

## Chapitre 11

# Recommandations mises de l'avant par les chercheurs mandatés par le Groupe de travail

11.1 Au cours de ses discussions, le Groupe de travail a grandement profité des points de vue mis de l'avant par les chercheurs qu'il a mandatés. Nous invitons les lecteurs à consulter le texte intégral du rapport de recherche de chaque chercheur présenté dans sa version anglaise dans les volumes II à VI de ce rapport. Pour des fins de commodité, nous avons inclus ci-dessous une liste des recommandations faites par chaque chercheur (dans la mesure où le chercheur a mis de l'avant des recommandations), lesquelles sont présentées en fonction des principaux domaines d'enquête du Groupe de travail. Chaque recommandation est traduite de l'anglais.

11.2 Il est à noter que le Groupe de travail ne souscrit pas nécessairement aux points de vue ou aux recommandations ci-dessous qui ont été mises de l'avant par les chercheurs. Les recommandations du Groupe de travail se limitent à celles apparaissant aux chapitres 3 à 7 inclusivement.

### Caractéristiques des marchés financiers canadiens

**Randall Morck et Bernard Yeung**, *Some Obstacles to Good Corporate Governance in Canada and How to Overcome Them* dans le volume IV.

- Les lois sur les valeurs mobilières devraient créer, pour les dirigeants et les administrateurs, une obligation fiduciaire envers les actionnaires du public.
- Les lois sur les valeurs mobilières devraient définir l'abus comme étant une situation où un actionnaire de contrôle privilégie ses propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires.
- Les lois sur les valeurs mobilières devraient protéger les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires de contrôle des actions en justice découlant de jugements d'affaires de bonne foi.
- Les lois sur les valeurs mobilières devraient exiger que les investisseurs institutionnels soient gérés de manière à ce que leurs actions demeurent dans le flottant.
- Les lois sur les valeurs mobilières devraient faire en sorte que les gestionnaires supérieurs d'investisseurs institutionnels aient une obligation fiduciaire envers les bénéficiaires.
- Les lois sur les valeurs mobilières devraient exiger que tous les investisseurs institutionnels divulguent leurs politiques et leurs dossiers de vote.
- Les lois sur les valeurs mobilières devraient laisser les actionnaires du public proposer des candidats aux postes d'administrateur et élire une partie des administrateurs qui sera proportionnelle au flottant.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

- Les lois sur les valeurs mobilières devraient permettre l'adoption ou la suppression d'un plafond de vote pour toute société inscrite à la cote d'une bourse seulement si cette adoption ou cette suppression est approuvée par la majorité du flottant.
- Il devrait être exigé que les structures à deux catégories d'actions soient renouvelées périodiquement par la majorité des actionnaires disposant de droits de vote inférieurs.
- Il devrait être exigé que tout actionnaire qui acquiert 30 % ou plus d'une société inscrite acquière 100 % de celle-ci.

**Anita Anand**, *Towards Effective Balance Between Investors and Issuers in Securities Regulation* dans le volume III.

- La réglementation sur les valeurs mobilières au Canada devrait tenir compte des caractéristiques distinctives des marchés financiers du Canada, comme la prédominance d'émetteurs à petite et moyenne capitalisation, les structures de propriété qui caractérisent les marchés financiers canadiens, la prédominance d'actionnaires institutionnels et d'actionnaires de contrôle et les types de titres émis.
- Il faudrait se demander si le modèle où l'accès équivalait à la transmission devrait être mis en œuvre d'une façon plus générale au Canada. Compte tenu de l'existence de SEDAR et de SEDI, il serait logique que la « prochaine étape » dans l'évolution de notre régime axé sur la communication de l'information consiste à adopter un modèle élargi où l'accès équivalait à la transmission.
- Compte tenu des différentes façons de définir l'« efficacité », les organismes de réglementation des valeurs mobilières doivent identifier le ou les concepts d'efficacité qui sous-tendent une mesure législative précise et les façons dont le type d'efficacité visé dans le cadre de la mesure proposée est atteint. Il sera ainsi possible de savoir si la réglementation proposée permet d'atteindre un équilibre adéquat entre l'efficacité et la protection de l'investisseur.
- Avant de mettre en œuvre une réglementation, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient d'abord commander ou entreprendre des études empiriques pour évaluer les coûts, les avantages et les risques de la mesure et pour déterminer si les résultats escomptés seront atteints.
- Lorsqu'il n'est pas possible d'effectuer des analyses statistiques concernant une mesure législative donnée, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient indiquer expressément pourquoi il n'a pas été possible de le faire.
- La réglementation pour laquelle il existe peu ou pas de soutien empirique devrait être mise en application pour une période limitée, après quoi les organismes de réglementation effectueraient une analyse coûts-avantages révisée et formelle ou une étude des incidences de la réglementation. S'il y a lieu, un tel examen devrait inclure l'utilisation d'analyses statistiques pour déterminer si la réglementation a eu une incidence positive sur les parties visées et si les coûts de cette réglementation sont justifiés.
- Si les analyses coûts-avantages doivent être au cœur de l'analyse des initiatives réglementaires, les fondements de ces analyses doivent être formalisés et rendus plus explicites, comme c'est la pratique au sein de la Financial Services Authority. Plus précisément, les directives accessibles au public qui prévoient des critères méthodiques utilisés par les organismes de réglementation pour évaluer les coûts et les avantages dans un cas donné sont nécessaires.
- Parce qu'elle porte sur l'évaluation des risques en plus de porter sur les coûts et les avantages, l'évaluation des incidences de la réglementation devrait être adoptée comme moyen d'évaluer les initiatives réglementaires.

- 
- Avant la libéralisation des règles relatives aux placements publics ou parallèlement à celle-ci, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient mettre en œuvre un régime national d'examen de l'information continue plus formel et le faire connaître au public. Sans certitude dans ce domaine, le mécanisme de dissuasion qui peut empêcher la présentation inadéquate de l'information ne peut fonctionner de manière efficace. Ce contrôle accru pourrait se traduire par le transfert de la responsabilité du contrôle de l'information des émetteurs aux organismes d'autoréglementation (en particulier les Services de réglementation du marché inc.) ou aux bourses.
  - Des périodes de restriction ne devraient pas s'appliquer aux émetteurs établis qui ont respecté leurs obligations d'information continue et ont déposé des notices annuelles et des rapports de gestion trimestriels pendant une certaine période (comme deux exercices). Si elle est adoptée, cette modification de la loi devrait être mise en application pour une période limitée afin de déterminer si elle soulève des préoccupations relatives à la protection des investisseurs, en particulier la quantité d'informations accessibles aux premiers acheteurs de titres concernant les titres visés par la restriction.
  - Les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient entreprendre un examen empirique pour déterminer dans quelle mesure les épargnants et les investisseurs institutionnels consultent l'information des émetteurs et pour connaître les fondements des décisions de ces investisseurs. Cet examen devrait inclure une enquête statistique auprès d'épargnants et d'investisseurs institutionnels et pourrait également consister à déterminer le nombre de véritables porteurs qui ont demandé de recevoir des documents d'information.
  - Les dispenses des exigences de prospectus devraient, lorsque cela est possible, être fondées sur la mesure dans laquelle l'investisseur est averti plutôt que sur l'hypothèse que certaines personnes ayant une relation avec l'émetteur sont protégées en raison de cette relation. Les dispenses devraient être harmonisées le plus possible, elles devraient être faciles à comprendre et être facilement accessibles. Aux fins de l'harmonisation, les dispenses qui sont acceptables dans les deux tiers des provinces devraient être adoptées dans le reste des provinces.
  - Les ordonnances générales devraient être rétablies comme moyen de permettre aux émetteurs de mener à bien des opérations qui ne sont pas expressément prévues dans la réglementation. Ces ordonnances devraient inclure des permissions de réunir des capitaux sur le marché des titres dispensés.
  - Il importe de savoir dans quelle mesure le régime de gouvernance du Canada, qui contient des obligations étendues en matière de communication de l'information et de conformité, est important et avantageux pour les investisseurs/actionnaires. À cette fin, d'autres études devraient être commandées ou entreprises par les organismes de réglementation des valeurs mobilières afin de déterminer s'il existe un lien entre le rendement d'une entreprise et les mécanismes de gouvernance précis en place au Canada. La justification des lois sur la gouvernance devrait se fonder sur des études des incidences de la réglementation ou sur des analyses coûts-avantages formelles qui mettent en relief les avantages et les risques de la réglementation ainsi que des solutions de rechange possibles.
  - Les organismes de réglementation devraient connaître les incitatifs commerciaux qui encouragent le respect de régimes de pratiques exemplaires ou de normes volontaires et avoir recours à de telles mesures lorsqu'il est possible de le faire en ce qui a trait à la mise en œuvre de la réglementation en matière de gouvernance.
  - Il existe de bonnes raisons de maintenir un aspect obligatoire de la communication de l'information dans un régime de gouvernance par ailleurs volontaire.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

- Ce rapport endosse le principe du langage clair. Il y aurait lieu d'examiner davantage la répartition appropriée des responsabilités de voir à ce que les documents d'information soient compréhensibles puisqu'il n'est pas clair que les émetteurs devraient assumer seuls cette responsabilité. Avant une telle étude, il y aurait lieu de publier une instruction générale plutôt qu'une règle énonçant les principes du langage clair dans tous les documents d'information.
- Les organismes de réglementation devraient adopter le langage clair lorsqu'ils rédigent des dispositions législatives, comme des règles, des instructions générales et des commentaires aux participants au marché.
- Les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient examiner la question des phrases passe-partout dans l'information sur la gouvernance et dans les documents d'information en général pour déterminer si l'utilisation d'un tel langage est problématique du point de vue de la protection des investisseurs.
- Compte tenu de la jurisprudence récente, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient se demander si l'obligation du conseil de la société visée dans le cadre d'une offre publique d'achat est de maximiser la valeur pour l'actionnaire et, le cas échéant, comment faire cadrer la jurisprudence actuelle avec cette obligation.
- Les organismes de réglementation devraient se pencher sur la limite de 15 % en ce qui a trait à la dispense relative à une convention de gré à gré afin de savoir si cette limite est appropriée ou si elle devrait être supérieure ou inférieure. Il faudrait que les justifications sous-jacentes à la dispense soient plus transparentes, surtout en ce qui concerne la mesure dans laquelle un principe d'égalité est enchâssé dans celle-ci.
- Le mandat des organismes de réglementation des valeurs mobilières devrait prévoir un engagement visant à maintenir la compétitivité des marchés financiers canadiens avec les marchés mondiaux.

**Christopher Nicholls**, *The Characteristics of Canada's Capital Markets and the Illustrative Case of Canada's Legislative and Regulatory Response to Sarbanes-Oxley* dans le volume IV.

- Une réglementation pondérée ou proportionnelle des valeurs mobilières devrait être considérée tant appropriée que nécessaire dans le cadre canadien de réglementation des valeurs mobilières.
- Les organismes de réglementation canadiens devraient se demander dans quelle mesure les lois canadiennes devraient prévoir une approche en matière de gouvernance plus souple et moins axée sur les règles de la gouvernance qu'aux États-Unis, du moins en ce qui a trait aux émetteurs canadiens de plus petite taille.
- Les ressources réglementaires canadiennes pourraient servir à la mise en application des lois canadiennes actuelles sur la manipulation du marché et les opérations d'initiés.
- L'accent mis par la réglementation sur l'examen des opérations entre personnes apparentées et les opérations de transformation en société fermée dans la *Rule 61-501* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario est, en principe, raisonnable. Toutefois, on ne sait pas exactement si la démarche axée sur les règles de la *Rule 61-501* constitue le moyen optimal de réglementer ces opérations. La *Rule 61-501* devrait être examinée avec soin afin d'assurer une protection optimale des actionnaires minoritaires dans un cadre qui réduit les obstacles administratifs et les coûts, surtout pour les petits émetteurs.
- Il y aurait lieu de se demander si la réglementation ne devrait pas être moins axée sur le processus d'appels publics à l'épargne et davantage sur la réglementation en fonction de l'émetteur.

---

## Les caractéristiques d'un marché concurrentiel

**Adam Pritchard**, *Well-Known Seasoned Issuers in Canada* dans le volume V.

- Le Canada devrait adopter une norme relative aux émetteurs établis bien connus qui équilibrerait le besoin d'information des investisseurs et les économies permises par la simplification de la réglementation. Une norme de capitalisation boursière de 350 millions de dollars constituerait un équilibre raisonnable entre ces deux éléments. La norme devrait être revue périodiquement pour s'assurer qu'elle demeure conforme aux réalités en cours du marché financier.

**Stéphane Rousseau**, *The Competitiveness of Canadian Stock Exchanges: What can we learn from the experience of the Alternative Investment Market?* dans le volume V.

- Les bourses canadiennes et les organismes de réglementation devraient s'abstenir d'implanter au Canada le régime des conseillers désignés (Nomad) et les caractéristiques connexes de l'AIM.
- Les bourses canadiennes devraient tenter de trouver des façons d'être plus attrayantes en améliorant le processus d'admission.
- Les bourses canadiennes devraient examiner des solutions qui feraient en sorte que leurs exigences d'information continue répondent davantage aux besoins des participants aux marchés financiers, y compris une plus grande harmonisation de ces exigences avec la réglementation des valeurs mobilières.
- Pour traiter des préoccupations concernant le coût associé aux obligations en matière de gouvernance, les organismes de réglementation canadiens devraient songer à examiner l'efficacité du régime de gouvernance actuel du point de vue des coûts, en portant une attention particulière aux intérêts des petits émetteurs.
- Pour accroître la liquidité des titres émis dans le cadre de placements privés, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient songer à éliminer les périodes de conservation dans le cas de titres d'émetteurs assujettis.

**Mark Gillen**, *The Role of Securities Regulation in Promoting a Competitive Capital Market* dans le volume IV.

- Éviter d'apporter des modifications à la réglementation canadienne sur les valeurs mobilières qui la ferait s'écarter considérablement des démarches adoptées sur les autres marchés financiers importants.
- L'intégration de l'information dans les prospectus simplifiés et les prospectus préalables devrait s'appliquer à tous les émetteurs.
- Les exigences relatives au prospectus et les obligations d'information continue devraient être examinées dans le but de réduire certaines exigences précises, de simplifier la présentation et d'améliorer la comparabilité de l'information et l'accessibilité à l'information présentée.
- Faciliter la recherche d'« autres documents » sur SEDAR en nommant les documents plus clairement.
- Déterminer les types de moyens qui seront considérés comme acceptables aux fins de la communication de l'information au public.
- Établir un délai suivant la communication de l'information dans les médias après lequel les initiés pourront négocier sans faire l'objet de sanctions ou de responsabilité civile en matière d'opérations d'initiés.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

- Ajouter une disposition qui précise clairement que lorsqu'un initié a connaissance d'informations non divulguées indiquant que des titres valent plus que le prix courant du marché et qu'il donne instruction à l'émetteur de lui émettre des titres ou qu'il fait en sorte que l'émetteur lui en émette, cette opération ne sera pas dispensée sous prétexte que l'initié croyait raisonnablement que l'émetteur avait connaissance de l'information privilégiée.
- Faire le suivi des recommandations du Groupe de travail sur les opérations d'initiés en ce qui a trait à l'adoption de pratiques exemplaires pour les émetteurs et leurs administrateurs et hauts dirigeants, ainsi que les avocats, comptables, banques et courtiers.
- Faire le suivi des recommandations du Groupe de travail sur les opérations d'initiés en ce qui a trait à la détection des opérations d'initiés.
- Maintenir les sanctions administratives comme principale mesure d'application de la loi en matière d'opérations d'initiés et de communication d'information privilégiée.
- Songer à adopter une disposition indiquant clairement qu'un régime d'options d'achat d'actions fictives ne viole pas l'interdiction à l'égard des opérations d'initiés et n'est pas contraire à l'intérêt public s'il est conforme aux restrictions précisées.
- Examiner la possibilité de remplacer l'approche actuelle en matière d'opérations d'initiés qui applique deux critères, soit l'identité de la personne et l'information, par l'approche préconisée par le groupe de travail sur les opérations d'initiés, qui appliquerait seulement le critère de l'information.
- Révoquer la réglementation actuelle sur les offres publiques d'achat et la remplacer par une exigence précise selon laquelle les régimes relatifs à une pilule empoisonnée doivent être assujettis à l'approbation des actionnaires. Retenir le principe contenu dans l'Instruction canadienne 62-202 selon lequel les mesures de défense contre une offre publique d'achat ne devraient pas enlever aux actionnaires la possibilité de prendre des décisions éclairées.
- Au lieu de révoquer les lois actuelles en matière d'offres publiques d'achat, on pourrait plutôt les maintenir en place tout en permettant aux émetteurs de choisir de ne pas les appliquer et ainsi avoir la latitude d'adopter des règles comportant des exigences moins lourdes que les exigences minimales prévues actuellement en matière d'offres publiques d'achat.
- Si les solutions susmentionnées ne sont pas adoptées, songer à augmenter le seuil à l'égard des offres publiques d'achat à plus de 20 % pour accroître les rendements pour les premiers initiateurs et ainsi améliorer les effets du contrôle du coût de délégation des offres publiques d'achat.
- Examiner s'il y a lieu d'accroître le recours à des mesures d'application de la loi par des tiers.
- Examiner la législation dans le but d'en supprimer les dispositions susceptibles d'être inutiles, de faire en sorte que les dispositions conviennent davantage à l'évolution vers un système de modifications fondées sur des règles et, lorsque cela est possible, de simplifier la formulation des dispositions.
- Les efforts visant à se pencher sur les coûts supplémentaires que notre structure réglementaire multiterritoriale peut imposer devraient se poursuivre. À court terme, il pourrait s'agir d'efforts continus d'harmonisation, et à long terme, une certaine forme d'approche « passeport » ou d'approche prévoyant un organisme de réglementation conjoint pourrait peut-être être adoptée.

---

**Douglas Cumming**, *Do Companies Go Public Too Early in Canada?* dans le volume IV.

- Conformément aux réformes mises en œuvre en 2005 en Ontario, il devrait être mis fin aux subventions à caractère fiscal prévues pour les sociétés de capital de risque des travailleurs (« SCRT ») dans d'autres provinces et territoires canadiens. Les SCRT sont dotées de mécanismes de gouvernance qui laissent à désirer et qui ouvrent la voie à un manque d'efficacité de l'investissement dans des sociétés de capital de risque. Les SCRT livrent également concurrence aux fonds de capital de risque privés (« CR ») et font baisser les rendements des placements dans le marché du CR au Canada, ce qui a pour effet de nuire à l'investissement privé dans le CR au Canada. D'autres formes de soutien public aux marchés du CR qui ont obtenu plus de succès (comme celles des États-Unis) pourraient être examinées au Canada.
- Ce n'est qu'après une période suffisante (c'est-à-dire un certain nombre d'années) d'amélioration des marchés du CR (précédant un premier appel public à l'épargne) qu'il faudrait se demander de nouveau si les normes d'inscription sont trop faibles. Celles-ci ne devraient pas être modifiées pour l'instant (en date de 2006), les bourses de sociétés à petite capitalisation constituant un substitut imparfait aux marchés du CR du Canada dont la qualité est comparativement inférieure.

**Le rôle des entités de surveillance dans la réglementation sur les valeurs mobilières**

**Stephanie Ben-Ishai**, *The Effectiveness of Corporate Gatekeeper Liability in Canada* dans le volume VI.

- Il faudrait se demander s'il faut conférer au CCRC le statut d'OAR assujetti à la surveillance de chacun des organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux.
- Pour traiter des questions sur la responsabilité croissante des vérificateurs et sur l'augmentation correspondante des coûts de la vérification pour les émetteurs, il y aurait lieu d'examiner la proposition britannique concernant les « conventions de limitation de la responsabilité » avec les vérificateurs.
- Les activités des agences de notation devraient tomber sous la compétence des commissions des valeurs mobilières provinciales, et les agences de notation devraient être tenues de s'inscrire auprès des commissions des valeurs mobilières provinciales.
- Les obligations d'information formulées par l'OICV devraient être une condition applicable à l'inscription auprès des commissions des valeurs mobilières provinciales.
- Des mécanismes devraient être mis en place pour accroître la concurrence entre les agences de notation.
- Le principe directeur n° 11 de l'ACCOVAM – *Restrictions et informations relatives à la recherche* devrait être modifié pour exiger 1) une déclaration de l'analyste selon laquelle la recherche reflète véritablement l'opinion de l'analyste, et 2) l'interdiction que l'analyste soit assujetti à la supervision ou au contrôle par la banque d'investissement, le cas échéant.
- Des groupes de travail conjoints composés de membres de la commission des valeurs mobilières et du barreau devraient être mis sur pied dans chacune des provinces pour examiner les règles d'éthique professionnelle du barreau qui traitent de la fonction d'entité de surveillance des avocats à l'égard de sociétés.
- Le régime actuel sur la responsabilité des administrateurs en matière de surveillance devrait être examiné au moins un an après l'entrée en vigueur du nouveau régime ontarien de responsabilité civile relative à l'information sur le marché secondaire.

---

**Recommandations des chercheurs**

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

- Après des consultations avec des groupes du secteur et d'autres secteurs, l'ACCOVAM devrait élaborer une politique semblable à son principe directeur n° 11 imposant aux conseillers en placement des restrictions et des exigences de communication de l'information auxquelles se rattache une responsabilité.
- La documentation théorique et les réformes adoptées aux États-Unis et au Royaume-Uni indiquent qu'il n'y a pas lieu, à l'heure actuelle, d'appliquer quelque réforme que ce soit à l'égard de la responsabilité d'entité de surveillance à laquelle sont assujettis les preneurs fermes au Canada.

**Stephen Choi**, *Thoughts on the Regulation of Investment Analysts in Canada* dans le volume VI.

- Favoriser une réglementation moins envahissante, lorsque cela est possible.
- Accroître l'étendue de l'information obligatoire de la part des entreprises suivies afin de réduire « l'insuffisance d'information » qui amène maintenant des analystes à fournir de l'information aux marchés.
- Exiger des analystes qu'ils divulguent de l'information comparative (par rapport à celle d'autres analystes) simple et normalisée sur les indicateurs d'exactitude des analystes.
- La réglementation visant à interdire les conflits d'intérêts devrait également prévoir d'autres moyens de financer la recherche par des analystes du côté de la vente.

### Innovation en matière de réglementation

**Harry Panjer**, *Insurance Against Misinformation in the Securities Market: Actuarial Aspects* dans le volume II.

- Établir s'il existe une volonté de la part i) des gouvernements, ii) des investisseurs, iii) des courtiers et iv) des émetteurs d'avoir un programme d'assurance contre la désinformation. Sans un certain intérêt envers un tel programme, du moins en principe, toute autre démarche pourrait être futile.
- Déterminer sous quelle forme devrait se présenter l'assurance contre la désinformation. M. Panjer recommande de poursuivre le modèle fondé sur un fonds avec ou sans le soutien de l'État. Les assureurs et les réassureurs ne seront vraisemblablement pas prêts à assumer ce risque sans bénéficier en retour d'un avantage important, ce risque s'accompagnant d'un degré élevé d'incertitude.
- Déterminer la taille appropriée du fonds et le niveau de rentrées des fonds totales nécessaires. Pour ce faire, il faudra étudier sérieusement les situations de désinformation antérieures.
- Déterminer qui devrait être le payeur. Plusieurs choix sont justifiés par de bons arguments. Un pourcentage fixe de frais imputés pour chaque transaction semble le meilleur point de départ. Un processus de gradation du risque pourrait servir à le raffiner, si désiré, à une étape ultérieure.
- Établir un mécanisme de financement approprié capable d'absorber d'importantes fluctuations au chapitre des pertes dans le fonds. Ce mécanisme pourrait être aussi simple qu'une évaluation rétroactive de tous les émetteurs ou aussi complexe qu'un instrument financier qui permettrait aux investisseurs d'assumer le risque de désinformation.



---

**Tom Baker**, *Insurance Against Misinformation in the Securities Market* dans le volume II.

- Évaluer les choix de modèles et déterminer la forme optimale que devrait prendre un programme d'assurance contre la désinformation dans le domaine des valeurs mobilières.
- Évaluer l'attrait que présente un tel programme pour les intervenants.
- Si le programme est suffisamment attrayant, faire appel à un cabinet d'actuaire ayant de l'expérience dans l'établissement du coût de l'assurance des administrateurs et des dirigeants afin de préciser le coût et le financement nécessaires pour soutenir le programme, comme il est indiqué dans le rapport complémentaire du professeur Harry Panjer.

### Comment les investisseurs prennent leurs décisions de placement

**Richard Deaves**, *How are Investment Decisions Made* dans le volume II.

- Les organismes de réglementation doivent reconnaître les limites de nombreux épargnants et en tenir compte expressément.
- À l'avenir, les organismes de réglementation devraient porter davantage attention à la forme (plutôt qu'au contenu) de l'information communiquée.
- Les organismes de réglementation devraient rendre obligatoire la communication de plus d'informations sur les frais et les taux de rendement.
- Les organismes de réglementation devraient porter une attention particulière aux pratiques et aux compétences des représentants inscrits, surtout ceux qui vendent des titres de fonds communs de placement.
- Les organismes de réglementation devraient favoriser le mouvement vers une plus grande utilisation de la communication de l'information par voie électronique.
- La mise en application de la réglementation sur les valeurs mobilières doit être renforcée.

### Formation des investisseurs

**Caroline Cakebread**, *Investor Education in Canada: Toward a Better Framework* dans le volume III.

#### *Examiner la formation des investisseurs dans le contexte des compétences financières*

- Inclure la formation des investisseurs à titre d'élément d'un ensemble plus large de compétences et de ressources financières dont a besoin la population en général.
- Réunir les actuels fournisseurs de services de formation des investisseurs au Canada ainsi que d'autres organismes clés, y compris les OAR, les organismes gouvernementaux et les associations du secteur, pour clarifier/déterminer le rôle de la formation des investisseurs et sa place dans un cadre plus large de formation financière et d'acquisition de compétences financières.
- Exercer un lobby collectif au niveau national en faveur d'un mandat en matière de compétences financières.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

### *Assumer un leadership national*

- Établir un leadership national et identifier des porte-parole pour mettre sur pied un cadre de formation des investisseurs.
- Créer un organisme unique chargé de coordonner les efforts de tous les intervenants actuels et de favoriser ainsi que de financer la mise sur pied de nouveaux programmes d'envergure nationale dans des domaines qui ne sont pas encore desservis. Des représentants de tous les organismes qui fournissent actuellement des services de formation des investisseurs au Canada, ainsi que d'autres parties intéressées à accroître la capacité de prise de décisions en matière de placement des investisseurs et des non-investisseurs au Canada (secteur, OAR, etc.), feraient partie de ce nouvel organisme.

### *Faire de la recherche une prémisses*

- La mise sur pied d'un cadre efficace pour la formation des investisseurs au Canada se traduirait par un vaste programme de recherche concernant les compétences financières (et par la suite) des compétences en placement des Canadiens et répondrait à ce besoin. À l'heure actuelle, la majeure partie de la formation des investisseurs est fournie en réaction à des appels et à des plaintes.
- La recherche permettra d'établir des buts et des objectifs pour les fournisseurs de services de formation des investisseurs.
- Il est à noter que les ACVM, sur l'initiative de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, ont amorcé des recherches dans ce domaine.

### *Assurer un financement durable*

- Tout cadre pour la formation des investisseurs au Canada doit prévoir un financement durable des organismes qui assurent la formation des investisseurs au niveau national. Le financement pourrait également servir à soutenir des activités provinciales ainsi que des initiatives ciblées qui pourraient être utilisées à l'échelle nationale.

### *Encourager la collaboration et les partenariats public-privé*

- Une plus grande collaboration entre les fournisseurs de services de formation des investisseurs réduirait le dédoublement actuel et aurait un effet multiplicateur sur les ressources limitées, en plus de faire en sorte que les intérêts de tous les intervenants soient représentés.

### *S'engager à évaluer les résultats*

- Des objectifs et des résultats établis par consensus national sont nécessaires pour connaître les objectifs poursuivis par les organismes dans le domaine de la formation des investisseurs et s'entendre sur de tels objectifs.

### *Marketing et distribution*

- L'expression selon laquelle « l'offre crée la demande » semble un élément dominant dans nombre de projets de formation des investisseurs au Canada. Tout cadre pour la prestation efficace de services de formation des investisseurs au Canada fera en sorte de sensibiliser les Canadiens aux ressources disponibles en matière de formation – et portera sur les meilleurs moyens d'offrir ces ressources à des groupes ciblés de la population.

---

## Communication efficace de l'information

**Dimity Kingsford Smith**, *Importing the E-World into Canadian Securities Regulation* dans le volume V.

- L'information devrait être présentée selon un modèle progressif, en fonction des besoins de l'utilisateur, de manière à ce que les investisseurs puissent décider de la quantité d'information qu'ils souhaitent consulter et de son niveau de technicité.
- Il devrait être obligatoire de transmettre aux investisseurs certains brefs faits saillants concernant le placement – le prix, les niveaux de risque, les frais et les charges ainsi que les modalités de base du placement.
- Pour pouvoir utiliser davantage la transmission électronique d'information sur les valeurs mobilières au Canada, SEDAR doit être amélioré pour être plus fiable et plus convivial. Il doit fonctionner de manière à fournir un accès facile à l'information plutôt que de créer des barrières ou des obstacles.
- Il faudrait réexaminer l'exigence relative au consentement explicite à la transmission électronique, dans la mesure où l'accès au document transmis et son intégrité sont assurés.
- Les intermédiaires participant au processus de vente devraient distribuer à tous les investisseurs un document d'information de base de trois pages présenté dans un format standard. Les intermédiaires ne seraient pas considérés comme ayant rempli leurs obligations de contrôle de la convenance s'il ne portaient pas ce document à l'attention des investisseurs. La troisième page du document devrait contenir un formulaire de demande que l'investisseur devrait signer ou soumettre à l'aide d'un NIP.
- Les intermédiaires devraient mettre à la disposition de l'investisseur un document de dix pages présenté dans un format standard contenant de l'information précise sur l'émetteur et le placement. Un investisseur indépendant serait informé de l'existence de ce document par l'intermédiaire de l'adresse URL ou de l'hyperlien dans le document de base, lequel devrait être utilisé pour faire une demande à l'égard des titres.
- Le document d'information de base et le document contenant l'information précise sur l'émetteur et le placement devraient comprendre des adresses URL ou des hyperliens vers des sites comme SEDAR, où se trouve le dossier d'information continue de l'émetteur.

**Janis Sarra**, *Modernizing Disclosure in Canadian Securities Law: An Assessment of Recent Developments in Canada and Selected Jurisdictions* dans le volume II (Les recommandations de la professeure Sarra sont présentées en partie à titre de possibilités différentes en matière de politique publique).

- Maintenir le statu quo – permettre que les modifications récentes et les efforts d'harmonisation en vertu du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, du *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* et du *Règlement 52-111 sur les rapports sur le contrôle interne à l'égard de l'information financière*, par exemple, soient établis avant de modifier à nouveau la réglementation sur l'information.
- Élaborer un régime efficace de communication de l'information par voie électronique – élaborer un cadre qui ferait en sorte que l'information soit plus accessible et significative pour les investisseurs grâce à sa transmission sur le Web et à un accès complet au moyen d'un simple clic.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

- Élaborer un document intégré d'information à l'intention du marché et un système de communication de l'information par voie électronique. Cela donnera également lieu à un examen du rôle du preneur ferme en tant qu'entité de surveillance relativement à un document d'information intégré à l'intention du marché – le preneur ferme pourrait être tenu de fournir une attestation selon laquelle le document d'information intégré sur le marché contient toute l'information nécessaire pour permettre à un investisseur raisonnable de prendre une décision de placement éclairée.
- S'assurer que les documents d'information satisfont aux exigences d'un exposé complet, véridique et clair.

### Application de la loi

**U. Bhattacharya**, *Enforcement and its Impact on Cost of Equity and Liquidity of the Market* dans le volume VI.

- En comparaison de ce qui se fait aux États-Unis, l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada laisse à désirer. Comme il apparaît de plus en plus évident à l'échelle mondiale que l'application des lois sur les valeurs mobilières réduit le coût du financement et accroît la liquidité – l'effet est plus marqué sur les marchés émergents, mais se fait encore sentir dans les pays développés comme le Canada – le Canada peut renforcer ses marchés financiers en faisant respecter davantage ses lois sur les valeurs mobilières actuelles.
- Comme il semble évident au niveau mondial que l'application des lois sur les valeurs mobilières qui améliorent la communication de l'information est le meilleur moyen de consolider la situation des marchés financiers, le Canada devrait s'attacher particulièrement à faire respecter les lois sur les valeurs mobilières qui rendent les entreprises plus transparentes dans le cadre de leurs activités sur les marchés financiers canadiens.

**M. Condon et P. Puri**, *The Role of Compliance in Securities Regulatory Enforcement* dans le volume VI.

- Les commissions des valeurs mobilières et les OAR devraient s'efforcer davantage d'informer les investisseurs sur des risques du marché et des personnes qui devraient supporter le risque de perte lorsqu'il y a pertes de placement sur le marché. Il devrait également y avoir plus de formation sur l'importance de diversifier son portefeuille.
- Les conseillers financiers et leurs maisons de courtage devraient être tenus de faire connaître le risque associé à un placement au moment où l'opération est conclue, d'une manière facilement compréhensible, ainsi que l'effet de l'opération sur l'ensemble du portefeuille du client en termes de risques et de diversification.
- Au moment de l'ouverture d'un compte, les maisons de courtage et les conseillers financiers devraient être tenus de divulguer l'information suivante dans un court document (1 ou 2 pages) : a) une liste des modes de rémunération pour les services qui seront fournis (qu'ils soient disponibles ou non au sein de la maison de courtage) et b) les modes de rémunération qui existent au sein de la maison de courtage donnée et qui sont prévus par le conseiller.
- Au moment d'une opération donnée, le conseiller financier devrait être tenu de divulguer, dans un sommaire des opérations, la valeur en dollars totale de la rémunération que l'investisseur a versée ou est tenu de verser, directement ou indirectement, au conseiller et à sa maison de courtage. De même, toute rémunération et tout avantage que touchera le conseiller financier et sa maison de courtage de la part de tiers seraient divulgués. Les conseillers financiers devraient également être tenus de divulguer la valeur en dollars de la rémunération que le client aurait

---

versé s'il avait choisi un autre mode de rémunération au moment de l'ouverture du compte, ou un autre mode de rémunération pour une opération en particulier.

- À la fin de l'année, les conseillers financiers devraient être tenus de divulguer la rémunération totale versée par le client pendant l'année ainsi que les frais qui auraient été payés selon d'autres modes de rémunération.
- Dans le cadre de leur modèle d'affaires en vue de se différencier de leurs concurrents, les maisons de courtage devraient être invitées à imposer à leurs employés des normes de compétence plus élevées que celles qui sont actuellement exigées par les organismes de réglementation.
- Les organismes de réglementation devraient également songer à imposer des exigences en matière de compétences et des normes de professionnalisme plus rigoureuses pour conférer au secteur un plus grand sens du professionnalisme.
- Les organismes de réglementation devraient rendre obligatoire la divulgation des études et des compétences des conseillers au moment de l'ouverture d'un compte, y compris toute compétence qui est au-dessus des exigences réglementaires minimales.
- Les organismes de réglementation devraient exiger que les conseillers divulguent aux clients, nouveaux et actuels, toute plainte d'incapacité et d'autres pratiques abusives en matière de vente qui s'est avérée fondée.
- Les organismes de réglementation devraient exiger que les conseillers divulguent aux clients, nouveaux et actuels, les allégations de placements inappropriés et d'autres pratiques abusives en matière de vente qui se sont avérées fondées.
- L'approche de la conformité ne devrait pas être utilisée pour les multi-récidivistes qui adoptent sans cesse des pratiques abusives en matière de vente. Ces récidivistes devraient plutôt être radiés du secteur.
- On devrait inciter les organismes de réglementation à obtenir des commentaires des épargnants sur la façon dont est définie la méthodologie fondée sur le risque qui est utilisée à l'égard des vérifications en matière de conformité des ventes et quels facteurs sont considérés comme pertinents au moment de déterminer les maisons de courtage qui seront assujetties à de telles vérifications.
- On devrait inciter les maisons de courtage à utiliser une approche axée sur le risque au sein même de leur organisation pour s'assurer que le personnel de vente et les bureaux de division satisfont aux normes minimales qui leur sont imposées, et également pour identifier les membres du personnel de vente et/ou les bureaux de division qui causent particulièrement de problèmes pour ce qui est des pratiques abusives en matière de vente et agir à leur égard.
- L'ACCOVAM devrait avoir le pouvoir légal d'exiger que des témoins tiers se présentent devant elle dans le cadre de procédures réglementaires, de manière à améliorer l'efficacité de ses mesures d'application.
- Les organismes de réglementation devraient exiger que tous les émetteurs assujettis élaborent et déposent un code de déontologie explicite sur les interdictions en matière d'opérations d'initiés et les politiques en matière de déclarations d'initiés.
- Le contenu de toute politique en matière d'opérations d'initiés ne devrait pas être prévu par les organismes de réglementation, mais une telle politique devrait vraisemblablement comprendre l'introduction de « périodes d'interdiction » prévues. Elle devrait également indiquer dans une certaine mesure la façon dont l'émetteur se propose de contrôler le respect continu de sa politique interne.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

- Les émetteurs et les personnes inscrites devraient mieux informer leurs dirigeants et employés des paramètres des opérations d'initiés, notamment les cas où l'information est suffisamment « importante » pour entraîner l'application des interdictions d'opérations d'initiés. Les entreprises devraient également se livrer sérieusement à un processus d'élaboration d'un code de déontologie en ce qui a trait aux opérations d'initiés.
- Les entreprises devraient songer sérieusement à élaborer des fonctions de suivi continu des opérations d'initiés, en particulier en ce qui a trait à l'octroi ou à l'exercice d'options d'achat d'actions. Ces fonctions pourraient comprendre la nomination d'un haut dirigeant ayant la responsabilité d'approuver l'exercice des options d'achat d'actions.
- Des ressources réglementaires additionnelles devraient être consacrées à l'amélioration des outils technologiques pour déceler ou empêcher les opérations d'initiés.
- Les opérations d'initiés devraient être divulguées publiquement en temps réel tant comme élément dissuasif supplémentaire face aux opérations d'initiés illégales que pour améliorer l'information sur le marché qui est accessible aux épargnants.
- Les organismes de réglementation devraient adopter une approche axée sur le risque pour contrôler et surveiller la conformité des épargnants aux exigences accrues en matière d'opérations d'initiés.
- Il faudrait adopter une définition uniforme de « fait important » dans tout le pays pour s'assurer du respect des exigences relatives aux prospectus. La distinction entre un fait important et un changement important devrait être éliminée.
- Les organismes de réglementation devraient procéder à un examen complet ou ciblé uniquement à l'égard des prospectus des émetteurs dont ils sont l'autorité principale en vertu du Régime d'examen concerté, de manière à affecter leurs ressources efficacement et à éviter le dédoublement des examens.
- Compte tenu de la libéralisation des exigences en matière d'admissibilité au régime du prospectus simplifié, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient procéder à des examens plus fréquents et plus approfondis des prospectus simplifiés (et des dossiers d'information continue) des émetteurs qui ne sont pas suivis d'aussi près par les participants au marché comme les analystes de recherche.
- Les mesures d'application de la réglementation en matière d'information continue devraient être réorientées sur l'examen des systèmes de contrôle interne, plutôt que sur l'examen surtout du contenu de documents d'information continue précis.
- Les organismes de réglementation devraient améliorer la performance des émetteurs assujettis en ce qui a trait à l'information continue en élaborant pour les systèmes de contrôle de communication de l'information et de déclaration une série de modèles de pratiques exemplaires qui cibleraient des domaines aux prises avec des lacunes persistantes en matière d'information continue.
- L'application de sanctions par les organismes de réglementation devrait généralement comprendre des ordonnances obligeant les émetteurs assujettis à passer en revue leurs contrôles et procédures internes de communication de l'information, et à transmettre les résultats de cet examen et les mesures à prendre à l'organisme de réglementation.
- Les organismes de réglementation devraient songer à faire connaître davantage l'existence et le contenu des listes des émetteurs assujettis en défaut, des nouveaux dépôts et des erreurs qu'ils tiennent.

- 
- Les émetteurs assujettis devraient être encouragés à participer à différentes innovations en matière de communication de l'information, comme i) la mise sur pied de sous-comités du conseil sur la communication de l'information, ii) la nomination d'un chef de la conformité de l'information au niveau de la haute direction, iii) une meilleure communication de l'information dans les rapports de gestion concernant l'existence et la nature de systèmes internes de contrôle de la communication de l'information.
  - Des recherches additionnelles devraient être commanditées pour fournir un calcul détaillé des coûts de la conformité aux initiatives externes et internes des organismes d'autoréglementation, ainsi que leurs avantages qualitatifs et quantifiables.

### La réponse des organismes de réglementation aux « nouveaux » produits de placement

**André Fok Kam**, *A Canadian Framework for Hedge Fund Regulation* dans le volume III.

- Pour contrôler le risque systémique, les organismes de réglementation canadiens devraient continuer à échanger de l'information avec leurs homologues étrangers dans le cadre de forums bilatéraux et multilatéraux comme le Forum sur la stabilité financière.
- Les organismes de réglementation devraient faire preuve d'une vigilance constante à l'égard des banques pour s'assurer qu'elles évaluent sans cesse les risques liés aux fonds de couverture.
- Si la structure d'emprunt actuel des sociétés d'État est maintenue, des lignes directrices devraient être établies quant aux types de billets structurés appropriés dans le cas de ces sociétés.
- Les produits dérivés, comme les billets à capital protégé, devraient être réglementés en fonction de la nature du placement sous-jacent et non du titre qui le couvre.
- Les épargnants ne devraient pas avoir accès à des fonds de couverture autonomes.
- Les épargnants devraient pouvoir investir directement dans des fonds de fonds de couverture, y compris dans des fonds qui ont plusieurs conseillers.
- L'ouverture des fonds de fonds de couverture aux marchés des particuliers devrait s'accompagner de mesures visant à informer les épargnants des placements alternatifs.
- Le cadre réglementaire pour les fonds de fonds de couverture destinés aux particuliers devrait être intégré à la structure actuelle des fonds communs de placement. Un des moyens de mettre en œuvre cette recommandation consisterait à mettre à jour et à moderniser le *Règlement 81-104 sur les fonds marché à terme*.
- Les achats de titres de fonds de couverture destinés aux particuliers ne devraient pas être assujettis à un montant d'achat minimum.
- La rémunération au rendement pour les fonds de fonds de couverture destinés aux particuliers devrait être assujettie à des plafonds obligatoires et être calculée en fonction du rendement du fonds de fonds dans son ensemble et non en fonction du rendement de chaque fonds sous-jacent.

## Le Canada s'engage

---

Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage  
Le Canada s'engage

- La réglementation actuelle en matière de fonds communs de placement ne devrait pas être modifiée pour permettre aux gérants de fonds de fonds de couverture destinés aux particuliers de payer une partie de leur rémunération au rendement à des intermédiaires sous forme de commissions de suivi.
- La réglementation devrait spécifier une période de blocage maximale, une fréquence minimale pour les rachats et une période d'avis maximale.
- Les fonds de fonds de couverture destinés aux particuliers devraient être tenus de communiquer la totalité des frais et de la rémunération du gérant et de l'intermédiaire ainsi que tous les conflits d'intérêts.
- Les gérants de fonds d'investissement devraient être invités à faire l'essai de la communication de l'information sur les faits nouveaux importants.
- Les gérants de fonds devraient être tenus de s'inscrire.
- Les gérants de fonds devraient être tenus d'avoir des fonds minimums correspondant aux dépenses prévues pour un certain nombre de mois ainsi qu'un montant fixe qui servirait de coussin.
- Les nouveaux gérants de fonds devraient être tenus de présenter un plan d'affaires comme condition à leur inscription.
- Il faudrait songer à la possibilité d'exiger que les gérants de fonds de fonds de couverture destinés aux particuliers aient un niveau minimum d'actifs de fonds de couverture sous gestion avant de lancer un fonds destiné aux particuliers.
- Les gérants de fonds devraient être tenus de souscrire une assurance erreurs et omissions.
- Les employés du conseiller d'un fonds de fonds de couverture destiné aux particuliers devraient compter un certain nombre d'années d'expérience dans l'application de stratégies en matière de fonds de couverture, y compris une expérience spécifique en matière de fonds de couverture.
- La mise en œuvre de l'exigence du contrôle de la convenance devrait être améliorée en insistant davantage sur la connaissance du produit par les intermédiaires.
- Il faudrait examiner la possibilité de mettre sur pied un centre d'expertise en matière de fonds de couverture.
- L'examen réglementaire des gérants de fonds devrait inclure le recours à des prédicateurs de fraudes.