

Introduction

Si l'on veut se doter d'un cadre réglementaire efficace, il est indispensable de prendre en compte ce qui se passe au-delà de nos frontières. Il est possible pour un pays d'obtenir un avantage comparatif en établissant un cadre réglementaire de premier rang. Pour que nos institutions et nos marchés financiers soient concurrentiels à l'échelle internationale, notre cadre réglementaire doit être – et incontestablement – au moins aussi bon que ses pendants à l'étranger.

– Allocution prononcée par David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, devant la Toronto CFA Society, 22 septembre 2005

Portée du mandat

Le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada (« Groupe de travail ») a été créé en juin 2005 par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (« ACCOVAM »). Le Groupe de travail avait pour mandat de formuler des recommandations visant à moderniser la réglementation des valeurs mobilières au Canada en vue d'améliorer ou de maintenir la compétitivité¹ des marchés financiers au Canada, tout en continuant de protéger les épargnants. Nous remercions l'ACCOVAM de nous avoir donné l'occasion d'examiner les diverses questions traitées dans ce rapport. Notre mandat et nos attributions ont été élaborés en étroite collaboration avec l'ACCOVAM. Cependant, en toute justice envers celle-ci, nous tenons à souligner que nos recommandations et les points de vue que nous exprimons, ainsi que les recommandations des chercheurs que nous avons mandatés, ne peuvent en aucun cas être attribués à l'ACCOVAM.

Le mandat et les attributions connexes du Groupe de travail figurent à l'appendice A de ce rapport. À la lecture de notre mandat, on constate qu'il comporte deux volets. En ce qui concerne le premier volet, quiconque s'intéresse à la réglementation des valeurs mobilières saisira immédiatement l'immensité de la tâche que représente l'examen de tous les éléments perfectibles de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Cependant, il ne faut pas nécessairement en conclure qu'un très grand nombre de problèmes touchent actuellement la réglementation des valeurs mobilières. Toutefois, à l'instar de tout cadre de réglementation, certains aspects ont besoin d'être modernisés pour suivre le pas de l'environnement en constante évolution dans lequel les personnes réglementées exercent leurs activités.

[traduction] Le Canada joue un rôle mineur dans les marchés financiers mondiaux; alors qu'il représentait 3 % des marchés financiers mondiaux au début de la dernière décennie, il ne représente plus actuellement que moins de 2 % [...] De nombreux facteurs ont été évoqués pour expliquer cette situation déplorable, et le cadre réglementaire canadien actuel est l'un d'eux.

– Bourse des marchandises de Winnipeg (mémoire soumis au Groupe de travail figurant dans le volume VII)

¹Aux États-Unis, le Committee on Capital Markets Regulation a annoncé le 12 septembre 2006 qu'il examinerait l'incidence de la réglementation américaine des marchés financiers sur la compétitivité des marchés américains.

Ensuite, il sera tout aussi évident que la question de la compétitivité des marchés financiers canadiens peut être abordée à partir de nombreux points de vue, comme le droit applicable aux sociétés constituées au pays, les incitatifs fiscaux accordés aux investisseurs canadiens, les incitatifs fiscaux destinés à attirer les investisseurs étrangers et, bien entendu, le cadre de réglementation des valeurs mobilières dans lequel fonctionnent les marchés financiers. De toute évidence, ce dernier élément établit le lien entre les deux volets principaux de notre mandat et, à quelques exceptions près, il constitue l'unique objet de notre analyse et de nos recommandations.

En ce qui concerne la portée de notre analyse, il convient de mentionner plusieurs décisions importantes prises par le Groupe de travail au début de ses travaux. D'abord, nous avons tâché de ne pas répéter les analyses approfondies de la réglementation des valeurs mobilières déjà réalisées par d'autres intéressés, comme le récent Comité d'étude de cinq ans créé par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'analyse de la législation sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique faite par la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, et, dans la mesure du possible, de ne pas dédoubler les autres travaux et recommandations faits par d'autres intervenants du secteur de la réglementation des valeurs mobilières (un bref aperçu de ces travaux est présenté au chapitre 2). Par conséquent, lorsque nous avons sollicité les commentaires des intéressés, nous avons souligné que notre mandat ne consistait pas à formuler des recommandations sur les éléments qui ne « fonctionnent pas » et qui « nécessitent une intervention ». Même si le mandat du Groupe de travail avait une visée corrective, il mettait principalement l'accent sur l'adaptation du régime canadien de réglementation à l'environnement dans lequel les marchés des valeurs mobilières fonctionnent actuellement et fonctionneront probablement dans le futur. En un mot, comme l'appellation du Groupe de travail le dit bien, notre objectif était de formuler des recommandations visant à « moderniser » la législation sur les valeurs mobilières.

En outre, nous avons expressément décidé de ne pas étudier la fonction des organismes d'autorégulation (« OAR ») au sein du système de réglementation des valeurs mobilières, sauf en ce qui concerne les questions liées à l'application de la loi, où leur rôle en fait partie intégrante. Bien que nous ayons été invités par certains à examiner le rôle des OAR, il nous est apparu difficile de le faire avec une certaine crédibilité, compte tenu de l'identité de notre commanditaire.

Nous avons également omis d'étudier les nombreuses questions relatives à la réglementation du secteur des fonds communs de placement, sauf dans la mesure où elles sont essentielles aux questions concernant les fonds de couverture et inévitables aux fins de l'examen des divers aspects de la participation des épargnants dans de tels fonds. La réglementation des fonds communs de placement a fait l'objet de nombreux ouvrages sérieux au cours des dernières années, et ce domaine soulèvera probablement une attention nouvelle lorsque les travaux sur les fonds de couverture réalisés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières seront mis à la disposition des organismes de réglementation canadiens.

[traduction] *Promouvoir nos marchés financiers à l'échelle mondiale suppose de faire accepter notre système réglementaire. Lorsque les premières lois provinciales sur les valeurs mobilières ont été rédigées, les capitaux étaient suffisamment statiques pour que chaque organisme de réglementation ait un monopole local. Maintenant que le flot des capitaux peut éviter les régimes réglementaires inhospitaliers, l'ère des monopoles réglementaires est révolue. Nous devons reconnaître que le futur de nos marchés financiers dépend de la prise en compte par nos législateurs, organismes de réglementation et bourses du fait fondamental que nous – et eux – sommes en concurrence pour les capitaux à l'échelle internationale.*

– Professeur G. MacIntosh, cité par la Bourse des marchandises de Winnipeg (mémoire soumis au Groupe de travail figurant dans le volume VII)

Finalement, à la surprise probable de certains intéressés, nous n'avons pas abordé directement le sujet de la fragmentation réglementaire, bien que cette question se trouve au cœur des préoccupations des participants aux marchés financiers canadiens depuis de nombreuses années. En effet, cette question était expressément exclue de notre mandat en raison du grand nombre d'interventions à cet égard qui sont en cours ou qui ont été faites depuis quelques années, qu'il s'agisse des demandes pressantes visant la création d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada ou de l'instauration d'un système réglementaire de « passeport ».

Néanmoins, comme la fragmentation réglementaire demeure la première préoccupation des parties intéressées aux marchés financiers canadiens et du public en général, nous avons souvent dû rappeler à ceux qui voulaient aborder la question que ce sujet, malgré l'intérêt évident que nous lui portons, ne faisait pas partie de notre mandat. On ne peut douter de l'importance de régler cette question rapidement et d'une façon permettant d'atténuer le plus possible, voire de supprimer, ces préoccupations très légitimes. Bien que nous n'ayons pas directement abordé la question de la fragmentation réglementaire dans notre rapport, nous joignons les rangs de ceux qui demandent la prise de mesures immédiates afin d'améliorer la structure de réglementation des valeurs mobilières inefficace, dépassée et duplicative actuellement en vigueur au Canada.

Malgré les contraintes de notre mandat, dans le cadre de notre examen de la question extrêmement importante de l'application des lois sur les valeurs mobilières, il nous a été impossible de faire abstraction de l'incidence négative de la fragmentation réglementaire à cet égard.

Dans un certain nombre de cas, nous avons recommandé une coordination nationale des diverses initiatives à des fins d'efficacité et d'efficience, notamment en ce qui concerne les recommandations formulées visant la formation des investisseurs, les compétences électroniques à titre de priorité nationale et l'application de la loi. Il ne faisait pas partie du mandat du Groupe de travail de déterminer si cette coordination nationale doit être réalisée au moyen d'une intervention fédérale ou d'une collaboration efficace entre les membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières. Nous souhaitons que tous les organismes gouvernementaux et réglementaires collaborent, dans toutes les circonstances appropriées, afin d'assurer l'atteinte de chaque objectif.

Procédure

Commentaires des intervenants aux marchés financiers canadiens et d'autres parties intéressées

Le 16 septembre 2005, le Groupe de travail a sollicité les commentaires des divers intervenants aux marchés financiers de partout au Canada. Cet appel a été suivi par une invitation générale sollicitant les commentaires de toutes les parties intéressées, qui a été publiée dans l'édition nationale des quotidiens *The Globe and Mail* et *The National Post* le 11 octobre 2005, ainsi que dans le quotidien *La Presse* le 19 octobre 2005. L'appendice B contient un exemplaire de la sollicitation de commentaires faite par le Groupe de travail et des annonces qui ont été publiées dans les journaux.

En réponse à ces invitations, nous avons reçu des mémoires de la part de divers intervenants des marchés financiers et d'autres parties intéressées. Ces mémoires ont été affichés (sauf en l'absence de consentement) sur le site Web du Groupe de travail et sont maintenant publiés dans le volume VII de ce rapport.

Le Canada s'engage

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

Bon nombre des intéressés qui ont soumis des mémoires au Groupe de travail ont également demandé d'avoir l'occasion de se faire entendre par celui-ci. À cette fin et à l'intention de ceux qui ne désiraient pas soumettre de mémoire, le Groupe de travail a tenu des réunions aux fins des présentations à Vancouver, à Montréal, à Ottawa et à Toronto. La réunion devant avoir lieu à Calgary a été annulée faute de demande à cet effet. Nous avons aussi eu l'occasion d'entendre le point de vue des organismes de réglementation et des participants aux marchés financiers aux États-Unis lors de notre passage à New York et à Washington. Une liste des intéressés qui ont fait des présentations devant le Groupe de travail figure à l'appendice C.

Les mémoires ainsi que les présentations nous ont été extrêmement utiles pour délimiter notre mandat et cerner la majorité des questions qui ont fait l'objet de nos recommandations. Bien que certains de ces commentaires visaient des points de détail de la réglementation qui nous semblaient trop « spécifiques » aux fins de notre mandat, de nombreux autres portaient sur des questions plus générales essentielles à la modernisation des lois sur les valeurs mobilières canadiennes ou sur des points à corriger afin d'améliorer l'efficacité des marchés financiers canadiens.

Au nombre des intéressés avec lesquels nous avons discuté figurent plusieurs membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières. Dans la mesure où ils pouvaient se le permettre, ils ont également communiqué des informations – ou fait part de leurs réflexions – aux chercheurs que nous avons mandatés. De plus, nous avons pu bénéficier de l'aide très précieuse de notre commanditaire, l'ACCOVAM, qui a présenté des mémoires fort utiles en plus de mettre ses cadres supérieurs à la disposition de nos chercheurs. Cette contribution du point de vue réglementaire, tant de la part des organismes de réglementation que de celle des autorités gouvernementales, ainsi que leur connaissance des faits et les nombreuses idées qu'ils ont exprimées, ont été immensément utiles et bienvenus.

Outre les organismes de réglementation, nous sommes très reconnaissants envers les autres participants au marché qui ont consacré temps et énergie pour nous faire connaître leurs préoccupations.

Nous exprimons également nos remerciements à tous ceux dont les préoccupations particulières n'ont pas été abordées dans notre rapport et nos recommandations, étant donné qu'il nous était malheureusement impossible de donner suite à toutes les observations. Cependant, en affichant tous les mémoires soumis au Groupe de travail (sauf sous le sceau de la confidentialité) sur notre site Web et en les publiant dans le volume V de notre rapport, nous avons fait de notre mieux pour que l'ensemble des préoccupations exprimées soient accessibles aux organismes de réglementation et aux autorités responsables de l'établissement de politiques au Canada.

Points de vue provenant des autres territoires

Le Groupe de travail a sollicité les analyses de conseillers juridiques et d'organismes de réglementation aux États-Unis et au Royaume-Uni afin de mieux connaître les diverses initiatives en matière de réforme de la législation sur les valeurs mobilières qui sont en cours dans ces territoires. Nous estimons que la possibilité d'examiner les initiatives en matière de réforme qui ont connu du succès ailleurs et leur application possible au contexte canadien nous a aidé à formuler un certain nombre de nos recommandations.

Recherche

Le Groupe de travail a commandé trente rapports de recherche auprès de chercheurs et de conseillers juridiques canadiens et internationaux de premier plan afin de connaître les courants de pensée les plus actuels en matière de réglementation des valeurs mobilières et de vérifier si certaines recommandations possibles méritaient d'être développées. Ces rapports de recherche ont étayé les recommandations énoncées dans notre rapport et sont présentées dans les volumes II, III, IV, V et VI.

Réunions du Groupe de travail

Le Groupe de travail a tenu des réunions entre septembre 2005 et septembre 2006 aux fins de l'audition des présentations, de l'examen des rapports de recherche commandés ainsi que de la formulation et de la discussion des recommandations énoncées dans ce rapport.

La structure du rapport

Au chapitre 1, nous examinons *pourquoi* il est important pour tous les Canadiens de pouvoir compter sur des marchés financiers dynamiques et des lois sur les valeurs mobilières modernes. Le chapitre 2 présente un aperçu des récentes initiatives en matière de réforme des lois canadiennes sur les valeurs mobilières (une présentation similaire des initiatives en matière de réforme aux États-Unis et au Royaume-Uni figure à l'appendice D).

La deuxième partie de ce rapport vise à recommander *comment* les lois sur les valeurs mobilières canadiennes peuvent être modernisées. Le chapitre 3 analyse le cadre réglementaire régissant les marchés financiers canadiens et la façon dont celui-ci pourrait être modernisé. Le chapitre 4 explore comment les investisseurs prennent leurs décisions de placement et contient des recommandations visant à améliorer l'efficacité de la communication de l'information sur les valeurs mobilières, principalement grâce à l'utilisation de moyens de communication électroniques. Le chapitre 5 examine comment les lois sur les valeurs mobilières canadiennes peuvent être modernisées afin de permettre aux émetteurs d'accéder plus rapidement aux marchés financiers. Le chapitre 6 recommande des façons de réglementer les fonds de couverture, qui constituent une forme de produit financier ayant attiré peu d'attention réglementaire jusqu'à présent. Le chapitre 7 suggère la révision du régime canadien actuel en matière d'application des lois sur les valeurs mobilières. Le Groupe de travail croit fermement que les lois sur les valeurs mobilières, aussi modernes soient-elles, ont peu d'utilité et ne favorisent pas le dynamisme des marchés financiers canadiens si elles ne sont pas appliquées équitablement et rigoureusement.

La troisième partie de ce rapport présente des « idées à explorer », soit des questions abordées par le Groupe de travail dans le cadre de ses discussions, mais à l'égard desquelles aucune recommandation n'a été formulée en raison de l'absence de consensus. Nous avons néanmoins jugé important de les inclure dans notre rapport afin de documenter notre pensée sur ces sujets et de fournir un point de départ à d'autres parties souhaitant poursuivre la réflexion. Par conséquent, le chapitre 8 présente un aperçu de la façon dont les entités de surveillance du secteur privé peuvent être mises à contribution au sein du régime de réglementation des valeurs mobilières. Quant au chapitre 9, il propose une assurance contre la « désinformation » dans les marchés financiers canadiens.

La quatrième partie de ce rapport examine la recherche sous-jacente ayant servi à éclairer un bon nombre des questions ayant fait l'objet de nos discussions. Le chapitre 10 consiste en une analyse de ces rapports de recherche, tandis que le chapitre 11 présente une liste de recommandations proposées indépendamment par les chercheurs que nous avons mandatés. Notons cependant que le Groupe de travail n'endosse pas nécessairement ces recommandations – les seules recommandations du Groupe de travail sont celles qui sont expressément énoncées aux chapitres 3 à 7.

Finalement, il est important de signaler que ce rapport ne constitue pas un traité de nature juridique. Il est le résultat de l'occasion unique qui nous a été donnée de faire un examen d'ensemble et exhaustif de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et des moyens de la moderniser. Bien que ce rapport énonce des recommandations que nous considérons toutes applicables, il ne précise pas les modifications à la législation nécessaires à leur mise en œuvre, puisque cette responsabilité échoit de droit aux organismes de réglementation. De plus, comme il est mentionné ci-dessus, les personnes désirant obtenir de plus amples renseignements concernant l'information contextuelle ayant servi à étayer nos recommandations peuvent se reporter aux rapports de recherche que nous avons commandés figurant dans les volumes II, III, IV, V et VI.