transférable pour préparer les documents de divulgation.	Une réglementation basée sur des principes est susceptible d'entraîner une moins grande standardisation des pratiques.
2.5 Conformité formelle vs conformité substantielle	Les règles permettent d'identifier plus facilement les comportements conformes. L'expérience montre que les intervenants peuvent ne pas développer les comportements reflétant ceux recherchés par les principes.	Une approche basée sur des principes oblige les intervenants à réfléchir aux incidences des normes de conduite formulées et à les intégrer dans leurs activités, ce qui favorise le développement d'une culture de conformité.
<b>3. Application de la réglementation</b>	Une réglementation basée sur des règles peut s'avérer plus efficace dans la répression d'infractions classiques.	Une réglementation basée sur des règles peut s'avérer plus utile dans le cas d'infractions impliquant une conduite ou un comportement général qui menace la stabilité du marché. Elle est toutefois associée à une application plus sélective de la réglementation.

En effet, pour s'inscrire et traiter sur l'AIM, une entreprise doit composer avec une réglementation basée essentiellement sur des principes. Elle doit recruter un Nominated Adviser (NOMAD) qui atteste qu'elle a les qualités requises pour intégrer le marché. Pour ce faire, le NOMAD doit assurer la conformité de l'entreprise à un certain nombre de lignes directrices émises par la Financial Service Administration (FSA). Rappelons qu'au cours de la même période, les normes de gouvernance aux États-Unis étaient resserrées avec l'adoption de la Loi Sarbanes-Oxley.

La croissance du AIM au cours des dernières années est effectivement impressionnante. Créé en 1995, l'AIM a attiré 2 900 compagnies, incluant un grand nombre de sociétés étrangères qui se sont interlistées ou qui ont procédé à leur émission initiale sur ce marché. Entre 1998 et juin 2008, le nombre d'inscriptions d'entreprises étrangères est passé de 4 à 339. Bien que l'on ne puisse nier que l'approche réglementaire basée sur des principes a pu avoir un impact positif sur le développement du AIM par rapport aux marchés nord-américains, plusieurs autres facteurs peuvent y avoir contribué.

- ❑ Dans de nombreux pays d'Europe, la capitalisation boursière était relativement faible par rapport à la taille de l'économie. Cette différence se comble, ce qui contribue au développement des places boursières.
- ❑ Londres bénéficie d'un important avantage en matière de fuseau horaire qui permet la superposition des périodes de transaction à la fois en Asie et en Amérique.
- ❑ La croissance des fonds de couverture, des fonds mutuels et des régimes de retraite est, et sera à l'avenir, plus rapide hors de l'Amérique du Nord. Il en est de même pour la croissance économique, notamment en Inde, en Chine et en Russie.

Au-delà de ces facteurs, notons que l'engouement pour l'AIM est un phénomène relativement récent et qu'il est, dans ce contexte, relativement difficile de préciser la contribution des divers facteurs.

En bref, il ressort de l'examen de l'expérience du AIM qu'il faut faire preuve de prudence avant de qualifier de supérieure une approche réglementaire dont l'application s'échelonne sur un nombre limité d'années.

### **3.4 UNE COMMISSION UNIQUE N'EST PAS UN PRÉALABLE AU DÉVELOPPEMENT D'UNE RÉGLEMENTATION BASÉE SUR DES PRINCIPES**

La discussion précédente montre qu'un défi important pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières est de développer un cadre réglementaire qui présente un équilibre adéquat entre les règles et les principes.

Cela étant dit, l'atteinte de cet équilibre n'est aucunement tributaire de la nature ou de la structure de l'organisme de régulation. Il peut être développé par des gouvernements et des régulateurs provinciaux et territoriaux oeuvrant dans des forums de concertation afin de favoriser l'harmonisation des règles et des principes. La présence d'une commission unique ne constitue d'aucune façon un préalable à l'atteinte de cet objectif.



#### 4. AMÉLIORER L'ENCADREMENT DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

L'analyse menée dans les sections précédentes a permis de démontrer la faiblesse des arguments invoqués afin de justifier la mise en place d'une loi commune en valeurs mobilières et d'une commission unique.

Il convient maintenant de s'interroger sur les orientations qui devraient être poursuivies en matière d'encadrement des valeurs mobilières au Canada afin d'assurer la réalisation du plein potentiel de cette industrie et la protection des investisseurs.

À ces égards, l'Autorité considère que l'approche qu'il faut privilégier comporte trois grands axes :

- ❑ La poursuite de la collaboration entre les gouvernements provinciaux et territoriaux et entre les autorités provinciales et territoriales responsables de l'encadrement des valeurs mobilières dans le cadre des ACVM.
- ❑ La mise en place d'un système d'adjudication quasi judiciaire pancanadien des valeurs mobilières inspiré de l'approche du BDRVM au Québec.
- ❑ L'amélioration, en collaboration avec le gouvernement fédéral, des efforts de répression des fraudes en valeurs mobilières. À cet égard, une attention particulière devrait être accordée à :
  - la sensibilisation des divers intervenants quant à l'importance de réprimer ces fraudes;
  - l'amélioration de l'efficacité des équipes d'enquêtes, notamment les Équipes intégrées – police des marchés financiers (les « EIPMF »);
  - l'amélioration des outils à la disposition des équipes d'enquêtes.

#### **4.1 POURSUIVRE LA COLLABORATION ENTRE LES AUTORITÉS DE RÉGLEMENTATION DANS LE CADRE DES ACVM**

Tel qu'il est indiqué précédemment, la collaboration entre les autorités provinciales et territoriales responsables de l'encadrement des valeurs mobilières, notamment dans le cadre des ACVM, a permis d'atteindre des résultats intéressants au cours des dernières années en matière d'harmonisation de la réglementation et de simplification des procédures. Il est important de le répéter encore une fois, ces efforts ont été reconnus par plusieurs organismes internationaux indépendants.

La meilleure approche afin de faire face aux défis qui confrontent l'industrie des valeurs mobilières est la poursuite, voire l'intensification, de cette collaboration. En effet, cette approche constitue le meilleur gage de succès dans la mesure où :

- ❑ elle est respectueuse du pouvoir que la Constitution accorde aux provinces en matière d'encadrement des valeurs mobilières;
- ❑ elle permet de tenir compte de la grande diversité que l'on observe au plan régional tout en permettant un degré important d'harmonisation;
- ❑ elle permet le développement d'un marché canadien des valeurs mobilières moderne, efficace et compétitif au plan international.

Cela étant dit, les gouvernements provinciaux et territoriaux et les ACVM devront continuer à relever divers défis au cours des prochaines années.

#### **COMPLÉTER LA MISE EN PLACE DU PASSEPORT**

Un premier défi sera de compléter la mise en place du Passeport. À la suite de l'adoption du Règlement 11-102, le 17 mars dernier, les émetteurs peuvent dorénavant accéder aux marchés dans tout le Canada, à l'exception de l'Ontario, en ne traitant qu'avec leur autorité principale et en ne se conformant qu'à des dispositions législatives harmonisées. Le Passeport sera pleinement en opération dans la première moitié de 2009 lorsque le Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription sera en vigueur. Dès lors, il s'appliquera au domaine de l'inscription et remplacera le RIC dans toutes les juridictions, sauf l'Ontario.

La mise en vigueur du Règlement 31-103 et de la partie inscription du Passeport nécessitera des efforts importants de chaque juridiction afin de s'assurer que l'infrastructure technique soit en mesure de supporter le nouveau cadre réglementaire. Aux termes de ces travaux, l'objectif d'avoir un guichet unique d'accès au marché canadien sera essentiellement atteint. L'Ontario a choisi de ne pas participer au Passeport. À cet égard, des interfaces ont été mises en place afin d'assurer que l'absence de l'Ontario n'entrave pas le bon fonctionnement du marché des capitaux canadien.

#### **FAIRE FACE AUX PROBLÉMATIQUES ÉMERGENTES**

Le secteur des valeurs mobilières a connu un développement fulgurant au cours des dernières années à l'échelle mondiale. En effet, les marchés émergents se sont développés, les mouvements de capitaux entre les pays se sont accrus et de nouveaux produits, souvent très complexes, sont apparus.

Face à cette nouvelle donne, les ACVM sont conscientes de la nécessité d'accélérer les processus visant à assurer une plus grande efficacité opérationnelle, la reconnaissance mutuelle, l'amélioration de la réglementation et la répression des fraudes dans une perspective internationale. Dans ce contexte, la concrétisation d'une entente avec la SEC sur la reconnaissance mutuelle est prioritaire.

Par ailleurs, les autorités de réglementation des valeurs mobilières devront continuer de répondre à des événements particuliers telle la crise récente du papier commercial adossé à des actifs. Les ACVM ont fait la démonstration au cours des dernières années qu'elles avaient l'expertise et le leadership pour faire face à de tels défis.

#### **4.2 METTRE EN PLACE UN ORGANISME (TRIBUNAL) QUASI JUDICIAIRE DES VALEURS MOBILIÈRES DANS CHAQUE PROVINCE**

Les autorités provinciales et territoriales de réglementation des valeurs mobilières ont réalisé des progrès importants au plan de l'harmonisation de la réglementation au cours des dernières années. Afin de renforcer le régime harmonisé de réglementation, il conviendrait de mettre en place dans chaque province un tribunal des valeurs mobilières selon le modèle du BDRVM en place au Québec.

Un tel tribunal permet de séparer les fonctions d'encadrement et les fonctions quasi judiciaires qui sont actuellement regroupées au sein des organismes de réglementation des valeurs mobilières dans toutes les provinces et territoires, sauf au Québec. Il permet d'éliminer le risque de partialité ou d'apparence de partialité qui existe lorsque ces fonctions sont regroupées dans un même organisme.

L'idée de confier à un organisme distinct les fonctions quasi judiciaires exercées par les commissions des valeurs mobilières a déjà été proposée à maintes reprises au cours des dernières années, notamment par le Groupe Crawford, mis sur pied par le gouvernement fédéral, et par le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières de l'ACCOVAM. En Ontario, le rapport Osborne<sup>15</sup> a recommandé l'établissement d'un tribunal administratif distinct de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. La ministre des Finances du Québec, M<sup>me</sup> Monique Jérôme-Forget, en a fait la promotion auprès de ses collègues du Conseil provincial-territorial des ministres responsables des valeurs mobilières.

L'expérience du Québec avec le BDRVM illustre l'efficacité de ce modèle. En effet, elle montre que le fait de confier à ce tribunal administratif indépendant de l'Autorité les fonctions quasi judiciaires n'a pas contribué à alourdir la procédure et à entraîner des délais et des coûts indus.

À moyen terme, la mise en place d'un système pancanadien de décisions en valeurs mobilières impliquant l'ensemble des provinces et des territoires peut également être envisagée. Un tel tribunal assurerait une interprétation plus uniforme du droit relatif aux valeurs mobilières. Ce système de tribunal est actuellement à l'étude par le Conseil provincial-territorial des ministres responsables des valeurs mobilières.

#### **4.3 AMÉLIORER LES EFFORTS DE RÉPRESSION DES FRAUDES EN VALEURS MOBILIÈRES EN COLLABORATION AVEC LE GOUVERNEMENT FÉDÉRAL**

Il existe un vaste consensus au Canada selon lequel l'un des principaux défis sur le plan de l'encadrement des valeurs mobilières est d'assurer une plus grande efficacité dans la répression des fraudes en valeurs mobilières. Tel qu'il est indiqué précédemment, cette tâche relève de l'action concertée de plusieurs intervenants : les autorités de réglementation des valeurs mobilières, les organismes d'autorégulation, les divers corps policiers et les procureurs généraux.

Vu d'un autre angle, le travail concerté des divers organismes impliqués requiert une collaboration étroite entre le gouvernement fédéral et les provinces. En effet, la responsabilité de la Gendarmerie Royale du Canada et l'application du Code criminel incombent au gouvernement fédéral. Ce dernier est donc en position de faire des gestes déterminants à l'égard de la répression des fraudes en valeurs mobilières en œuvrant à l'intérieur de ses compétences, sans qu'il soit nécessaire de mettre en place une commission unique des valeurs mobilières ou d'adopter une loi commune.

#### **LES ACVM ONT FAIT DES EFFORTS IMPORTANTS AFIN D'AMÉLIORER LA RÉPRESSION DES FRAUDES**

Au cours des dernières années, les ACVM ont fait des efforts importants afin d'améliorer la répression des fraudes en valeurs mobilières. En effet, des ressources additionnelles importantes ont été consacrées à la surveillance des marchés et à la répression de ces fraudes.

À titre d'exemple, au Québec, l'Autorité a fait passer ses effectifs destinés à la surveillance des marchés de 47 personnes en 2004 à 93 personnes en 2008. Ces ressources sont réparties entre les équipes d'inspections, d'enquêtes et de poursuites.

Cet ajout de ressources s'est traduit par des résultats concrets. Ainsi, les délais de traitement des dossiers d'enquête ont diminué sensiblement, l'âge moyen des dossiers passant de 4 ans à 12 mois au cours des dernières années. Par ailleurs, les procureurs de l'Autorité initient davantage de poursuites alors que le nombre de dossiers actifs a doublé au cours de la dernière année. De plus, l'Autorité a obtenu d'excellents résultats devant les tribunaux en matière pénale, civile ou administrative alors qu'elle a obtenu gain de cause dans 95 % des cas, en moyenne, pour tous les types de recours.

Par ailleurs, les ACVM ont mis en place un comité chargé de l'application de la loi. Ce comité est composé des principaux responsables de l'application de la loi dans chaque juridiction. Il se réunit tous les mois pour traiter de questions générales et de dossiers précis dans lesquels il convient de prendre des mesures réciproques ou conjointes. Ce comité publie un rapport des résultats obtenus deux fois par an. De plus, le comité tient une rencontre une fois l'an avec l'ensemble de ses homologues d'Amérique du Nord dans le cadre des travaux de la NASAA.

Aussi, en septembre 2006, les ACVM ont produit un document intitulé : *Pour une meilleure application de la loi dans la lutte contre les fraudes en valeurs mobilières*<sup>16</sup>. Ce document a pour but de sensibiliser les ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières et les ministres responsables de la Justice aux enjeux liés à la répression des fraudes en valeurs mobilières.

En réponse à ce document, les ministres fédéraux, provinciaux et territoriaux de la Justice ont mis sur pied, en octobre 2006, un groupe de travail pour examiner les préoccupations soulevées.

**DEVELOPPER UNE PLUS GRANDE SENSIBILISATION A L'EGARD DE L'IMPORTANCE DE LUTTER CONTRE LES FRAUDES EN VALEURS MOBILIERES**

Le rapport des ACVM sur la lutte contre les fraudes en valeurs mobilières a souligné le peu d'importance accordée aux fraudes en valeurs mobilières au Canada en comparaison d'autres formes de criminalité, même si les conséquences sociales de ces fraudes sont aussi, sinon plus, importantes. Le rapport souligne également qu'il arrive que les tribunaux, les procureurs et les services de police démontrent peu d'enthousiasme pour les cas de fraudes en valeurs mobilières compte tenu de la complexité des dossiers, de la difficulté de monter une preuve suffisante et de l'expertise limitée des intervenants.

Cette situation doit être corrigée. En effet, elle fait en sorte que les organismes de réglementation des valeurs mobilières doivent tenter des recours dans des dossiers alors que l'intérêt public serait mieux servi si ce recours était effectivement intenté en vertu des dispositions du Code criminel. Cette situation a également pour effet de limiter les ressources des organismes de réglementation qui pourraient être affectées à des dossiers où leur expertise serait mieux utilisée.

Il est essentiel que les divers intervenants soient pleinement sensibilisés à l'égard de l'impact important des crimes économiques pour la société et sur l'importance d'assumer pleinement leur rôle.

## **AMÉLIORER L'EFFICACITÉ DES EIPMF**

En 2003, dans la foulée de plusieurs scandales financiers importants, le gouvernement fédéral a mis en place les EIPMF. Ces équipes devaient être composées d'enquêteurs chevronnés de la GRC possédant de l'expérience en matière de fraudes sur les marchés financiers, de conseillers juridiques désignés par le Service des poursuites pénales du Canada (SPPC) et de personnel civil ayant des compétences spécialisées. Les EIPMF collaborent avec les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les autres corps policiers.

Les EIPMF étaient perçues, lors de leur création, comme un élément-clé de la lutte aux crimes économiques. Or, pour plusieurs, les résultats obtenus par ces équipes ont été très décevants. En octobre 2007, M. Nick Le Pan<sup>17</sup>, conseiller spécial du commissaire de la GRC, remettait un rapport sur les activités des EIPMF. Ce rapport identifie plusieurs lacunes importantes : manque de ressources, manque de leadership, difficulté de recrutement, collaboration insuffisante avec les autres intervenants. Le rapport formule un ensemble de recommandations afin de corriger ces lacunes. Celles-ci portent notamment sur l'amélioration des relations entre les EIPMF et les autorités de réglementation des valeurs mobilières.

Compte tenu de l'importance d'accroître le volet criminel de la répression des fraudes en valeurs mobilières, il est impératif que le gouvernement fédéral donne suite aux recommandations du rapport Le Pan et mette en place les correctifs nécessaires afin d'augmenter l'efficacité des EIPMF.

### **4.4 AMÉLIORER LES OUTILS À LA DISPOSITION DES ÉQUIPES D'ENQUÊTES**

Le travail des équipes chargées de réprimer les fraudes en valeurs mobilières au Canada est directement ou indirectement contraint par diverses dispositions des lois fédérales et provinciales. Le fait que les enquêteurs canadiens disposent de moyens limités constitue un handicap majeur qui alimente la perception que la répression de ce type de fraudes est moins efficace au Canada qu'aux États-Unis.

Dans ce contexte, il convient d'examiner certaines propositions afin d'améliorer l'efficacité des outils à la disposition des équipes d'enquêtes.

## **DÉLIVRANCE D'ASSIGNATION À COMPARAÎTRE DANS LE CADRE D'ENQUÊTES**

Au Canada, les employés d'entreprises soupçonnés d'avoir commis des infractions ou d'autres personnes qui connaissent des faits pertinents reçoivent souvent l'ordre de ne pas parler aux enquêteurs. Le refus de témoins éventuels de collaborer au moment de l'enquête représente un obstacle majeur à la compréhension rapide des activités commerciales de l'entreprise, ainsi qu'à la détermination des facteurs justifiant la poursuite de l'enquête et l'institution de poursuites. Les personnes qui font l'objet d'une enquête criminelle ont le droit de choisir de ne pas parler aux services de police, ce droit est protégé par la Charte canadienne. En effet, la Charte canadienne protège contre l'auto-incrimination, mais ne donne pas au tiers témoin le droit de garder le silence.

Dans ce contexte, il serait pertinent d'examiner la faisabilité d'adopter un pouvoir de délivrance d'assignations à comparaître dans le cadre d'enquêtes au Canada. Un tel pouvoir permettrait aux services de police d'obliger, sous réserve de mesures de protection appropriées, des tiers témoins à répondre aux questions afin de faire avancer l'enquête entourant la perpétration d'une infraction.

## **ÉCHANGE D'INFORMATION ENTRE LES SERVICES DE RÉGLEMENTATION ET LES SERVICES DE POLICE**

Il arrive que les infractions commises sur les marchés financiers fassent l'objet d'enquêtes menées à la fois par les autorités en valeurs mobilières et par les services de police. Ces enquêtes peuvent se dérouler simultanément ou successivement. Souvent, les deux enquêtes requièrent de l'information provenant des mêmes sources, ce qui peut entraîner un dédoublement inutile des tâches, une répartition inefficace des ressources et des retards.

L'échange d'information entre les divers organismes concernés par l'application des lois sur les valeurs mobilières est un sujet délicat et important en raison des enjeux de confidentialité des renseignements personnels et de protections fondamentales prévues par la Charte qu'il soulève. Cet échange est particulièrement délicat dans le cas où les autorités en valeurs mobilières obtiendraient de l'information qui pourrait être utilisée au cours d'une enquête criminelle. Sans un échange approprié d'information entre les divers intervenants, les enquêtes et les crimes peuvent se prolonger.

Dans ce contexte, il serait pertinent que les procureurs, les autorités en valeurs mobilières et les services de police établissent des protocoles ou des pratiques exemplaires détaillées afin de faciliter et d'accélérer l'échange d'information sans risquer de compromettre le succès des enquêtes.

#### **OUVERTURE ET TRAITEMENT DE DOSSIERS**

L'examen et le traitement des dossiers potentiels de fraude criminelle en valeurs mobilières s'effectuent présentement en vase clos. En effet, à l'heure actuelle, les autorités en valeurs mobilières qui identifient des dossiers qui devraient faire l'objet d'une poursuite criminelle n'ont aucun moyen de s'assurer que les autorités chargées de l'application du droit criminel mèneront une enquête et entreprendront une poursuite. De même, les services de police devraient disposer d'un processus précis afin d'acheminer les dossiers appropriés aux autorités en valeurs mobilières afin d'initier des procédures pénales. Ce cloisonnement nuit à la coordination entre les organismes responsables de l'application des lois et les organismes de réglementation et entraîne des retards et des lacunes potentielles dans l'application de la loi.

Dans ce contexte, les autorités en valeurs mobilières et les services de police devraient élaborer un cadre normalisé reposant sur des principes pour l'examen, la coordination et l'aiguillage des plaintes relatives aux fraudes en valeurs mobilières. Ce modèle précisera la collaboration entre les équipes impliquées pour les quatre fonctions de base suivantes : l'analyse et la préparation des dossiers, l'examen et l'évolution des dossiers, le traitement des dossiers et la coordination des services de police à l'échelle nationale.

#### **PEINES ET PRODUITS DE LA CRIMINALITÉ**

L'efficacité de l'application de la loi en matière de fraudes en valeurs mobilières repose sur un système approprié de sanctions pénales et criminelles visant à assurer que les contrevenants ne puissent tirer profit de leurs infractions. Combiné aux sanctions pénales, il serait souhaitable au premier chef de s'assurer de tirer le maximum du système actuel en améliorant la formation des poursuivants à l'égard des infractions commises sur les marchés financiers afin d'accroître l'efficacité du processus judiciaire au moment des audiences de détermination de la peine. Il serait ainsi possible d'améliorer l'efficacité et la cohérence dans l'utilisation des dispositions sur la confiscation et le dédommagement dans la législation actuelle.

Il conviendrait également d'examiner l'opportunité d'élargir la portée des dispositions sur le renversement du fardeau de la preuve à l'égard des produits de la criminalité dans le Code criminel, de codifier les circonstances aggravantes et les circonstances qui ne sont pas atténuantes dans la législation provinciale en valeurs mobilières, ainsi que de renforcer les programmes de recouvrement des biens afin d'améliorer l'efficacité de la législation sur la confiscation.

## CONCLUSION

Globalement, l'Autorité est d'avis que l'encadrement actuel des valeurs mobilières au Canada est adéquat compte tenu des caractéristiques du marché canadien.

En effet, le marché canadien est de petite taille à l'échelle internationale. Néanmoins, il est composé d'entreprises qui sont réparties sur un territoire immense, qui présentent des besoins fort différents au plan régional et qui, dans une grande proportion, se financent localement.

Dans ce contexte, la présence de régulateurs provinciaux et territoriaux qui sont en mesure d'identifier et de répondre aux besoins spécifiques des entreprises dans chaque juridiction, tout en recherchant une harmonisation de leur réglementation et de leurs processus, représente le modèle d'encadrement le plus approprié. Ce modèle permet également, dans le cadre des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), un échange d'information et une saine compétition qui favorisent l'innovation et l'adoption des meilleures pratiques partout au Canada.

La présence de plusieurs régulateurs présente également un avantage en ce qui concerne la protection des consommateurs compte tenu de l'étendue du territoire canadien. En effet, en raison du caractère local des activités en valeurs mobilières, la proximité du régulateur des marchés facilite le dépistage des pratiques frauduleuses. Les bénéfices associés à la proximité des marchés des régulateurs au Canada se comparent d'ailleurs à ceux observés aux États-Unis où l'on note la présence d'organismes de réglementation des valeurs mobilières dans chacun des 50 États.

Ainsi, la mise en place d'une commission unique doit reposer sur la démonstration que ce nouvel encadrement serait supérieur à celui qui prévaut actuellement. Or, le présent mémoire démontre que les arguments invoqués à l'appui de ce projet sont faibles et ne justifient en rien un changement de structure. La position de l'Autorité rejoint ainsi le constat de plusieurs organismes internationaux qui concluent que la réglementation des valeurs mobilières au Canada est l'une des meilleures au monde. Dans ce contexte, l'Autorité considère qu'il est paradoxal que le gouvernement fédéral propose de remplacer un système qui répond aux besoins des entreprises canadiennes et des investisseurs et qui est largement reconnu à l'étranger. Cette approche ternit l'image de l'industrie canadienne des valeurs mobilières à l'étranger et, globalement, sert très mal les intérêts économiques du Canada.

Enfin, il est important de rappeler que les divers organismes (fédéraux et provinciaux) de réglementation des marchés financiers au Canada – la Banque du Canada, le BSIF, les autorités de réglementation des valeurs mobilières – poursuivent essentiellement les mêmes objectifs et font face aux mêmes défis. À cet égard, la crise du papier commercial adossé à des actifs illustre bien que la difficulté de faire face à de telles problématiques n'est pas réduite par le caractère fédéral ou unifié d'un organisme de réglementation. Ainsi, suggérer la mise en place d'une commission unique sur la base que la simple présence fédérale assurerait un meilleur encadrement est une position dénuée de fondements.

Au-delà de ces remarques générales, le présent mémoire formule cinq grandes conclusions.

1. Les critiques formulées par le gouvernement fédéral à l'égard de l'encadrement actuel des valeurs mobilières au Canada ne reposent sur aucun fondement.
2. L'adoption d'une loi commune et la mise en place d'une commission unique des valeurs mobilières constitueraient des changements de structure inutiles.
3. Le développement d'une réglementation des valeurs mobilières davantage basée sur des principes ne requiert pas la mise en place d'une commission unique. Lorsque jugée souhaitable, l'atteinte de cet objectif peut très bien se faire dans le cadre des travaux des provinces et territoires et des ACVM.
4. L'approche qui devrait être privilégiée en matière d'encadrement des valeurs mobilières au Canada est la poursuite de la collaboration entre les autorités provinciales et territoriales de réglementation. À cet égard, la mise en place dans chaque province d'un tribunal des valeurs mobilières inspiré de l'approche du BDRVM au Québec serait souhaitable. À moyen terme, la mise en place d'un système de tribunal pancanadien en valeurs mobilières pourrait se matérialiser à la suite des travaux menés par le Conseil provincial-territorial des ministres responsables des valeurs mobilières.
5. Le gouvernement fédéral devrait, à l'intérieur de ses compétences, appuyer l'effort des provinces au plan de l'encadrement des valeurs mobilières en contribuant à une plus grande sensibilisation quant à l'importance de la répression des crimes économiques, en améliorant l'efficacité des EIPMF et en collaborant à l'amélioration des outils à la disposition des équipes d'enquêtes.

## ANNEXE

# RÈGLEMENTS CANADIENS ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES CANADIENNES EN VIGUEUR AU QUÉBEC

### NOM DU RÈGLEMENT OU DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE

#### 1 – PROCÉDURES ET SUJETS CONNEXES

Règlement 11-101 sur le régime de l'autorité principale

Instruction générale relative au Règlement 11-101

Règlement 11-102 sur le régime de passeport

Instruction générale relative au Règlement 11-102

Instruction générale 11-202 relative à l'examen du prospectus dans plusieurs territoires

Instruction générale 11-203 relative au traitement des demandes de dispense dans plusieurs territoires

Instruction générale 12-202 relative à la levée des interdictions d'opérations prononcées en cas de non-conformité

Règlement 13-101 sur le système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR )

Règlement 14-101 sur les définitions

#### 2 – MARCHÉ DES CAPITAUX

Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché

Instruction générale relative au Règlement 21-101

Règlement 23-101 sur les règles de négociation

Instruction générale relative au Règlement 23-101

Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles

Instruction générale relative au Règlement 24-101

#### 3 – INSCRIPTIONS ET SUJETS CONNEXES

Règlement 31-101 sur le régime d'inscription canadien

Instruction générale 31-201 relative au régime d'inscription canadien

Règlement 31-102 sur la base de données nationale d'inscription

Instruction générale relative au Règlement 31-102

Norme canadienne 33-102, Réglementation de certaines activités de la personne inscrite

Instruction complémentaire 33-102

Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs

Instruction générale relative au Règlement 33-105

Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription

Instruction générale relative au Règlement 33-109

Norme canadienne 35-101, Dispense conditionnelle d'inscription accordée aux courtiers et aux représentants des États-Unis

Instruction complémentaire 35-101

## NOM DU RÈGLEMENT OU DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE

### 4 – PLACEMENT DE VALEURS

Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives aux prospectus

Instruction générale relative au Règlement 41-101

Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects

Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers

Instruction générale relative au Règlement 43-101

Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié

Instruction générale relative au Règlement 44-101

Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable

Instruction générale relative au Règlement 44-102

Règlement 44-103 sur le régime de fixation du prix après le visa

Instruction générale relative au Règlement 44-103

Règlement 45-101 sur les placements de droits de souscription, d'échange ou de conversion

Instruction générale relative au Règlement 45-101

Règlement 45-102 sur la revente de titres

Instruction générale relative au Règlement 45-102

Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription

Instruction générale relative au Règlement 45-106

Instruction canadienne 46-201, Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne

Règlement C-15 sur les conditions préalables à l'acceptation du prospectus des fondations de bourses d'études

### 5 – INFORMATION CONTINUE

Règlement 51-101 sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières

Instruction générale relative au Règlement 51-101

Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue

Instruction générale relative au Règlement 51-102

Instruction générale 51-201, Lignes directrices en matière de communication de l'information

Règlement 52-107 sur les principes comptables, normes de vérification et monnaies de présentation acceptables

Instruction générale relative au Règlement 52-107

Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs

Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs

Instruction générale relative au Règlement 52-109

Règlement 52-110 sur le comité de vérification

Instruction générale relative au Règlement 52-110

Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti

Instruction générale relative au Règlement 54-101

Règlement 54-102 sur la dispense de l'envoi des états financiers et rapports financiers intermédiaires

## **NOM DU RÈGLEMENT OU DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE**

Règlement 55-101 sur les dispenses de déclaration d'initié

Instruction générale relative au Règlement 55-101

Norme canadienne 55-102, Système électronique de déclaration des initiés (SEDI)

Instruction complémentaire 55-102

Règlement 55-103 sur les déclarations d'initiés pour certaines opérations sur dérivés (monétisation d'actions)

Instruction générale relative au Règlement 55-103

Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance

Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance

Instruction générale C-50, Restrictions dans le rapport du vérificateur

## **6 – OFFRES PUBLIQUES ET OPÉRATIONS PARTICULIÈRES**

Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières

Instruction générale relative au Règlement 61-101

Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés

Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat

Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat

## **7 – OPÉRATIONS SUR VALEURS À L'EXTÉRIEUR DU TERRITOIRE**

Norme canadienne 71-101, Régime d'information multinational

Instruction complémentaire 71-101

Règlement 71-102 sur les dispenses en matière d'information continue et autres dispenses en faveur des émetteurs étrangers

Instruction générale relative au Règlement 71-102

## **8 – ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif

Instruction générale relative au Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif

Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif

Instruction générale relative au Règlement 81-102

Règlement 81-104 sur les fonds marché à terme

Instruction générale relative au Règlement 81-104

Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif

Instruction complémentaire 81-105

Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement

Instruction générale relative au Règlement 81-106

Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement

Instruction générale relative au Règlement 81-107

Règlement C-29 sur les organismes de placement collectif en créance hypothécaires

## **9 – PRODUITS DÉRIVÉS**

Aucun règlement



## RÉFÉRENCES

---

- <sup>1</sup> COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA. *C'est le temps d'agir*, décembre 2003.
- <sup>2</sup> GROUPE CRAWFORD. *Ébauche d'une commission canadienne des valeurs mobilières*, juin 2006 et GROUPE CRAWFORD. *Bilan et perspectives*, juin 2007.
- <sup>3</sup> On peut consulter entre autres : JEAN-MARC SURET ET CÉCILE CARPENTIER (CIRANO). *Réglementation des valeurs mobilières au Canada*, document préparé pour la Commission des valeurs mobilières du Québec, CVMQ, juillet 2003. Les données présentées dans le mémoire on fait l'objet d'une mise à jour par les auteurs à la demande de l'Autorité des marchés financiers.
- <sup>4</sup> HAIL, L. ET C. LEUZ. *International Differences in the Cost of Equity Capital : Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?*, Journal of Accounting Research 44(3), pages 485 à 531. HE, Z. AND L. KRYZANOWSKI (2007). *Cost of Equity for Canadian and U.S. sectors*. The North American Journal of Economics and Finance 18(2): 215-229. Claus, J. and J. Thomas (2001). *Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets*. The Journal of Finance 56(5): 1629-1666. Witmer, J. and L. Zorn (2007). *Estimating and Comparing the Implied Cost of Equity for Canadian and U.S. Firms*. Working Paper 2007-08, Bank of Canada.
- <sup>5</sup> ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). *Economic Policy Reforms, Going for Growth 2006*, mars 2006.
- <sup>6</sup> BANQUE MONDIALE ET BANQUE INTERNATIONALE POUR LA RECONSTRUCTION ET LE DÉVELOPPEMENT. *Doing Business 2007 : How to Reform*.
- <sup>7</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). *Financial System Stability Assessment – Update*, janvier 2008.
- <sup>8</sup> DÉLIBÉRATIONS DU COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES BANQUES ET DU COMMERCE. Fascicule 2 – *Témoignages*, 10 mars 2004.
- <sup>9</sup> Ces entreprises étaient sous la supervision de la Securities and Exchange Commission (SEC).
- <sup>10</sup> CHARLES RIVER ASSOCIATES CANADA LTD. *Estimating the Incremental Cost of Multiple Security Regulator in Canada*, juin 2003.
- <sup>11</sup> Le contenu de cette section s'inspire des travaux réalisés par le professeur Stéphane Rousseau pour le compte de L'Autorité des marchés financiers.
- <sup>12</sup> CALLUM MCCARTHY, FINANCIAL REGULATION. *Myth and Reality*, discours au British American Business London Insight Series And Financial Services Forum, 13 février 2007.
- <sup>13</sup> GROUPE CRAWFORD sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières. *Ébauche d'une commission canadienne des valeurs mobilières, document définitif*, 2006, p. 28-30.

- 
- <sup>14</sup> GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA. *Le Canada s'engage*, rapport final, 2006, p. 122-123.
- <sup>15</sup> C.A. OSBORNE ET AL. *Report of the Fairness Committee to David A. Brown, Q.C. Chair of the Ontario Securities Commission*, mars 2005.
- <sup>16</sup> AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES (ACVM). *Pour une meilleure application de la Loi dans la lutte contre les fraudes en valeurs mobilières*, septembre 2006.
- <sup>17</sup> LE PAN. NICK. *Améliorer les équipes intégrées de la police des marchés financiers et obtenir des résultats dans la lutte contre les crimes associés aux marchés financiers*, Ottawa, octobre 2007.