

Notes pour une allocution
prononcée par

Jean St-Gelais
Président-directeur général
de l'Autorité des marchés financiers

Journées strasbourgeoises 2008
Institut canadien d'études juridiques supérieures

1^{er} juillet 2008

Bonjour à tous,

C'est un grand plaisir pour moi de participer aux Journées Strasbourgeoises 2008 organisées par l'Institut canadien d'études juridiques supérieures. Je veux d'abord féliciter le comité organisateur pour la mise en place d'un tel événement et surtout remercier maître Raynold Langlois de l'invitation qu'il a transmise à l'Autorité des marchés financiers du Québec pour y participer aujourd'hui.

C'est un privilège pour moi de m'adresser en cette occasion unique à vous tous, juristes influents et membres de la magistrature canadienne.

Cette conférence a lieu à un moment particulier des relations entre le Québec, le Canada et la France alors que seront lancées sous peu les Fêtes du 400^e anniversaire de la fondation de la ville de Québec.

Permettez-moi également de saluer et remercier particulièrement deux participants qui ont accepté de se joindre à nous et qui contribueront sûrement à faire de cette journée un succès.

Monsieur Éthiopis Tafara de la Securities and Exchange Commission des États-Unis participera à la prochaine table ronde. Monsieur Tafara exerce un leadership extrêmement productif au sein de la communauté internationale en raison évidemment de la place que son pays occupe sur le marché des capitaux, mais surtout en raison de ses qualités personnelles et de sa compétence professionnelle.

De même, monsieur Eddy Wymeersch, de la Belgique, est président du Comité européen des commissions de valeurs mobilières (CESR) et, à ce titre, il est engagé activement en ce qui a trait aux grands enjeux touchant la réglementation financière. Je leur suis reconnaissant d'être avec nous.

Pour vous parler de mondialisation, j'ai choisi quatre thèmes pour tenter d'illustrer comment se vit la situation au Québec et au Canada : la crise du crédit que nous vivons toujours, la Loi Sarbanes-Oxley adoptée aux États-Unis, la récente fusion des bourses au Canada et, enfin, les projets de reconnaissance mutuelle des organismes de réglementation.

La crise du crédit

Il y a plus d'un an, lorsque j'ai reçu l'invitation, je ne croyais pas alors que le thème de la mondialisation serait aussi à-propos en raison des perturbations qui ont touché les marchés financiers à travers le monde depuis 10 mois environ.

La crise du crédit, qui a pris naissance aux États-Unis, et sa transmission à travers le monde par les canaux que constituent aujourd'hui les produits financiers sophistiqués, illustrent à quel point la mondialisation des échanges a atteint un stade avancé.

La distinction entre l'économie réelle, soit la production de biens et services, et l'économie financière est aujourd'hui bien tenue tant les répercussions du secteur financier sont fortes sur l'ensemble de l'activité économique.

Je voudrais faire ressortir aujourd'hui l'importance du secteur financier pour la société en général et l'importance du rôle évolutif des organismes de réglementation financière pour un

fonctionnement optimal de ce secteur. Malheureusement, ce secteur de l'activité économique ne retient l'attention qu'en période de crise, alors qu'à mon avis il faut s'assurer en tout temps qu'il fonctionne adéquatement pour que toute la société en tire des bénéfices.

Je n'ai pas la prétention d'offrir des réponses à toutes les questions aujourd'hui, mais je crois que nous sommes à un tournant important où nous devons réfléchir au rôle de chacun et le faire de manière adéquate.

Les origines de la crise du crédit que nous vivons remontent à l'éclatement de la dernière bulle financière. Après le krach des entreprises technologiques (les dot-com) et le choc énorme qui a suivi les tragiques événements du 11 septembre 2001, le crédit est devenu très abordable (peu cher) aux États-Unis et ailleurs dans le monde.

Le système financier disposait alors de beaucoup de liquidités et avait un très fort appétit pour les actifs financiers. Le développement de produits financiers sophistiqués a permis aux banques de prêter toujours plus, aux acheteurs de maisons en particulier, tout en retirant de leur bilan des actifs qui étaient de moindre qualité. La demande et le développement de produits financiers à rendements de plus en plus élevés a finalement conduit à ce que ces nouveaux produits soient distribués sur les marchés en dehors des canaux réglementés habituels.

Le résultat global en fut un de défaillance des marchés et de défaillance de la réglementation en place. La dégradation des normes (standards) et des pratiques utilisées pour l'octroi de crédit aux investisseurs, est à l'origine des problèmes que nous vivons. (Les subprime sont en fait des prêts à des individus qui n'en avaient pas les moyens et à des conditions qu'ils ne pouvaient satisfaire). De plus, avec la titrisation, les banques n'avaient plus à appareiller les prêts qu'elles faisaient avec les dépôts qu'elles recevaient, comme le veut le modèle classique de fonctionnement d'une banque.

On peut résumer sommairement le développement de la crise de la manière suivante :

- les bouleversements proviennent sans aucun doute d'une réduction dramatique des exigences d'octroi des prêts hypothécaires aux États-Unis (subprime);
- ces exigences réduites d'octroi de prêts ont également touché d'autres prêts à la consommation ainsi qu'aux entreprises (si on ne paie pas son hypothèque, il est probable qu'on ait des difficultés avec le paiement de l'automobile et des cartes de crédit);
- au dernier trimestre de 2007, il y a eu hausse importante des défauts de paiement sur hypothèque aux États-Unis. Cela a créé beaucoup d'incertitude quant à la valeur et la liquidité des produits structurés qui étaient construits, en partie du moins, à partir de ces hypothèques;
- à la mi-août 2007, cette incertitude a créé un resserrement du crédit et de sérieux problèmes de liquidité pour certains grands investisseurs institutionnels avec des positions importantes dans ces produits structurés. Dans les faits, il n'existait plus de marchés pour ces produits;
- donc, les subprime ont engendré la crise et les produits structurés ont entraîné la contagion à travers le monde. À la mi-mars 2008, cela a conduit à la quasi-faillite de Bears Stern, une des plus grandes banques d'investissement dans le monde.

Ce qui est cependant encourageant et intéressant de constater, c'est que les gouvernements, les organismes de réglementation, les banques centrales, les grandes institutions financières se sont rapidement concertés pour déterminer les causes des problèmes afin d'agir promptement

sans risquer d'exacerber la situation. Agir promptement oui, mais sans précipitation et surtout sans improvisation.

Aujourd'hui, devant un monde et des marchés globalisés, les institutions réagissent également de manière globale, ce qui est nécessaire et encourageant – Forum de la stabilité financière, Fonds monétaire international, OCDE, OICV, Groupe de travail du président américain –. Les banques centrales ont trouvé divers moyens d'injecter des liquidités lorsque la crise est apparue. Les organismes qui réglementent la solvabilité des banques suivent la situation de près et exigent la divulgation et la comptabilisation adéquate de l'exposition réelle des banques. Les organismes réglementant les valeurs mobilières revoient les exigences dans les domaines suivants (divulgation et transparence des émetteurs de produits structurés, gestion du risque des institutions et supervision prudentielle, rôle des agences de crédit, comptabilisation à la valeur marchande de produits dans des conditions de marché sous tension).

Malgré tout cela, il est important de souligner que ni les gouvernements, ni les organismes de réglementation ou même les institutions financières ne doivent avoir comme rôle ou être perçus d'avoir comme rôle de prendre par la main les investisseurs dans leur décision.

L'innovation et la protection des investisseurs doivent cohabiter dans un juste équilibre. Sans innovation, pas de développement de l'économie. Sans protection des investisseurs, pas de confiance essentielle au secteur financier. Dans le secteur financier, on vend de l'intangible, des promesses de rendement, d'où l'importance de la divulgation et des bonnes pratiques. Mais maintenir un équilibre adéquat est essentiel.

À l'heure actuelle, il y a unanimité dans le bilan de santé que l'on peut faire des marchés financiers et de l'économie en général : fragilité, méfiance, instabilité.

À ce bilan, on doit répondre : protection du public, lutte contre les crimes économiques, gouvernance, transparence, responsabilisation.

À l'instar des différents acteurs socio-économiques mondiaux, les organismes de réglementation ont la responsabilité d'intervenir dans l'élaboration de solutions à moyen et à long terme.

Il nous faut favoriser la présence des trois facteurs essentiels au développement : la stabilité, la confiance et l'équité.

Comment développer une réglementation qui offre une protection adéquate et suffisante aux consommateurs, tout en n'imposant pas un fardeau indu aux organisations qui doivent la mettre en application? Nous avons besoin d'un régime souple qui, cependant, prévoit des sanctions dissuasives pour les délinquants.

Nous vivons à une époque où la confiance des investisseurs a été sérieusement ébranlée, où les exigences quant à la gouvernance et la transparence évoluent.

La réglementation ainsi que les méthodes d'intervention des organismes de réglementation évoluent aussi au rythme des changements du secteur financier.

C'est un processus continu. Au niveau international, les organismes de réglementation travaillent à amener toutes les juridictions à atteindre un niveau adéquat de pratiques touchant la réglementation financière. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), demande à ses membres d'adhérer aux pratiques leur permettant de signer d'ici 2010 le

Multilateral Memorandum of Understanding (MMOU) qui prévoit la coopération et l'échange de renseignements entre les membres de l'organisation. Le Québec en est déjà signataire.

Comment la mondialisation dans le secteur financier se vit-elle au Canada?

Contrôle interne à l'égard de l'information financière

À la suite des grands scandales financiers des dernières années, les organismes de réglementation ont adopté des règlements beaucoup plus stricts en matière de gouvernance des sociétés. Aux États-Unis comme ailleurs, les régulateurs se sont dotés de lois et de règlements afin de renforcer la stabilité des marchés financiers.

La loi américaine Sarbanes-Oxley, adoptée en juillet 2002, est certainement l'initiative la plus médiatisée en ce qui concerne la mise en place de mesures destinées à la protection des investisseurs. Cette loi a profondément changé la façon de considérer la gouvernance d'entreprise aux États-Unis. Elle a aussi inspiré des réformes partout dans le monde, et notamment au Québec et au Canada.

Avec SOX, les mots d'ordre en matière de gouvernance et de contrôle interne à l'égard de l'information financière étaient lancés : imputabilité, responsabilité et performance des conseils d'administration.

D'ailleurs, les autres autorités canadiennes en valeurs mobilières ont élaboré des règlements pour améliorer la qualité de l'information fournie aux actionnaires et aux investisseurs, et pour consolider et maintenir la réputation de nos marchés à l'échelle internationale.

De toutes les mesures imposées par la loi Sarbanes-Oxley, l'article 404 constitue de loin l'initiative la plus complexe, certains diront même controversée.

Cet article de loi exige des entreprises qu'elles se conforment à de multiples obligations afin de garantir que l'information financière publiée soit fiable et conforme aux normes de comptabilité pertinentes.

À cet égard, l'expérience américaine avec SOX 404 nous a amenés à faire preuve de prudence et à ne pas imposer trop rapidement certaines obligations qui se sont avérées coûteuses chez nos voisins du Sud. Ainsi, nous n'avons pas retenu l'obligation d'obtenir un rapport certifié, signé d'un vérificateur externe attestant l'efficacité du contrôle interne concernant l'information financière.

L'intention au Canada en ce qui a trait au contrôle interne est claire : toute société, à l'exception des émetteurs émergents, faisant appel public à l'épargne doit se doter d'un contrôle interne à l'égard de l'information financière qui fournit l'assurance raisonnable que cette information est fiable et que les états financiers ont été établis conformément aux principes comptables généralement reconnus.

Dans les faits, le projet qui modifie le *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs* contribuera au maintien et au renforcement de la confiance des investisseurs envers les marchés financiers par l'introduction d'obligations plus transparentes relatives à la conception, au maintien et à l'efficacité du contrôle interne à l'égard de l'information financière des émetteurs assujettis

autres que les fonds d'investissement, tout en maintenant un équilibre acceptable entre les avantages et les coûts pour ces émetteurs.

D'importants progrès ont aussi été accomplis dans la voie de la transparence en ce qui a trait à la rémunération de la haute direction des sociétés publiques. Toutefois, les formules de rémunération se sont bien souvent complexifiées, de sorte que les actionnaires en perdent leur latin.

Nous avons donc adapté les règles sur la divulgation des salaires et les avantages accordés aux dirigeants et administrateurs de sociétés publiques en fonction de cette nouvelle réalité. Un projet de règlement est en cours et a pour principaux objectifs :

- d'améliorer la qualité et la transparence de l'information sur la rémunération de la haute direction;
- de permettre aux utilisateurs de cette information d'être en mesure de mieux comprendre et de mieux évaluer le processus de rémunération;
- de responsabiliser le conseil d'administration vis-à-vis les actionnaires de la société à l'égard de cet aspect essentiel de la gestion et de la gouvernance.

Voici donc un exemple, les modalités de divulgation d'information aux investisseurs, où le Canada s'inscrit à sa manière dans le courant international.

Le regroupement des bourses

Un autre projet dans lequel, à titre d'organisme de réglementation du secteur financier au Québec, nous avons dû prendre position et pour lequel nous sommes interpellés par notre mandat de protection des investisseurs et d'encadrement des marchés : le regroupement des bourses de Montréal et de Toronto.

Permettez-moi de mettre ce projet en perspective.

En matière de valeurs mobilières, on parle en termes de concurrence, de besoins de transactions rapides, à moindres coûts, d'augmentation de liquidités, on ne parle plus d'une perspective locale, mais d'une perspective mondiale de l'industrie des valeurs mobilières.

Les marchés boursiers au Canada ont connu une transformation similaire à celle des grands marchés internationaux.

L'univers des bourses, composé de sociétés mutuelles qui, autrefois, étaient détenues uniquement par leurs membres, majoritairement issus des milieux bancaires, est maintenant composé de sociétés publiques, elles-mêmes inscrites en bourse et détenues par des actionnaires qui n'en sont pas nécessairement des membres.

Au Canada, il y a eu cet impact comme partout ailleurs. Dès lors, il nous a fallu départager les fonctions de bien public (généralement les fonctions de réglementation) des fonctions commerciales des bourses. Comment dans les faits s'assurer que les dirigeants des bourses, qui doivent répondre à leurs actionnaires, ne sont pas en conflit avec les intérêts des investisseurs, des utilisateurs des marchés boursiers.

C'est également un processus continu qui prend en considération les développements qui se sont produits à travers le monde.

Dès la fin des années 90, les grandes bourses canadiennes se sont divisées le marché canadien et ont conclu une entente de restructuration. Cette entente visait les bourses de Montréal, de Toronto et les bourses de l'Ouest. Montréal a ainsi obtenu l'exclusivité pour la négociation des produits dérivés et Toronto, celle pour la négociation des actions des sociétés à grande capitalisation.

L'Alberta et la Colombie-Britannique ont fusionné pour partager le marché des actions des sociétés à petite capitalisation pour finalement devenir une filiale exclusive de la Bourse de Toronto en 2002.

Montréal a quitté l'univers des actions pour se concentrer uniquement sur les produits dérivés. Le marché canadien des valeurs mobilières s'est donc consolidé en fonction d'une complémentarité des activités entre les deux pôles canadiens : Montréal et Toronto.

La Bourse de Montréal a profité de cette exclusivité assurée de dix ans, pour développer son expertise technologique quant à la négociation des produits dérivés et son expertise en compensation de ces mêmes produits, par l'acquisition de la totalité des actions de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés. À son tour, la Bourse de Montréal, opère, en 2000, sa démutualisation. Elle devient une entreprise dont les titres sont cotés à la Bourse de Toronto en 2007.

La décision d'approbation rendue par l'Autorité concernant le regroupement Bourse de Montréal et Groupe TSX, a non seulement prévu des dispositions assurant la protection du public et le maintien et le développement des activités de la nouvelle Bourse ainsi que de l'industrie des dérivés à Montréal, mais a offert au nouveau Groupe TMX la flexibilité nécessaire pour gérer ses opérations de manière optimale.

Ce regroupement permettra notamment :

- un meilleur développement du marché canadien en général par l'élimination du fractionnement des marchés non seulement dans les marchés comptant et de dérivés, mais aussi en ce qui a trait aux marchés spécialisés dans les marchés de l'énergie et de l'environnement;
- l'intégration des marchés et un meilleur développement des produits au comptant et des dérivés, ainsi qu'une surveillance plus efficace et efficiente des différents marchés, en ce qui a trait aux arrêts de négociation ou à la manipulation des marchés, par exemple.

Encore une fois, l'expérience canadienne est en ligne avec ce qui se fait ailleurs, l'exemple le plus frappant étant la fusion du NYSE avec Euronext.

Collaboration entre les organismes de réglementation

Ces différentes interventions illustrent bien le défi en matière réglementaire qui se pose aux organismes qui encadre le secteur financier.

Nous avons un rôle très important à jouer dans l'évolution des pratiques propres au secteur financier. C'est notre travail quotidien d'assurer l'adaptation de la réglementation des marchés financiers aux nouvelles réalités qu'elles soient nationales ou internationales.

Réglementer pour encadrer, certes, mais pour accroître le plus possible la protection des investisseurs et consommateurs de produits et services financiers.

Un organisme de réglementation se doit donc :

- d'être proactif;
- de comprendre les enjeux de la clientèle qu'il encadre et du milieu dans lequel elle évolue;
- de participer à la création d'un climat de confiance pour l'ensemble des acteurs du secteur financier;
- de faire avancer la réflexion sur la réglementation des pratiques qui ont cours dans le secteur financier, dans un contexte de mondialisation des marchés;
- de veiller à leur intégrité par la promotion de hauts standards en matière de gouvernance d'entreprise.

Nous devons donc collaborer pour une construction d'un marché financier international efficace et crédible. D'ailleurs, nous maintenons une participation forte et proactive du Québec au sein d'instances internationales.

La reconnaissance mutuelle avec la SEC

En 2007, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont entrepris des discussions avec la Securities and Exchange Commission (SEC) pour établir une reconnaissance mutuelle qui aura pour effet de favoriser un accès entre les marchés de valeurs du Canada et des États-Unis en simplifiant les formalités applicables.

Soulignons que la SEC a également débuté des négociations de reconnaissance avec la Commission des valeurs de l'Australie, l'Australian Securities and Investment Commission, ainsi qu'avec l'Union européenne.

La Commodity and Futures Trading Commission

L'Autorité entretient également des liens à divers niveaux avec la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis (CFTC), notamment par le biais des accords internationaux (MMOU de l'OICV) et plusieurs accords propres aux dérivés. Ces accords de coopération visent une supervision plus efficace des intermédiaires sur les marchés des dérivés.

La CFTC est l'organisme de réglementation fédéral américain pour les marchés des dérivés.

Le régime mis en place par la CFTC permet de reconnaître une bourse étrangère pour laquelle l'encadrement est jugé satisfaisant. L'existence d'une entente d'échange d'information entre la CFTC, la bourse étrangère et l'organisme qui l'encadre est un préalable. Cette étape franchie, les courtiers participant à la Bourse ainsi reconnue peuvent obtenir la permission d'offrir aux clients américains les produits qui y sont négociés. La Bourse de Montréal et certains de ses courtiers participants sont actifs aux États-Unis en vertu de ces dispositions.

La poursuite des échanges avec les divers intervenants de l'industrie, qu'ils soient des États-Unis ou d'ailleurs dans le monde, est plus que jamais souhaitable et nécessaire au développement du secteur des dérivés au Québec et au Canada. D'ailleurs, la création du Centre d'excellence des dérivés par l'Autorité en juin 2007, s'inscrit dans cette volonté afin d'accroître l'efficacité et la cohérence de nos interventions et d'assurer le développement ainsi que la mise en place d'un encadrement moderne des marchés québécois de dérivés, et ce, en tenant compte de la réalité des marchés canadiens et nord-américains.

Permettez-moi de souligner également la participation du Canada au sein de l'Organisation internationale des commissions de valeurs dont nous sommes l'un des membres fondateurs. Nous sommes fiers d'accueillir en juin 2010 à Montréal la 35^e conférence annuelle de cette grande organisation.

Un des principaux objectifs de l'OICV est d'encourager l'adoption par tous ses membres de normes et standards internationaux permettant de protéger les investisseurs, de garantir que les marchés soient équitables, efficaces et transparents et de réduire les risques systémiques.

Comme vous pouvez le constater, la protection des investisseurs passe inévitablement par une concertation internationale de tous les organismes de réglementation. Nous devons tous, dans nos juridictions respectives, offrir sur le plan local, une proximité avec la clientèle que l'on encadre, et sur le plan national et international, permettre une harmonisation et une simplification de la réglementation, créant ainsi une toile la plus serrée possible contre les tentatives de malversation.

Je vous remercie beaucoup de votre attention.