

Legislative  
Assembly  
of Ontario



Assemblée  
législative  
de l'Ontario

---

# COMITÉ PERMANENT DES ORGANISMES GOUVERNEMENTAUX

## RAPPORT SUR LES ORGANISMES, CONSEILS ET COMMISSIONS

COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO

2<sup>e</sup> session, 39<sup>e</sup> législature  
59 Elizabeth II

**Données de catalogage avant publication de la Bibliothèque et Archives Canada**

Ontario. Assemblée législative. Comité permanent des organismes gouvernementaux  
Rapport sur les organismes, conseil et commissions : Commission des valeurs mobilières  
de l'Ontario [ressource électronique]

Publ. aussi en anglais sous le titre : Report on agencies, boards and commissions : Ontario  
Securities Commission.

Monographie électronique en format PDF.

Mode d'accès: World Wide Web.

Également publ. en version imprimée.

ISBN 978-1-4435-2554-1

1. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario—Audit. 2. Commission des valeurs  
mobilières—Ontario. 3. Valeurs mobilières—Ontario. I. Titre. II. Titre: Report on agencies,  
boards and commissions : Ontario Securities Commission.

KEO407.5 A23 G68 2010

354.8'82809713

C2010-964022-5

Legislative  
Assembly  
of Ontario



Assemblée  
législative  
de l'Ontario

L'honorable Steve Peters  
Président de l'Assemblée législative

Monsieur le président,

Votre Comité permanent des organismes gouvernementaux a l'honneur de présenter son rapport et de le confier à l'Assemblée.

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Ernie Hardeman".

Ernie Hardeman  
Président

Queen's Park  
Mars 2010

**COMITÉ PERMANENT DES ORGANISMES GOUVERNEMENTAUX**

**COMPOSITION DU COMITÉ**

2<sup>e</sup> session, 39<sup>e</sup> législature  
(à partir du 9 mars 2010)

ERNIE HARDEMAN  
Président

LISA MACLEOD  
Vice-présidente

LAURA ALBANESE

MICHAEL A. BROWN

DONNA H. CANSFIELD

M. AILEEN CARROLL

HOWARD HAMPTON

LEEANNA PENDERGAST

JIM WILSON

---

Douglas Arnott  
Greffier du comité

Andrew McNaught  
Recherchiste

**COMITÉ PERMANENT DES ORGANISMES GOUVERNEMENTAUX**

**COMPOSITION DU COMITÉ**

1<sup>re</sup> session, 39<sup>e</sup> législature  
(à partir du 12 décembre 2007)

JULIA MUNRO  
Présidente

LISA MACLEOD  
Vice-présidente

MICHAEL A. BROWN

KEVIN DANIEL FLYNN

FRANCE GÉLINAS

RANDY HILLIER

DAVID RAMSAY

LIZ SANDALS

MARIA VAN BOMMEL

---

Douglas Arnott  
Greffier du comité

Andrew McNaught  
Recherchiste

**COMITÉ PERMANENT DES ORGANISMES GOUVERNEMENTAUX**  
**LISTE DES CHANGEMENTS DANS LA COMPOSITION DU COMITÉ**

KEVIN FLYNN a été remplacé par LOU RINALDI le 19 février 2009.

RANDY HILLIER a été remplacé par GERRY MARTINIUK le 25 mars 2009.

FRANCE GÉLINAS a été remplacée par HOWARD HAMPTON le 9 avril 2009.

MARIA VAN BOMMEL a été remplacée par RICK JOHNSON le 9 avril 2009.

LOU RINALDI a été remplacé par LAURA ALBANESE le 15 septembre 2009.

JULIA MUNRO a été remplacée par ERNIE HARDEMAN le 15 septembre 2009.

DAVID RAMSAY a été remplacé par YASIR NAQVI le 15 septembre 2009.

LIZ SANDALS a été remplacée par LEEANNA PENDERGAST le 15 septembre 2009.

GERRY MARTINIUK a été remplacé par JIM WILSON le 15 septembre 2009.

RICK JOHNSON a été remplacé par DONNA H. CANSFIELD le 9 mars 2010.

YASIR NAQVI a été remplacé par M. AILEEN CARROLL le 9 mars 2010.

---

**LISTE DES CHANGEMENTS TEMPORAIRES**

WAYNE ARTHURS

BRUCE CROZIER

BOB DELANEY

CHERI DINOVO

KEVIN DANIEL FLYNN

TIM HUDAK

LINDA JEFFREY

AMRIT MANGAT

YASIR NAQVI

MICHAEL PRUE

DAVID ZIMMER

**TABLE DES MATIÈRES**

INTRODUCTION	1
VUE D'ENSEMBLE DE LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO	2
LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE	4
Contexte	4
Réaction de la Commission à la crise financière mondiale	5
La crise du PCAA	6
Discussion et recommandations du Comité	10
L'APPLICATION DE LA LOI	13
Contexte	13
Application du <i>Code criminel</i>	14
Application de la réglementation	17
LA PROTECTION DES INVESTISSEURS	19
Contexte	19
La relation investisseur/conseiller	20
Traitement des plaintes et règlement des différends	21
Restitution	22
Organe consultatif d'investisseurs	23
Représentation des investisseurs à la Commission	24
Littératie financière	25
Discussion et recommandations du Comité	27
LA RESPONSABILISATION DE LA COMMISSION	29
Discussion et recommandation du Comité	31
ORGANISME NATIONAL DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES	31
Discussion et recommandation du Comité	33
AUTRES QUESTIONS DE RÉGLEMENTATION	33
Gouvernance d'entreprise	33
Démutualisation de la Bourse de Toronto	37
Réglementation fondée sur des principes	39
GLOSSAIRE	42
LISTE DES RECOMMANDATIONS	44
LISTE DES TÉMOINS	46

## INTRODUCTION

Une manifestation de la crise financière mondiale a été la perte de confiance des investisseurs dans les marchés boursiers, ici même en Ontario et partout dans le monde. Cette perte de confiance a fait plonger les marchés, et beaucoup de gens ont vu fondre les épargnes et les pensions accumulées tout au long de leur vie.

En Ontario, le principal responsable de la surveillance des marchés financiers est la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. La Commission n'a pas le pouvoir d'éliminer les risques pour les investisseurs ou de ramener la valeur des actions aux niveaux d'avant la récession, mais elle joue néanmoins un rôle important, car elle protège les investisseurs et favorise la confiance en l'intégrité des marchés. Ces aspects du mandat de la Commission prennent une importance accrue en période d'incertitude économique.

Compte tenu de ce qui précède, le Comité permanent des organismes gouvernementaux a choisi d'examiner la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à l'automne 2008. Conformément à l'alinéa 108 f) du Règlement de l'Assemblée législative, le Comité a pour mandat d'étudier le fonctionnement des organismes, conseils et commissions (OCC) dont le lieutenant-gouverneur en conseil nomme tout ou partie des membres, ainsi que des personnes morales dont la Couronne du chef de l'Ontario est le principal actionnaire. Le Comité peut formuler des recommandations, par exemple en vue de réduire les redondances, de rendre les OCC plus responsables, d'identifier ceux qui devraient faire l'objet de dispositions de temporisation, et de réviser leurs mandats et leurs rôles.

Conformément à ses attributions, le Comité a recueilli le témoignage des représentants de la Commission le 2 décembre 2008 et le 23 février 2009. Ces représentants se sont présentés de nouveau devant le Comité le 7 avril 2009 pour répondre aux présentations des intervenants.

Ont comparu devant le Comité au nom de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario : le président et chef de la direction, David Wilson; la directrice générale et chef des services administratifs, Peggy Dowdall-Logie; les vice-présidents Jim Turner et Larry Ritchie.

Les intervenants qui ont témoigné devant le Comité le 23 février 2009 comprenaient des champions de la protection des investisseurs, des experts en droit, un organisme de gouvernance d'entreprise et une association de conseillers financiers. Le Comité a aussi reçu des mémoires de trois intervenants.

Le Comité désire remercier tous les témoins qui ont comparu durant les audiences publiques ou qui ont présenté des mémoires. Il est particulièrement reconnaissant aux cadres et au personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario pour le professionnalisme dont ils ont fait preuve au cours de l'examen. Une liste des témoins et un glossaire des termes clés figurent à la fin du rapport.



Ce rapport présente les constatations du Comité concernant la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Nous invitons le ministre responsable de la Commission à réfléchir sérieusement à nos observations.

## **VUE D'ENSEMBLE DE LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO**

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la Commission) est un organisme de réglementation constitué en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (la Loi). Relevant du ministre des Finances, la Commission est chargée de surveiller les marchés de valeurs mobilières et les marchés à terme sur marchandises en Ontario. Elle a pour mandat de :

- protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses;
- favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en leur intégrité.

Créée au début des années 1930, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario surveille le plus grand marché de capitaux au Canada. Son rôle consiste essentiellement à s'assurer que les sociétés qui vont chercher des fonds auprès du public fournissent suffisamment d'information sur leurs activités pour que les investisseurs puissent prendre des décisions éclairées. La Commission doit aussi inscrire les courtiers et les conseillers en placement qui font affaire avec le public en Ontario.

La Loi autorise la Commission à reconnaître officiellement les organismes d'autoréglementation (OAR) qui exercent des fonctions de réglementation sous la surveillance de la Commission. La Commission a reconnu deux OAR : l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (ancienne Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières) et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels. Les OAR imposent à leurs membres des règles financières et commerciales qu'ils font respecter au moyen de contrôles indépendants de vérification et de conformité. La Commission examine ces règles et entend les appels des décisions des OAR.

La plupart des activités quotidiennes de la Commission concernent l'administration et l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* et de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*. En 1994, la Commission a reçu le pouvoir d'édicter des règles ayant force exécutoire de règlements dans certains secteurs.

Les principales activités de la Commission peuvent se résumer comme suit :

- Inscription (c.-à-d. autorisation) des personnes et des entreprises qui font le commerce des valeurs mobilières : La Commission exige des inscrits qu'ils fassent preuve de compétence et d'intégrité. Elle surveille aussi la stabilité financière des entreprises et veille à ce qu'elles supervisent leurs employés de façon appropriée.

- Examen des prospectus et d'autres documents d'information : En règle général, personne ne peut vendre de nouvelles valeurs mobilières au public à moins qu'un prospectus divulguant complètement, fidèlement et clairement tous les faits pertinents ait été déposé auprès de la Commission et remis aux acheteurs.
- Application de la *Loi sur les valeurs mobilières* et de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* : Le personnel de la Commission fait enquête sur les infractions présumées et, dans les cas appropriés, recommande d'engager des procédures devant la Commission ou des poursuites judiciaires. Le personnel doit aussi examiner les états financiers déposés, les rapports sur les opérations d'initié et d'autres documents d'information.

Les activités liées à la conformité et à l'application constituent un important volet du mandat de la Commission. Une infraction au droit des valeurs mobilières peut entraîner une ou plusieurs des mesures d'exécution suivantes :

- des poursuites en vertu du *Code criminel* fédéral (le *Code* crée plusieurs infractions liées aux valeurs mobilières);
- des poursuites en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (la Loi crée des infractions provinciales ou « quasi-criminelles »);
- des mesures d'application administratives (la Commission peut rendre des ordonnances dans l'intérêt public en vertu de l'article 127 de la Loi);
- des sanctions imposées par des OAR.

Les personnes qui estiment avoir subi une perte en conséquence d'une infraction au droit ontarien des valeurs mobilières disposent également de recours civils.

Les mesures d'application administratives sont les seules qui prévoient une audience devant la Commission. Cependant, le personnel de la Commission peut intenter des poursuites quasi-criminelles en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*, et la Commission peut jouer un important rôle d'appui dans la poursuite des infractions au *Code criminel*.

La Commission jouit de pouvoirs considérables, car elle peut rendre des ordonnances dans l'intérêt public en vertu de l'article 127 de la Loi. Elle peut notamment rendre une ordonnance :

- suspendant l'inscription d'une personne ou d'une compagnie;
- interdisant les opérations sur valeurs mobilières effectuées par une personne ou une compagnie;
- interdisant à une personne de devenir un administrateur ou un dirigeant d'un émetteur ou d'agir à ce titre;
- enjoignant à une personne ou à une compagnie qui n'a pas respecté le droit ontarien des valeurs mobilières de payer une pénalité administrative d'au plus 1 million de dollars;

- enjoignant à une personne ou à une compagnie de remettre à la Commission les montants obtenus par suite de son absence de conformité au droit ontarien des valeurs mobilières.

L'article 126 de la Loi autorise également la Commission à rendre une ordonnance de blocage afin de protéger les biens des investisseurs en attendant les résultats d'une enquête.

L'organisation de la Commission a subi d'importantes modifications en 1997, dont son établissement comme société autofinancée sans capital-actions dont les membres sont tous nommés par le lieutenant-gouverneur en conseil (le Cabinet). La Commission compte entre 9 et 14 membres, qui constituent le conseil d'administration. Le président est désigné par le Cabinet et fait fonction de chef de la direction. La Commission compte actuellement 13 membres.

## **LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE**

### **Contexte**

Dans ses observations préliminaires au Comité permanent, le président de la Commission, David Wilson, a souligné que la crise financière mondiale était « ce qui nous préoccupe tous le plus ». Il a rappelé que cette crise n'avait pas commencé sur le marché boursier, mais que ses origines remontaient à l'effondrement du marché immobilier aux États-Unis et à la popularité croissante du financement par emprunt et des valeurs mobilières complexes liées au marché immobilier américain.

Comme l'a fait remarquer le président :

Ce problème ne concerne pas uniquement Wall Street ou Bay Street. Il a anéanti des milliards de dollars de valeur marchande; les retraites et les économies de millions de gens en ont souffert. Il a coûté, et coûtera encore, l'emploi de personnes qui n'avaient jamais entendu parler de contrat d'échange sur défaillance, l'instrument dérivé qui a fait partie intégrante de la crise. Et il entraîne déjà des conséquences pour les gouvernements et leurs programmes, y compris dans notre province d'Ontario.

M. Wilson a souligné que le Canada n'était pas à l'abri des secousses de l'économie mondiale, mais qu'il était relativement en meilleure posture que beaucoup d'autres pays, notamment en raison de la stabilité de ses institutions financières, récemment confirmée par le Fonds monétaire international. Selon M. Wilson, le FMI concluait dans son rapport que le système financier canadien était « soutenu par de saines politiques macroéconomiques, ainsi que par une réglementation et une surveillance solides et prudentes ».

Malgré la position relativement solide du Canada, le Comité a appris que la Commission avait dû prendre des mesures en réponse à un certain nombre de

développements importants associés à la crise financière mondiale afin de rétablir la stabilité des marchés financiers.

### **Réaction de la Commission à la crise financière mondiale**

La Commission a déclaré qu'elle avait pris plusieurs mesures pour restaurer la confiance des investisseurs face à la turbulence des marchés. Elle a notamment :

- temporairement interdit la vente à découvert de certaines actions du secteur financier, pratique liée à la baisse soudaine du prix des valeurs mobilières des institutions financières;
- examiné la conformité à l'obligation d'information continue dans le secteur des banques et des services financiers et dans d'autres sociétés à fort levier financier qui émettent des valeurs mobilières;
- effectué des examens de la conformité des fonds du marché monétaire et des fonds d'investissement non conventionnels afin d'évaluer l'exposition potentielle à des actifs malsains;
- dirigé une étude, par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, du gel du marché du papier commercial adossé à des actifs non bancaires, qui contenait plusieurs propositions de réformes réglementaires (voir « La crise du PCAA » ci-après);
- entrepris des examens de la conformité des gestionnaires de fonds de couverture afin de détecter la présence de tout risque inhabituel.

Ces examens ont été effectués afin de déterminer s'il fallait renforcer la réglementation à la lumière des récents événements et, selon la Commission, « nous ont permis de nous assurer que l'information concernant les défis auxquels font face les sociétés et le secteur des fonds d'investissement est convenablement divulguée ».

La Commission a ajouté qu'elle continuait de chercher, en collaboration avec des organismes de réglementation nationaux et internationaux, des façons appropriées de régler les problèmes associés à la crise en cours. Par exemple, en 2008, la Commission s'est employée avec d'autres organismes de réglementation canadiens à élaborer une proposition de réglementation des agences de notation – qui sont les entités financières liées au gel du marché du papier commercial adossé à des actifs.

Nous avons également appris que la Commission avait fait partie d'un groupe de travail établi par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), qui a rédigé un document de consultation contenant des propositions de réglementation des fonds de couverture et de leurs gestionnaires. À cet égard, il a été noté que les modifications récemment apportées à la législation ontarienne sur les valeurs mobilières par la loi budgétaire de 2009 permettraient à la Commission d'imposer des exigences en matière d'inscription aux gestionnaires de fonds de placement, dont les fonds de couverture.

## La crise du PCAA

### *Contexte*

Une des principales questions de réglementation qui a fait surface durant la crise financière mondiale est le rôle joué par les valeurs mobilières complexes telles que les produits dérivés et le papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Comme l'a fait remarquer la Commission dans son aperçu de la crise financière mondiale, c'est le lien entre ces valeurs mobilières et le marché immobilier américain qui a provoqué la crise financière.

Au Canada, la récente crise du PCAA a fait ressortir le lien entre le marché des valeurs mobilières et l'effondrement du marché immobilier américain. Avant l'été 2007, le « PCAA non bancaire » (PCAA non garanti par les banques) était généralement considéré comme équivalent au papier commercial traditionnel. En fait, il était présenté et vendu comme tel aux investisseurs. Cependant, la crise du marché immobilier américain a suscité des préoccupations concernant l'exposition potentielle du PCAA non bancaire à des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis et mené, en août 2007, au gel du marché canadien du PCAA non bancaire, évalué à 35 milliards de dollars. La plus grande partie de la dette était détenue par des fonds de pension et de grands investisseurs institutionnels, mais il restait pour à peu près 372 millions de dollars du marché du PCAA non bancaire entre les mains d'environ 2 500 investisseurs particuliers.

En septembre 2007, un groupe d'investisseurs dans le PCAA a formé le Comité pancanadien des investisseurs, qui est dirigé par le conseiller juridique d'entreprise Purdy Crawford et chargé d'élaborer un plan de restructuration pour le marché du PCAA. Dix-sept mois après le gel du marché, un tribunal ontarien a approuvé un plan de restructuration selon lequel les petits investisseurs particuliers ayant acheté pour moins de 1 million de dollars de PCAA ont été complètement indemnisés par les courtiers qui leur avaient vendu le papier. Les investisseurs particuliers qui détenaient pour plus de 1 million de dollars de papier (36 familles dont l'avoir collectif tournait autour de 200 millions de dollars), ainsi que les grands investisseurs institutionnels ont reçu des billets restructurés à long terme.

Des groupes de protection des investisseurs soutiennent que les investisseurs particuliers qui ont acheté du PCAA n'avaient pas été informés de la véritable nature des valeurs mobilières achetées et qu'ils avaient été lésés par la surveillance relâchée et l'intervention peu musclée des organismes de réglementation. Pour leur part, les organismes de réglementation ont souligné que les enquêtes se poursuivaient et qu'ils avaient formulé des propositions « appropriées et proportionnelles » en réponse à la crise du PCAA.

### *L'examen de l'OCRCVM*

En 2008, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), qui est l'organisme d'autoréglementation chargé de la surveillance directe des courtiers et conseillers en placements, a procédé à un

examen de conformité des firmes membres qui vendent du PCAA non bancaire. L'OCRCVM a publié son rapport en octobre 2008<sup>1</sup>.

La principale conclusion de l'examen de conformité était que les courtiers et conseillers en valeurs mobilières ne s'étaient pas conformés aux normes sectorielles lors de la vente du PCAA à leurs clients. Le fait que non seulement les investisseurs particuliers mais aussi les courtiers eux-mêmes ne comprenaient pas la nature des valeurs mobilières négociées était particulièrement préoccupant.

L'OCRCVM a notamment constaté ce qui suit :

- Soixante-seize pour cent (76 %) des actifs sous-tendant le PCAA non bancaire étaient des dérivés financiers à risque élevé; certains étaient exposés à des prêts hypothécaires à risque.
- Aucune des 21 maisons de courtage canadiennes qui vendaient du PCAA non bancaire n'avait soumis le produit à son programme interne de contrôle diligent afin de déterminer s'il convenait de le vendre à ses clients.
- Les maisons de courtage ne faisaient pas de contrôle diligent parce qu'elles se fiaient aux cotes de crédit élevées attribuées au PCAA non bancaire par une agence de notation; dans certains cas, on tenait simplement pour acquis que le PCAA non bancaire était un instrument typique du marché monétaire à faible risque.
- Les courtiers et conseillers en valeurs mobilières pourraient ne pas avoir respecté la règle de la « connaissance du client ».

Le rapport de l'OCRCVM contient 13 recommandations énonçant les responsabilités des courtiers membres dans la création et la distribution des produits de placement, y compris les valeurs mobilières complexes telles que le PCAA.

### *L'examen des ACVM*

Toujours en 2008, la Commission a dirigé un examen de la crise du PCAA par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Un document de consultation contenant plusieurs propositions de réforme réglementaire a été publié en octobre 2008<sup>2</sup>. Les principales propositions, que les représentants de la Commission ont soulignées au Comité, sont notées ci-après.

---

<sup>1</sup> Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Étude du cadre réglementaire applicable aux sociétés membres de l'OCRCVM, examen et recommandations concernant la création et le placement de papier commercial adossé à des créances émises par des tiers au Canada*, octobre 2008.

<sup>2</sup> Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Propositions concernant la réglementation des valeurs mobilières découlant des turbulences sur les marchés du crédit en 2007-2008 et de leur incidence sur le marché canadien des BTAA : Document de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières*, octobre 2008.

## Réglementation des agences de notation

Selon l'examen des ACVM, les organismes de réglementation d'ici et d'ailleurs reconnaissent que les cotes de crédit attribuées par les agences de notation ont contribué aux récentes turbulences sur les marchés. En particulier, de nombreux investisseurs se fiaient aux cotes de crédit élevées que les agences de notation attribuaient aux titres adossés à des actifs au moment de prendre leurs décisions de placement. Au Canada, la seule agence de notation disposée à évaluer le PCAA a fait l'objet de virulentes critiques parce qu'elle n'avait pas pressenti le véritable risque sous-tendant ces valeurs mobilières.

L'examen des ACVM a repéré plusieurs lacunes associées aux pratiques et à la réglementation des agences de notation qui ont contribué à la crise du PCAA. Un problème était que les agences de notation auraient utilisé des méthodologies défectueuses pour établir la cote des titres adossés à des actifs. Un autre problème était les conflits d'intérêts qui font surface parce que les agences de notation sont payées par les émetteurs des titres évalués.

On a également fait observer que, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, les agences de notation canadiennes sont peu réglementées. Les ACVM étaient d'avis qu'une réglementation plus vigoureuse n'aurait sans doute pas permis de prévenir la crise du crédit, mais elles ont conclu qu'il fallait pallier à l'absence de réglementation réelle des agences de notation au Canada.

Les ACVM ont donc proposé un cadre de réglementation qui :

- exige la divulgation publique de toute l'information pertinente utilisée par l'agence dans la notation d'un titre;
- oblige les agences de notation à se conformer au code de conduite préparé par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV);
- donne aux organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières les outils requis pour réglementer activement les agences de notation.

Les représentants de la Commission ont souligné que la réglementation des agences de notation était un problème à la fois national et international, et que l'Ontario et les autres provinces canadiennes ne devaient pas faire cavalier seul. À cet égard, il a été noté que les ACVM travaillaient en étroite collaboration avec l'OICV à l'élaboration d'un modèle international de réglementation qui pourrait un jour être mis en œuvre au Canada.

## Autres propositions des ACVM

Le document de consultation des ACVM proposait non seulement de réglementer les agences de notation mais aussi :

- de modifier la dispense pour les titres de créance à court terme (dont l'objectif original était de permettre la mise en vente sans prospectus du papier commercial traditionnel) de façon qu'elle ne s'applique plus à la vente des instruments adossés à des actifs comme le PCAA;

- d'améliorer la divulgation concernant le PCAA;
- d'améliorer la façon dont les courtiers et conseillers en valeurs mobilières vendent le PCAA aux investisseurs;
- de déterminer si les placements des fonds mutuels dans le PCAA devraient faire l'objet de restrictions.

### *Rôle des organismes de réglementation*

Les groupes de défense des droits des investisseurs qui ont présenté des arguments au Comité ont vigoureusement critiqué le rôle joué par les organismes de réglementation des valeurs mobilières dans la crise du PCAA. Leurs critiques tombaient généralement dans deux catégories : les décisions de réglementation qui ont contribué à la crise, et l'inaction qui a suivi la crise.

#### Décisions qui auraient précipité la crise du PCAA

On prétend que la Commission aurait précipité la crise du PCAA par ses décisions et omissions des années qui l'ont précédée. Elle a notamment :

- éliminé l'exigence d'acheter pour au moins 50 000 \$, permettant ainsi la vente de PCAA non bancaire à de petits investisseurs particuliers;
- accordé une exemption de responsabilité civile aux agences de notation qui font de fausses déclarations sur le marché secondaire<sup>3</sup>;
- permis aux banques de vendre du PCAA, alors qu'une seule agence de notation était disposée à coter ces valeurs mobilières;
- omis de superviser les agences qui attribuaient une cote à ces valeurs mobilières;
- omis de surveiller les courtiers en valeurs mobilières qui avaient présenté sous un faux jour la véritable nature du PCAA aux investisseurs particuliers et/ou qui avaient enfreint la règle de la « connaissance du client ».

Pour sa défense, la Commission a souligné que ni elle ni n'importe quel autre organisme de réglementation canadien n'étaient actuellement autorisés à réglementer les agences de notation. Elle a répété qu'en tant que membre des ACVM, elle avait proposé des moyens de réglementer les agences de notation.

Comme l'a expliqué la Commission, il faut accorder une exemption de responsabilité civile aux agences de notation pour que celles-ci continuent de consentir à l'utilisation de leurs cotes de crédit. En l'absence d'exemption, les

<sup>3</sup> Il s'agit en fait d'une exemption statutaire – elle n'a pas été accordée par la Commission. En vertu de la Partie XXIII.1 de la Loi (Responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire), certains « experts » sont responsables de la présentation inexacte des faits dans les rapports, les états ou les opinions qu'ils diffusent relativement aux valeurs mobilières de l'émetteur. Les agences de notation n'encourent aucune responsabilité civile en vertu de la définition du terme « expert » à l'article 138.1 de la Loi, qui exclut « une entité qui est une agence de notation agréée pour l'application de la Norme canadienne 44-101 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières ».



émetteurs canadiens ne pourraient pas obtenir les cotes de crédit essentielles à la commercialisation de leurs valeurs mobilières.

La Commission a ajouté que les rapports d'examen des ACVM et de l'OCRCVM sur la crise du PCAA contenaient des recommandations qui obligeraient les courtiers ou conseillers qui distribuent des valeurs mobilières complexes telles que le PCAA à effectuer d'abord un contrôle diligent, à évaluer la convenance de ces produits et à en divulguer pleinement la nature.

#### Réponse inadéquate des organismes de réglementation

La Commission a également été critiquée parce qu'elle n'avait pas fait davantage pour protéger l'intérêt public après que la crise du PCAA s'est déclarée. Nous avons attiré l'attention de la Commission sur un reportage médiatique particulier, selon lequel un commissaire aurait déclaré que ses collègues et lui-même ne se sentaient pas obligés d'intervenir pour protéger les investisseurs.

Les représentants de la Commission ont expliqué qu'après le gel du marché du PCAA en août 2007, il n'était pas nécessaire pour la Commission d'intervenir pour protéger les investisseurs – le dommage avait été fait et il n'y avait aucun risque que d'autres investisseurs achètent du PCAA. La Commission ne voulait pas non plus faire obstacle à la solution du secteur privé préconisée par le comité pancanadien des investisseurs.

Lorsqu'on lui a demandé pourquoi une autorité administrative avait été la première à réagir à la crise, la Commission a déclaré qu'il était approprié pour l'OCRCVM de mener les enquêtes initiales, car cet OAR était le principal responsable de la surveillance des courtiers qui avaient vendu du PCAA. La Commission a toutefois souligné qu'elle continuait, en collaboration avec l'Autorité des marchés financiers du Québec et avec l'OCRCVM, d'examiner la conduite des personnes et compagnies inscrites et des émetteurs impliqués dans la crise du PCAA. Dans son témoignage de décembre 2008, le président de la Commission, David Wilson, a déclaré qu'il y avait une probabilité raisonnable que ces enquêtes entraînent des mesures d'exécution dans certains cas.

Enfin, en réponse aux critiques selon lesquelles elle n'était pas intervenue pour protéger les intérêts des investisseurs particuliers dans le dossier du PCAA, la Commission a indiqué qu'étant donné la complexité des enjeux, elle était satisfaite du fait que la vaste majorité des investisseurs particuliers seraient pleinement indemnisés de leurs pertes.

#### **Discussion et recommandations du Comité**

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a réagi à la crise financière mondiale en prenant différentes mesures visant à restaurer la confiance en l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario. Comme il est expliqué plus haut, la Commission a rendu des ordonnances et mené une série d'examen de conformité et d'enquêtes ou elle y a participé. Elle continue aussi, en collaboration avec les gouvernements fédéral et provinciaux et avec d'autres organismes de

réglementation nationaux et internationaux, à développer une réponse concertée à ce problème mondial.

Selon la Commission, ces mesures ont aidé à stabiliser les marchés et permis de repérer les lacunes de la réglementation à combler pour prévenir, ou du moins gérer de façon plus efficace, les crises semblables dans l'avenir.

Certains intervenants ont toutefois critiqué la réaction de la Commission face à l'un des symptômes des récentes turbulences, à savoir la crise du PCAA. Ils soutenaient que les décisions et les politiques de la Commission avaient précipité la crise, que la Commission avait tardé à réagir et que sa réaction avait été inadéquate. Ils doutaient également que des mesures disciplinaires soient prises à l'encontre des entités qui ont vendu du PCAA à des investisseurs particuliers<sup>4</sup>.

Il est évident que, face à cette question très complexe, le Comité n'a pas pour rôle de contester les décisions concernant les aspects techniques de la réglementation sur les valeurs mobilières. D'autant plus que les décisions ont été prises dans des circonstances sans précédent sur le marché, que même les organismes de réglementation d'ici et d'ailleurs ne comprenaient pas parfaitement. Il ne nous appartient pas non plus de commenter les résultats possibles des enquêtes en cours sur des infractions potentielles aux lois et aux règles applicables aux valeurs mobilières.

De façon plus générale cependant, nous croyons qu'il est approprié de commenter le mandat général de la Commission, qui est de protéger l'intérêt public. Nous croyons qu'il est particulièrement important pour l'organisme chargé de protéger l'intérêt public d'être perçu comme un chef de file en cas de perturbation grave des marchés qui menace les intérêts des investisseurs particuliers. À cet égard, nous craignons que la Commission n'ait fait une interprétation étroite de sa responsabilité de protéger l'intérêt public lorsqu'elle a réagi à la crise du PCAA.

Si les temps avaient été moins incertains, il aurait pu être approprié pour l'OAR chargé de la surveillance directe des courtiers de mener les enquêtes initiales sur les circonstances entourant la vente à des investisseurs particuliers de valeurs mobilières à risque élevé mais présentées comme des placements sûrs. Cependant, étant donné l'envergure de la crise du PCAA et le fait qu'elle est survenue en période de grande incertitude sur les marchés nationaux et internationaux, on a laissé entendre que la Commission, plutôt qu'une autorité administrative, aurait dû être la représentante la plus visible de l'intérêt public.

Certains se sont aussi demandé pourquoi la Commission n'était pas intervenue dans les négociations concernant le PCAA pour que tous les investisseurs

---

<sup>4</sup> En décembre 2009, la CVMO, l'OCRCVM et l'Autorité des marchés financiers (AMF) du Québec ont annoncé qu'ils avaient conclu des ententes de règlement avec sept institutions qui avaient vendu du PCAA. Ces ententes prévoient le paiement de pénalités administratives et de frais d'enquête totalisant 138,8 millions de dollars. Il a également été annoncé que la CVMO et l'OCRCVM avaient engagé des procédures disciplinaires contre deux autres entités impliquées dans la crise du PCAA. Voir le communiqué de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, intitulé « PCAA – Ententes de règlement à la suite d'une enquête conjointe » et daté du 21 décembre 2009, sur Internet à <http://www.osc.gov.on.ca/fr/26586.htm>.

particuliers soient pleinement indemnisés. En se distanciant de ce processus, la Commission a prêté le flanc aux allégations selon lesquelles elle serait disposée à protéger seulement une partie des investisseurs.

Dans l'esprit de la plupart des Ontariens, la Commission est le gardien du public sur les marchés financiers. Nous croyons donc, à la lumière des récents événements, qu'il serait utile pour la Commission de réévaluer la façon dont elle s'acquitte de sa responsabilité de protéger l'intérêt public.

**1. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario est l'organe administratif détenant la principale responsabilité pour la protection des investisseurs. Le Comité recommande donc que la Commission réévalue la façon dont elle s'acquitte de sa responsabilité de protéger l'intérêt public, afin d'accroître son efficacité et sa responsabilisation.**

Les témoins que nous avons entendus ont aussi identifié plusieurs questions de réglementation nées de la crise du PCAA sur lesquelles il faudra se pencher. Ces questions concernent le pouvoir que la loi confère à la Commission d'intervenir dans l'intérêt public lorsque des investisseurs particuliers sont menacés, le rôle joué par les valeurs mobilières complexes telles que le PCAA, la façon dont ces valeurs ont été vendues au public, et le rôle des agences qui ont attribué une cote à ces produits.

- 2. Le Comité recommande que le ministère des Finances :**
- examine la portée que la loi donne à l'obligation de la Commission de protéger l'intérêt public;
  - présente un projet de loi établissant un cadre de réglementation des agences de notation qui respecte les normes internationales.
- 3. Le Comité recommande que la Commission :**
- modifie la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme de manière qu'elle ne soit plus ouverte pour les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs, comme le PCAA, et que les émetteurs qui vendent de tels produits soient tenus de déposer un prospectus;
  - améliore la divulgation concernant le PCAA;
  - restreigne la façon dont les titres de créance complexes sont vendus aux investisseurs particuliers;
  - examine le rôle joué par les courtiers et conseillers dans la vente de PCAA;
  - examiné les enjeux liés aux placements des fonds mutuels dans le PCAA.

## L'APPLICATION DE LA LOI

### Contexte

Le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a reconnu que l'application du droit sur les valeurs mobilières constituait l'aspect le plus critiqué du mandat de la Commission. En fait, nous avons entendu un certain nombre d'intervenants qui ont réitéré des plaintes de longue date à cet égard. Ils soutiennent que la Commission ne fait pas une application vigoureuse du droit sur les valeurs mobilières et que les cas poursuivis étaient souvent retardés par de longues enquêtes et des contraintes procédurales. Ces efforts anémiques auraient même donné l'impression que l'Ontario (comme le Canada) ne prend pas au sérieux le crime en col blanc, ternissant ainsi notre réputation internationale.

D'autres témoins ont toutefois souligné que l'application du droit sur les valeurs mobilières était un domaine complexe nécessitant la collaboration de nombreux intervenants, dont d'autres organismes de réglementation des valeurs mobilières, des organismes d'autoréglementation, des forces de police, ainsi que les procureurs généraux de la province et du Canada. Bref, la Commission n'est qu'une des pièces de la « mosaïque de l'application de la loi ».

Des experts en droit ont fait remarquer que l'application du droit sur les valeurs mobilières avait un aspect criminel de même qu'un aspect réglementaire. En effet, la Commission est responsable de l'aspect réglementaire, tandis que la police et le ministère du Procureur général de l'Ontario s'occupent des enquêtes et des poursuites criminelles sur les marchés financiers. Malgré cette répartition claire des responsabilités, nous avons appris que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario était parfois perçue comme responsable des deux aspects de l'application du droit sur les valeurs mobilières.

Un autre point important à noter est le fait que la Commission et les responsables de l'application du *Code criminel* doivent respecter les limites de la Constitution canadienne. Par exemple, en tant qu'organisme de réglementation, la Commission peut contraindre une personne à témoigner lorsqu'elle fait enquête sur des infractions présumées aux règlements. En vertu de la Constitution cependant, les responsables de l'application du droit pénal ne peuvent pas obliger quelqu'un à témoigner dans le cadre d'une enquête ou d'une procédure criminelle. La Constitution empêche également la Commission de partager l'information recueillie au cours de ses enquêtes avec les organismes responsables de l'application du droit pénal. Ces contraintes présentent des défis pour la Commission lorsque celle-ci s'emploie avec la police et les procureurs à poursuivre les crimes liés aux valeurs mobilières.

On nous a donc conseillé, au cours de l'examen de cette question, de prendre en compte la complexité de la mosaïque de l'application de la loi en matière de valeurs mobilières, ainsi que les défis constitutionnels auxquels sont confrontés les responsables de l'application du droit pénal.

### **Application du *Code criminel***

Le *Code criminel* fédéral établit plusieurs infractions liées aux marchés financiers, dont les cas de fraude et les délits d'initiés. Les personnes reconnues coupables en vertu de ces dispositions peuvent être condamnées à de longues peines de prison. Comme il est noté plus haut, bien que le personnel de la Commission collabore souvent aux enquêtes criminelles, la responsabilité de l'application du droit pénal incombe en fin de compte à la police et au procureur général de la province.

Presque tous les mémoires que nous avons reçus déploraient l'absence apparente de mesures d'application de la loi en cas de fraude dans le domaine des valeurs mobilières. Selon Anita Anand, experte en droit des valeurs mobilières, les poursuites « sont pratiquement inexistantes ».

Nous nous sommes également fait dire que le manque d'enquêtes et de poursuites criminelles sur les marchés financiers avait donné l'impression que le Canada ne prend pas au sérieux le crime en col blanc. Des témoins nous ont même dit que cette lacune avait des conséquences réelles. Comme l'a expliqué le président de la Commission :

*[Traduction]*

il faut reconnaître [...] le tort causé par le crime en col blanc à la santé physique et mentale des gens et à leur style de vie. Bien que le crime en col blanc puisse avoir sur la vie des gens des répercussions aussi graves que le crime avec violence, il n'est pas traditionnel pour le système juridique pénal d'y affecter autant de ressources et de le punir aussi sévèrement.

Les intervenants convenaient généralement que la solution ne consistait pas à promulguer d'autres lois, mais plutôt à donner aux responsables les ressources nécessaires pour appliquer les lois criminelles existantes. Le professeur Michael Code, par exemple, a déclaré :

*[Traduction]*

Le système canadien de réglementation compense pour le flottement lié à l'aspect pénal de l'application de la loi et est forcé de traiter les cas de fraude comme s'il s'agissait de problèmes de réglementation. La CVMO, comme les autres organismes de réglementation à travers le pays, est donc appelée à jouer un rôle qui déborde son mandat. Nous devons renforcer l'aspect pénal de l'application de la loi.

Les témoins qui ont commenté le problème de l'application du droit pénal appuyaient généralement le concept d'une équipe de lutte contre le crime sur les marchés financiers dotée des ressources nécessaires pour recruter et retenir un personnel multidisciplinaire. Certains estiment qu'il faudrait constituer une telle équipe au niveau national, peut-être dans le cadre de la transition à un organisme national de réglementation des valeurs mobilières. Il a notamment été fait référence au modèle que le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières a recommandé d'examiner plus en détail. Selon ce modèle, un organisme de réglementation national comporterait une division chargée d'appliquer la loi qui jouirait de pouvoirs de lutte contre le crime et de réglementation.

D'après Diane Urquhart, analyste financière indépendante, et Gary Logan, ancien membre de l'escouade de lutte contre la fraude de la police de Toronto, un tel organisme devrait être indépendant de tout autre organisme de réglementation – national ou provincial. M<sup>me</sup> Urquhart et M. Logan proposent de créer une équipe nationale de lutte contre le crime lié aux valeurs mobilières, qui recevrait et évaluerait les plaintes à cet égard puis confierait le dossier aux autorités fédérales, provinciales ou municipales compétentes pour qu'elles fassent enquête et entament des poursuites au besoin. L'idée derrière ce modèle est d'empêcher la GRC et les autres forces de police de déléguer l'application de la loi en matière de valeurs mobilières aux organismes de réglementation des valeurs mobilières.

Une autre possibilité portée à notre attention serait que la province institue un programme de lutte contre le crime sur les marchés financiers qui s'inspirerait de l'Initiative de lutte contre les bandes criminalisées et les armes à feu annoncée par le procureur général en 2007. Dans le cadre de cette initiative, les procureurs de la

Couronne, la police et d'autres intervenants du système de justice pénale travaillent ensemble sous un même toit dans un effort concerté pour réprimer les crimes liés au gangstérisme. Dans le cas des crimes commis sur les marchés financiers, on a suggéré à la province de recruter une équipe de procureurs spécialistes du crime sur les marchés financiers pour qu'ils engagent des poursuites devant un tribunal spécialisé. Le tribunal en question serait présidé par des juges qui auraient reçu la formation requise pour entendre des causes complexes mettant en jeu des valeurs mobilières.

La Commission a fait remarquer à ce sujet qu'elle remplissait strictement un mandat de réglementation, mais qu'elle aidait les organismes d'exécution nationaux et internationaux à faire enquête sur les crimes économiques. Elle travaille notamment avec les équipes intégrées de la police des marchés financiers (EIPMF) de la GRC, et héberge l'unité mixte des valeurs mobilières et du renseignement, qui regroupe du personnel de la Commission, de la GRC et de l'OCRCVM. Cette unité surveille les transactions inhabituelles sur le marché afin de repérer les signes précurseurs de crimes économiques. La Commission a récemment participé à une initiative fédérale/provinciale/territoriale visant à renforcer l'application de la législation en valeurs mobilières et la poursuite des infractions connexes. Le président de la Commission a d'ailleurs coprésidé le Groupe de travail sur l'application de la loi en matière de valeurs mobilières, qui a recommandé des façons d'améliorer les processus d'enquête et de poursuite en cas de fraude en valeurs mobilières.

En ce qui concerne le renforcement de l'application de la loi, la Commission a indiqué qu'elle appuyait pleinement toute mesure raisonnable visant à prévenir et à punir les activités criminelles sur les marchés financiers. Elle a souligné à cet égard qu'une des raisons pour lesquelles elle appuyait la création d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières était la possibilité d'améliorer les mesures d'application.

#### *Discussion et recommandations du Comité*

La Commission et les intervenants convenaient de la nécessité d'améliorer l'application du droit pénal des valeurs mobilières. Ils ont aussi reconnu que la meilleure façon d'atteindre cet objectif n'était pas de promulguer d'autres lois, mais plutôt de consacrer plus d'efforts à l'application des lois existantes.

On s'entendait également pour dire que la transition à un organisme national de réglementation des valeurs mobilières devrait permettre d'améliorer l'application du droit pénal. Comme il est expliqué plus loin dans ce rapport, nous encourageons la province et la Commission à poursuivre leurs travaux à l'appui d'un organisme de réglementation national.

Entre-temps, nous croyons que la province devrait prendre des mesures relevant de sa compétence pour faire savoir au public qu'elle prend au sérieux le crime sur les marchés financiers. Elle pourrait notamment constituer une équipe spécialisée dans le crime sur les marchés financiers qui posséderait les ressources et l'expertise requises pour faire face à la complexité de la fraude moderne en

valeurs mobilières et des activités criminelles connexes. Un tel programme offrirait un certain nombre d'avantages; il permettrait entre autres :

- de préciser qui est responsable de l'application du droit pénal des valeurs mobilières;
- de restaurer la confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario;
- d'informer le public de la nouvelle approche adoptée face au crime économique;
- d'élaborer un modèle d'application du droit pénal au niveau national.

**4. Le Comité recommande que la province établisse une équipe de lutte contre le crime sur les marchés financiers qui serait dotée de ressources suffisantes pour recruter et retenir le personnel spécialisé chargé de mener des enquêtes et d'intenter des poursuites en cas d'infraction au droit pénal sur les marchés financiers.**

### **Application de la réglementation**

L'application de la réglementation, dont la responsabilité a été confiée à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, se distingue de l'application du droit pénal. Comme il est mentionné plus haut, la *Loi sur les valeurs mobilières* confère à la Commission de vastes pouvoirs d'application administratifs, dont le pouvoir de rendre des ordonnances d'interdiction d'opérations et d'interdire à certaines personnes de devenir administrateurs ou dirigeants d'une société. La Commission peut aussi imposer des amendes administratives pouvant aller jusqu'à 1 million de dollars et ordonner que les biens mal acquis soient confisqués.

Bien que la plupart des témoins aient mis l'accent sur l'application du droit pénal, tous s'entendaient à dire qu'il fallait améliorer tous les aspects de l'application du droit sur les valeurs mobilières. ADVOCIS, par exemple, croyait que la Commission « devrait accorder plus d'importance aux enquêtes et à l'application des politiques de réglementation et des règles, ainsi qu'à la proscription des mauvais comportements ».

Dans chacune de ses présentations au Comité, la Commission a souligné que l'application de la loi était l'une de ses priorités. Elle a notamment déclaré qu'elle veillait particulièrement à renforcer le continuum conformité-application de la loi et à encourager le recours à des examens de conformité coordonnés entre les directions afin de repérer et de prévenir les infractions au droit ontarien des valeurs mobilières avant qu'elles ne se produisent. La Commission a ajouté qu'elle s'efforçait de réduire le temps nécessaire pour faire enquête et entamer des procédures judiciaires.



Du côté exécution, la Commission a signalé que son unité des opérations de vente sous pression avait réussi à mettre fin à des opérations ciblant les investisseurs particuliers peu sophistiqués, qu'elle avait obtenu d'importantes ordonnances de blocage pour protéger les actifs des investisseurs, et qu'elle améliorerait la surveillance des marchés afin de repérer les transactions d'initiés. Un examen stratégique de ses activités d'application est également en cours.

Nous avons par ailleurs appris qu'au cours des derniers mois, la Commission avait :

- conclu avec Research in Motion une entente de règlement concernant l'antidatage des options d'achat d'actions;
- mené une enquête à la suite de laquelle un cadre supérieur d'une entreprise d'exploitation minière a été déclaré coupable de délit d'initié;
- engagé un nouveau directeur d'application de la loi qui, d'après la Commission, apportera la vision et le leadership nécessaires pour améliorer la protection des investisseurs et promouvoir l'intégrité des marchés.

Les représentants de l'organisme se sont dits généralement satisfaits de la gamme d'outils de réglementation dont dispose la Commission, mais ils continuent néanmoins d'évaluer les besoins en matière de réglementation étant donné l'instabilité continue des marchés. Nous avons appris, par exemple, qu'il pourrait être nécessaire de modifier la législation pour :

- mettre en place un cadre de réglementation des agences de notation;
- renforcer la capacité de la Commission de préserver les éléments d'actif au cours d'une enquête;
- élargir la définition de communication illégale d'information privilégiée;
- clarifier les compétences de la Commission en ce qui a trait aux sociétés qui exercent des activités aux États-Unis et qui font la promotion frauduleuse de stocks négociés en dehors des grandes bourses.

La Commission a ajouté qu'elle cherchait à déterminer la meilleure façon de réglementer les valeurs mobilières complexes, comme les contrats d'échange sur défaillance, qui ont précipité la crise financière en cours.

#### *Discussion et recommandations du Comité*

Les représentants de la Commission ont souligné que l'application de la réglementation était désormais une des premières priorités de la Commission, et ils espéraient que les récentes mesures d'application découragent les abus sur les marchés financiers. Ils nous ont également assuré qu'un examen stratégique des activités d'exécution de la Commission, conjugué au recrutement d'un nouveau directeur d'application de la loi, aidera la Commission à remplir son mandat à cet égard.

Pour que la Commission continue de disposer des outils de réglementation nécessaires, nous recommandons d'accorder la priorité aux modifications législatives mentionnées par la Commission durant les audiences. (Nous réitérons notre recommandation antérieure concernant la réglementation des agences de notation.)

- 5. Le Comité recommande que le ministère des Finances accorde la priorité aux modifications législatives nécessaires pour :**
- **mettre en place un cadre de réglementation des agences de notation;**
  - **renforcer la capacité de la Commission de préserver les éléments d'actif au cours d'une enquête;**
  - **élargir la définition de communication illégale d'information privilégiée;**
  - **clarifier les compétences de la Commission en ce qui a trait aux sociétés sur les marchés hors cote américains qui exercent des activités manipulatrices ou illégales visant des investisseurs ontariens;**
  - **réglementer les produits complexes au moment de leur introduction sur le marché.**

## LA PROTECTION DES INVESTISSEURS

### Contexte

La protection des investisseurs particuliers a été l'un des principaux thèmes de nos audiences. On nous a même dit que cette question ne peut qu'augmenter en importance, car de plus en plus de gens se tournent vers les marchés financiers pour financer leur retraite. La Commission aura par ailleurs un grand défi à relever : préserver la confiance des petits investisseurs au fur et à mesure que les marchés évolueront et que des produits de plus en plus complexes s'ajouteront à l'assortiment de titres accessibles aux investisseurs ordinaires.

Comme il est expliqué ci-après, la protection des investisseurs prend plusieurs formes. Les investisseurs sont protégés lorsqu'ils reçoivent les conseils de professionnels qualifiés, qu'ils disposent de l'information requise pour prendre des décisions éclairées, qu'ils ont accès à des mécanismes efficaces de traitement des plaintes et de règlement des différends, qu'ils peuvent soulever des questions auprès des organismes de réglementation, et qu'ils suivent une formation en matière d'investissement. Nos commentaires et recommandations visant à améliorer la protection des investisseurs commencent à la page 27.

## La relation investisseur/conseiller

Une importante partie du rôle joué par la Commission pour protéger les investisseurs consiste à inscrire et à surveiller les courtiers et conseillers en valeurs mobilières. À cet égard, nous avons appris que les investisseurs ordinaires étaient de plus en plus dépendants des professionnels inscrits au moment de prendre leurs décisions en matière de placement. Ainsi, pour de nombreux investisseurs particuliers, la réglementation des valeurs mobilières est synonyme de surveillance de la relation investisseur/conseiller. Comme l'a dit un des membres du Comité, il s'agit de l'aspect critique pour la plupart des investisseurs.

Nous avons donc demandé à la Commission comment les investisseurs pouvaient s'assurer de recevoir les meilleurs conseils au moment d'investir leurs épargnes. Nous voulions notamment savoir s'il y avait une garantie que les conseillers feraient passer les intérêts de leurs clients avant les leurs.

Les représentants de la Commission ont décrit le cadre de réglementation existant, qui prévoit des normes de compétence minimales pour les conseillers financiers (ils doivent réussir des cours de recyclage et autres sur une base périodique), ainsi que des exigences d'inscription, ce qui signifie que la Commission peut interdire aux personnes qui ne respectent pas les normes de l'industrie de donner des conseils. En ce qui concerne les conflits d'intérêts possibles, ils ont expliqué qu'en vertu de la règle de la « connaissance du client », l'obligation première du conseiller était de veiller aux intérêts de ses clients. Le président de la Commission a reconnu que les règles ne seraient pas toujours respectées, mais il s'attendait à ce qu'elles le soient « 99 pour cent » du temps.

On a également attiré notre attention sur deux grandes initiatives qui, selon la Commission, devraient améliorer la relation investisseur/conseiller :

- *Divulgarion au point de vente pour les fonds mutuels et les fonds distincts* : Cette proposition, élaborée par le Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier, vise à donner des renseignements utiles aux investisseurs avant qu'ils décident de souscrire à un fonds. Le système proposé de divulgation au point de vente prévoit un nouveau sommaire du fonds intitulé « Aperçu du fonds », que les investisseurs devraient recevoir avant de souscrire à un fonds, ainsi qu'un délai de réflexion révisé qui permettrait à un investisseur d'annuler une souscription.
- *Projet de réforme de l'inscription* : Cette initiative, qui serait la plus grande jamais entreprise par les ACVM, a pour objet « d'harmoniser, de simplifier et de moderniser le régime d'inscription dans l'ensemble du pays ». Selon la Commission, le projet bénéficiera aux investisseurs en alignant les exigences d'inscription pour les conseillers en placement sur les normes internationales de protection des investisseurs, et en précisant pour la première fois les gestionnaires des fonds mutuels et des produits de détail semblables.

## Traitement des plaintes et règlement des différends

### *Traitement des plaintes*

Des intervenants ont demandé au Comité d'examiner les recommandations du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières sur les moyens à prendre pour mieux servir les investisseurs (dans le contexte de la recommandation principale du Groupe concernant l'établissement d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières), ainsi que les réformes proposées au mécanisme de règlement des différends de l'OCRCVM.

Le Groupe d'experts a recommandé :

- que soit établi un service spécialisé pour remédier au manque d'information, d'orientation et de soutien à l'intention des investisseurs dans le domaine du traitement des plaintes et des recours;
- que les personnes et compagnies inscrites soient tenues de participer au processus de règlement des différends d'un organisme de règlement des différends désigné par la loi<sup>5</sup>.

Dans sa réponse aux présentations des intervenants, la Commission a reconnu que, malgré les efforts récemment déployés pour améliorer le traitement des plaintes, les investisseurs avaient encore des préoccupations au sujet du processus. La Commission a dit qu'elle s'employait avec d'autres organismes de réglementation et OAR canadiens à améliorer les mécanismes de traitement des plaintes. Elle a notamment élaboré un guide convivial de deux pages à l'intention des investisseurs qui désirent porter une plainte. Ce guide est accessible en ligne. La Commission a aussi intégré à son InfoCentre une section qui est censée permettre aux investisseurs d'accéder à des professionnels qui peuvent les conseiller sur le processus de règlement des plaintes.

Il a également été noté que l'OCRCVM avait récemment proposé à ses membres d'établir des normes et des délais pour la réception, l'examen et le règlement des plaintes concernant le traitement des comptes clients. Selon la règle proposée, les courtiers membres seraient tenus de conseiller les clients sur toutes les options disponibles au cas où ils ne seraient pas satisfaits de la réponse du courtier. L'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM) propose des modifications semblables.

### *Règlement des différends*

La Commission a indiqué qu'elle appuyait la recommandation du Groupe d'experts que les inscrits (courtiers/conseillers inscrits en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*) soient tenus de participer au processus de règlement des

---

<sup>5</sup> Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, *Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux : Rapport final et recommandations*, janvier 2009, pp. 33-35. Le rapport est accessible en ligne à [http://www.expertpanel.ca/fra/documents/Groupe\\_Experts\\_Rapport\\_Final\\_Et\\_Recommandations.pdf](http://www.expertpanel.ca/fra/documents/Groupe_Experts_Rapport_Final_Et_Recommandations.pdf).

différents d'un organisme désigné par la loi, et noté qu'une règle proposée par les ACVM obligerait les inscrits à participer à des services indépendants de règlement des différends.

En ce qui concerne le programme d'arbitrage de l'OCRCVM, la Commission a expliqué que les clients des membres de l'OCRCVM avaient accès au programme, et que les membres de l'OCRCVM et de l'ACCFM étaient aussi tenus de participer au programme non contraignant de règlement des différends offert par l'Ombudsman des services bancaires et d'investissement (OSBI). Le processus de l'OSBI est moins formel et moins coûteux que le programme de l'OCRCVM. De plus, l'OSBI plafonne les demandes de règlement à 350 000 \$, contre 100 000 \$ pour l'OCRCVM. Selon la Commission, les investisseurs préfèrent le programme de l'OSBI.

La Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR) et d'autres groupes de défense des droits des investisseurs voudraient que le processus de l'OCRCVM soit rationalisé et moins coûteux. Ils recommandent aussi de faire passer de 100 000 \$ à 350 000 \$ (ou plus) le montant maximum des demandes de règlement.

Nous avons été informés que l'OCRCVM avait annoncé un examen de son programme d'arbitrage qui inclurait une évaluation du seuil monétaire.

## **Restitution**

Dans son rapport de 2009, le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières recommandait que :

- l'organisme national proposé de réglementation des valeurs mobilières ait le pouvoir d'ordonner le versement d'une indemnisation en cas d'infraction à la législation en valeurs mobilières afin que les investisseurs ne soient pas obligés d'avoir recours aux tribunaux;
- soit établi un fonds d'indemnisation des investisseurs financé par le secteur, qui permettrait à l'organisme de réglementation des valeurs mobilières d'indemniser directement les investisseurs lésés.

La *Loi sur les valeurs mobilières* donne actuellement à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario le pouvoir de demander aux tribunaux une ordonnance d'indemnisation en faveur des investisseurs lésés, mais pas le pouvoir d'ordonner directement une indemnisation.

Lorsqu'il a examiné la question en 2004, le Comité permanent des finances et des affaires économiques de l'Assemblée législative a observé que les organismes de réglementation tels que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario n'avaient généralement pas le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution, car ils ont un mandat de protection plutôt que de réparation. Le Comité des finances a recommandé que la province et la Commission établissent un « moyen

pratique qui permettrait aux investisseurs de réclamer un dédommagement de manière abordable et dans de courts délais ».

Étant donné l'incertitude qui entoure l'établissement d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières au Canada, des groupes de défense des droits des investisseurs ont recommandé que les recommandations du Groupe d'experts sur l'indemnisation des investisseurs soient mises en œuvre en Ontario – dès maintenant. Lorsqu'on lui a demandé si ces propositions correspondaient à des pratiques exemplaires, le porte-parole du groupe FAIR a fait remarquer qu'il ne s'agissait pas d'idées révolutionnaires mais de pratiques courantes dans le monde entier. Même d'autres provinces, a-t-il souligné, ont pris des mesures en ce sens. Par exemple, certains organismes de réglementation provinciaux ont le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution.

Dans sa réponse aux intervenants, la Commission se disait « d'accord avec le fait qu'il y aurait lieu d'explorer des moyens d'indemniser les investisseurs plus rapidement et à un coût moins élevé ». Elle reconnaissait qu'un fonds d'indemnisation financé par l'industrie « mérite d'être pris en compte », mais dans le contexte de la transition à un organisme de réglementation national.

### **Organe consultatif d'investisseurs**

La Commission a formé le Comité consultatif des investisseurs (CCI) en 2006. Lors de l'annonce des personnes nommées au CCI, le président de la Commission a déclaré :

Nous croyons que la participation directe des investisseurs est essentielle à la santé des marchés financiers de l'Ontario et nous comptons sur le Comité consultatif des investisseurs pour jouer un rôle important dans nos efforts visant à régler les problèmes importants qui touchent les investisseurs particuliers.

Les témoignages des intervenants et des représentants de la Commission révélaient différentes attentes en ce qui concerne le mandat de cet organe consultatif.

Les représentants de la Commission soutiennent que le CCI a été établi pour un mandat de deux ans et qu'il a été décidé de prendre une « pause » à la fin de cette période afin de déterminer s'il existe un meilleur moyen de connaître les préoccupations des investisseurs particuliers. Nous avons appris que le Comité mixte permanent des questions touchant les investisseurs particuliers avait été constitué au printemps 2008 afin de se pencher sur les dossiers pertinents. Le Comité mixte permanent, qui regroupe des cadres supérieurs de la Commission, de l'OCRCVM, de l'ACCFM et de l'Ombudsman des services bancaires et d'investissement, examine le concept d'un panel de consommateurs reconstitué. De l'avis de la Commission, le Comité mixte permanent est bien placé pour examiner les questions intéressant les investisseurs, car les OAR – qui assurent la surveillance directe des courtiers/conseillers en placement – participent au processus.

Le témoignage de la Commission contraste avec le mémoire que nous a fait parvenir Pamela Reeve, membre de l'Association pour la protection des petits investisseurs et ancien membre du CCI. M<sup>me</sup> Reeve nous a dit que d'autres anciens membres du CCI et elle-même estimaient avoir été induits en erreur au sujet du mandat de l'organisme consultatif. Ils croyaient avoir été nommés pour un mandat initial de deux ans, mais pensaient que le CCI continuerait de fonctionner après cette période. D'après M<sup>me</sup> Reeve, ce n'est qu'indirectement que les membres du Comité ont appris que le mandat du CCI ne serait pas prolongé. Elle conteste l'affirmation de la Commission selon laquelle le Comité mixte permanent sera mieux placé pour comprendre les questions touchant les investisseurs parce que des OAR participent au processus, ajoutant que le CCI avait l'habitude de consulter les OAR. Quoi qu'il en soit, les petits investisseurs ne sont pas représentés au sein du Comité mixte permanent.

De façon plus générale, M<sup>me</sup> Reeve et d'autres protecteurs des droits des investisseurs estiment que, pour protéger les investisseurs et restaurer leur confiance, il est essentiel de mettre en place un mécanisme formel par lequel les investisseurs ordinaires peuvent faire connaître leurs vues aux organismes de réglementation de l'industrie. À cet égard, on nous a demandé d'examiner le modèle adopté au Royaume-Uni, où le panel de consommateurs sur les services financiers dispose d'un budget de recherche et présente des rapports. Les membres du panel britannique sont rémunérés.

Dans sa réponse aux présentateurs, la Commission a souligné que son mandat, ses activités et ses initiatives reflétaient l'importance qu'elle accordait aux investisseurs. En plus du Comité mixte permanent, la Commission a mentionné ses autres initiatives liées aux investisseurs, comme les propositions de réforme du processus de traitement des plaintes et de règlement des différends, le document de divulgation au point de vente et le projet de réforme de l'inscription. La Commission a également fait savoir qu'elle était en train de mettre sur pied un Secrétariat des investisseurs « afin de mieux déterminer et aborder les questions qui préoccupent les investisseurs ».

### **Représentation des investisseurs à la Commission**

Dans une récente annonce, le Secrétariat des nominations du gouvernement de l'Ontario invitait les candidatures à trois postes de commissaire à temps partiel à la Commission. L'annonce précisait que la Commission était à la recherche de candidats qui ont acquis une expérience en gestion ou en leadership chez une société émettrice ou un courtier, ou qui possèdent une expérience considérable des litiges ou des décisions concernant des valeurs mobilières.

Selon les intervenants, ces critères reflètent une vue étroite du monde des valeurs mobilières. ADVOCIS, par exemple, a affirmé que la Commission était axée sur les émetteurs et les courtiers, tant par sa composition que par sa philosophie en matière de réglementation. D'autres ont fait remarquer que la Commission ne manquait pas de spécialistes des services de banque d'investissement et d'avocats de Bay Street. Ces témoins ont recommandé qu'au moins un poste au conseil

d'administration de la Commission soit réservé à une personne qui pourrait présenter le point de vue des investisseurs particuliers.

La Commission a énoncé sa position officielle sur ce point dans sa réponse aux présentations des intervenants :

Le Comité de gestion interne et des mises en candidature cherche des personnes qui, dans l'ensemble, possèdent une expertise en placements institutionnels et ceux des particuliers ainsi que dans un certain nombre de domaines, y compris la comptabilité ou la vérification, les finances, la gestion de placements, les services bancaires d'investissement, les services bancaires ou l'assurance, le domaine juridique et l'arbitrage.

Tous les commissaires sont sensibles aux questions qui se rapportent aux investisseurs. Le fait de réserver des postes au sein de la Commission à un type de représentation en particulier n'est pas conforme à la loi et à notre charte de gouvernance d'entreprise.

Cette réponse a amené les intervenants à clarifier ainsi leur proposition :

- Il n'y a pas de différence entre le concept de représentant des investisseurs et le fait de réserver un poste au sein du conseil d'administration de la Commission à un membre d'une société cotée.
- Le représentant des investisseurs serait tenu d'exercer les mêmes fonctions que les autres commissaires. La nomination d'un représentant des investisseurs n'irait donc pas à l'encontre de la *Loi sur les valeurs mobilières* ou de la charte de la Commission.

## **Littératie financière**

Malgré le consensus entourant l'importance de la littératie financière pour la protection des investisseurs – importance qui ne fera que croître avec la démocratisation des marchés financiers ontariens, certains intervenants soutiennent que l'industrie des valeurs mobilières a fait peu d'efforts pour mieux éduquer les investisseurs particuliers. On a laissé entendre, par exemple, que l'organisme de réglementation qui affiche des documents d'information financière sur son site Web ne fait que transférer la responsabilité de la protection des investisseurs aux investisseurs mêmes.

Les groupes de défense des droits des investisseurs invitent donc les gouvernements fédéral et provincial à faire preuve de leadership dans ce dossier en élaborant et mettant en œuvre des stratégies de littératie financière. Ils ont même encouragé le gouvernement de l'Ontario à intégrer des cours de littératie financière au programme d'études secondaires de la province.



Dans sa réponse aux présentateurs, la Commission a affirmé qu'elle appuyait généralement ces propositions et mentionné certaines mesures qu'elle avait prises pour améliorer la littératie financière :

- En 2000, la Commission a établi le Fonds pour l'éducation des investisseurs (FEI). En plus d'héberger un site Web détaillé, le FEI promeut la compétence financière au sein du système scolaire en apprenant aux enseignants comment enseigner la littératie financière en classe et en présentant des exposés aux élèves. Le FEI offre aussi un programme communautaire de littératie financière à l'intention des adultes.
- La Commission a dit qu'elle était disposée à collaborer avec un groupe de travail fédéral chargé de présenter des recommandations sur une stratégie nationale de littératie financière. Elle participe également à de nombreuses initiatives nationales d'éducation des investisseurs et de littératie financière parrainées par les ACVM et d'autres organismes nationaux.
- La Commission a engagé des discussions avec le ministère de l'Éducation de l'Ontario au sujet de l'introduction de cours de littératie financière dans les écoles secondaires de l'Ontario.

Nous avons également reçu deux recommandations visant à modifier les dispositions réglementaires liées à l'éducation des investisseurs. La première concerne la dispense relative aux « investisseurs accrédités », qui permet aux personnes remplissant certains critères financiers d'acheter des valeurs mobilières émises sans prospectus (on suppose que ces personnes possèdent des compétences financières ou qu'elles ont les moyens de retenir les services de conseillers compétents). Selon FAIR, la dispense aurait pour effet de permettre aux conseillers en placement de se démettre de leur responsabilité de s'assurer que les investisseurs sont effectivement sophistiqués. Le groupe recommande que la Commission examine la dispense relative aux investisseurs accrédités et que les investisseurs soient tenus de produire des preuves objectives de leur littératie financière. Il estime que ces mesures rejeteraient la responsabilité de la protection des investisseurs sur les experts de l'industrie.

En réponse à cette proposition, la Commission a fait remarquer que les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières examinaient continuellement les dispenses, mais que la crise financière en cours avait amené les ACVM à réexaminer ses politiques afin d'évaluer les critères d'admissibilité à la dispense relative aux investisseurs accrédités.

FAIR a également recommandé que les conseillers en placement soient tenus de s'assurer que les consommateurs comprennent bien les produits qu'ils achètent. La Commission a répondu qu'elle s'efforçait d'améliorer l'information sur les produits fournie aux investisseurs particuliers au moyen d'initiatives telles que le projet de divulgation au point de vente, qui fournira aux investisseurs des renseignements en langage simple sur les fonds mutuels, notamment en ce qui concerne le rendement, le risque et les coûts, avant que l'investisseur ne prenne la décision d'acheter. Elle a souligné que ces initiatives s'ajoutaient aux obligations

concernant la « connaissance du client » et la « convenance du produit » auxquelles les conseillers en placement sont assujettis.

### **Discussion et recommandations du Comité**

Les preuves qui nous ont été présentées indiquent que la Commission et les OAR s'efforcent d'apaiser bon nombre des inquiétudes associées à la protection des consommateurs qui préoccupent les investisseurs particuliers. Par exemple, les mesures prises par la Commission et par l'OCRCVM pour améliorer le traitement des plaintes des investisseurs devraient rendre ce système plus facile à négocier et plus efficace. Comme il est noté plus haut, l'OCRCVM a entrepris un examen de son mécanisme de règlement des différends qui inclura une réévaluation du seuil monétaire.

De même, nous avons appris que la Commission avait lancé un vaste éventail d'initiatives d'éducation des investisseurs et qu'elle avait notamment engagé des discussions avec le ministère de l'Éducation au sujet de l'introduction éventuelle de cours de littératie financière dans les écoles secondaires de l'Ontario.

Aussi louables que soient ces initiatives des organismes de réglementation, nous croyons que d'autres mesures de protection des investisseurs devraient être mises en œuvre.

#### *Dédommagement*

Les groupes d'investisseurs particuliers préconisent depuis longtemps un mécanisme de restitution qui éviterait aux investisseurs lésés d'avoir à faire appel aux tribunaux pour se faire indemniser de leurs pertes. La Commission reconnaît qu'il faut trouver un meilleur moyen d'indemniser les investisseurs, mais elle n'appuie pas les propositions qui lui donneraient le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution. De même, la Commission souscrit au concept d'un fonds d'indemnisation financé par l'industrie, mais elle estime qu'il serait plus logique de constituer un tel fonds au niveau national.

Comme nous le faisons remarquer dans notre discussion d'un organisme de réglementation national, nous croyons que l'Ontario devrait établir des normes de protection des investisseurs qui finiraient par s'appliquer au niveau national. Nous sommes donc d'avis qu'une meilleure indemnisation des investisseurs ne devrait pas dépendre de la mise en place d'un organisme de réglementation national.

- 6. Le Comité recommande que le ministère des Finances prenne les mesures nécessaires pour :**
- **donner à la Commission le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution en cas d'infraction à la législation en valeurs mobilières;**
  - **établir un fonds d'indemnisation financé par l'industrie.**

### *Consultation des investisseurs*

Les groupes de protection des investisseurs se sont clairement sentis exclus après le démantèlement du Comité consultatif des investisseurs de la Commission. À leur avis, pour protéger les investisseurs et leur redonner confiance, la Commission doit disposer d'un mécanisme formel qui permettrait aux investisseurs ordinaires de faire connaître leurs vues.

La Commission nous a transmis des messages contradictoires à ce sujet. D'un côté, elle appuie le concept d'un groupe consultatif d'investisseurs; de l'autre côté, elle semble peu enthousiaste à l'idée d'un organe consultatif reconstitué au niveau provincial. En réponse à nos questions sur ce point, la Commission a déclaré qu'elle cherchait à déterminer si un comité de consommateurs limité à l'Ontario et aux valeurs mobilières pouvait fonctionner, ou s'il serait préférable de consulter les consommateurs de produits financiers de toutes sortes.

Nous ne comprenons pas très bien pourquoi l'idée d'un groupe consultatif d'investisseurs, que la Commission appuie dans le cadre de l'établissement d'un organisme national de réglementation ou dans le contexte plus vaste des produits financiers, serait moins attrayante au niveau du plus gros organisme provincial de réglementation des valeurs mobilières au pays. Nous convenons avec les intervenants qu'il y aurait lieu de renforcer le groupe consultatif d'investisseurs de la Commission.

**7. Le Comité recommande que la Commission établisse un comité consultatif d'investisseurs en prenant pour modèle le comité de consommateurs de services financiers qui existe au Royaume-Uni.**

### *Représentation des investisseurs au sein de la Commission*

Des groupes de protection des investisseurs nous ont encouragés à recommander la création d'un poste de représentant désigné des investisseurs au conseil d'administration de la Commission. Celle-ci a toutefois émis des réserves face à cette proposition. Durant les audiences, la Commission semblait surtout préoccupée par le fait qu'on lui demandait de recruter une personne ne possédant pas les compétences habituelles des commissaires. Dans sa réponse formelle aux présentateurs, la Commission déclare que le concept d'un représentant des investisseurs est incompatible avec les exigences de la Loi et avec sa chartre d'entreprise.

Les intervenants ont clarifié leur proposition en expliquant qu'ils n'envisageaient pas la nomination d'un profane et que le représentant des investisseurs devrait plutôt exercer les fonctions habituelles d'un commissaire tout en présentant le point de vue des investisseurs lors des délibérations de la Commission.

Nous croyons qu'il est important pour les investisseurs particuliers, particulièrement à la suite de la crise du PCAA, de savoir qu'un membre du conseil d'administration de la Commission est chargé de défendre leurs intérêts.

C'est pourquoi nous convenons qu'il faudrait nommer un représentant des investisseurs à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

**8. Le Comité recommande que le ministère des Finances prenne les mesures nécessaires pour nommer un représentant des investisseurs au conseil d'administration de la Commission.**

### *Autoréglementation*

Enfin, nous reconnaissons que certains groupes et certaines personnes ne seront pas satisfaits des mesures de protection des investisseurs proposées dans ce rapport. Pour ces intervenants, le système d'autoréglementation ne répondra jamais à toutes les préoccupations ni à tous les besoins des investisseurs particuliers.

Nous n'avons pas reçu suffisamment de preuves pour recommander une refonte du système d'autoréglementation de l'Ontario, mais nous croyons qu'il vaut la peine de répéter les observations d'Ermanno Pascutto (FAIR) :

*[Traduction]*

Tout le monde semble vouloir critiquer le système d'autoréglementation canadien. J'ai vu l'autoréglementation en œuvre à Londres et à Hong Kong, et je sais qu'il peut être efficace. J'ai vu le système d'autoréglementation en place en Ontario dans les années 1980 et c'était sans espoir. Ce n'était rien d'autre qu'un organisme de défense des droits de l'industrie. Les temps ont changé. Nous avons évolué. L'OCRCVM ne ressemble pas du tout à l'ACCOVAM d'il y a quelques années. Nous avons mis en place un système d'autoréglementation. Au lieu de constamment le critiquer, pourquoi n'essayons-nous pas de le rendre plus efficace? L'OCRCVM ne jouit pas des mêmes pouvoirs d'enquête que la commission des valeurs mobilières. Pourquoi ne pas lui conférer de plus grands pouvoirs d'enquête? L'OCRCVM n'est pas autorisée à percevoir des amendes. Les membres peuvent cesser d'y adhérer sans subir de conséquences. Pourquoi ne pas donner à l'OCRCVM le pouvoir de percevoir des amendes? Pourquoi ne pas l'aider à devenir plus efficace? Comme nous avons déjà un système d'autoréglementation en place, efforçons-nous de l'améliorer.

## **LA RESPONSABILISATION DE LA COMMISSION**

Le Comité permanent des organismes gouvernementaux a notamment pour mandat de chercher des moyens de responsabiliser davantage les organismes examinés. À cet égard, nous avons entendu deux témoins qui nous ont rappelé qu'il y a cinq ans, un autre comité législatif avait recommandé d'améliorer la

surveillance de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario mais que sa recommandation n'a jamais été pleinement mise en œuvre.

En 2004, le Comité permanent des finances et des affaires économiques a examiné le rapport du comité d'examen quinquennal sur la législation en valeurs mobilières de l'Ontario. Durant ses audiences, le Comité des finances s'est fait dire que, par comparaison avec la surveillance gouvernementale de la SEC aux États-Unis, il y avait très peu de surveillance législative de la CVMO.

On a notamment souligné que la SEC faisait l'objet d'une surveillance rigoureuse par le Congrès et qu'elle avait son propre inspecteur général à l'interne. En se fondant sur cette information, le Comité des finances a recommandé que les rapports annuels de la Commission soient renvoyés à un comité de l'Assemblée législative, et que ce comité ait le pouvoir de convoquer des témoins et d'exiger d'eux qu'ils répondent aux questions sur les progrès réalisés dans la mise en œuvre des recommandations approuvées par l'Assemblée législative.

Une modification apportée à la *Loi sur les valeurs mobilières* en 2005 semble être la réponse législative à la recommandation du Comité des finances. En effet, l'article 3.10 de la Loi stipule ce qui suit :

3.10(1) La Commission remet au ministre, dans les six mois qui suivent la fin de chaque exercice, un rapport annuel sur ses affaires de l'exercice, y compris ses états financiers vérifiés.

(2) Le ministre dépose le rapport annuel de la Commission devant l'Assemblée dans le mois qui suit sa réception en le remettant au greffier de l'Assemblée.

(3) Après le dépôt du rapport annuel devant l'Assemblée, un comité permanent ou spécial de l'Assemblée est habilité à l'examiner et à remettre un rapport sur ses opinions et recommandations à l'Assemblée.

Nous notons que le Comité permanent des finances et des affaires économiques a été désigné par l'Assemblée législative pour recevoir et examiner les rapports annuels de la Commission. À ce jour, le Comité des finances ne s'est pas encore réuni aux fins de l'article 3.10 de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

FAIR, le groupe de protection des investisseurs, a également recommandé que le comité désigné pour examiner les rapports annuels de la Commission ait le pouvoir de faire appel à des experts en réglementation des valeurs mobilières qui pourraient effectuer des vérifications de la Commission. Ces vérifications seraient mises à la disposition du comité au moment de ses examens annuels.

Dans sa réponse aux présentateurs, la Commission précise qu'elle a déjà mis en place un « cadre de responsabilisation rigoureux » qui comprend :

- un protocole d'entente établissant le lien de responsabilité entre la Commission et le ministre des Finances;
- l'obligation de fournir au ministre les plans d'activités, les budgets de fonctionnement ainsi que les projets de modification importante du fonctionnement ou des activités de la Commission;
- l'obligation de remettre un rapport annuel et des états financiers vérifiés au ministre pour qu'il les dépose devant l'Assemblée législative;
- la publication de l'énoncé annuel des priorités aux fins de commentaires du public et de communication au ministre;
- la publication de politiques et de règles aux fins de commentaires par le public et d'examen par le ministre.

La Commission est également surveillée de près par l'Assemblée législative de l'Ontario. L'Assemblée législative peut notamment intervenir par l'entremise du Comité permanent des organismes gouvernementaux, qui a le pouvoir d'examiner les activités des organismes gouvernementaux et de rendre compte de ses observations, opinions et recommandations à la Chambre, et elle peut aussi désigner un comité permanent ou spécial chargé d'examiner les rapports annuels de la Commission en vertu de l'article 3.10 de la Loi.

En ce qui concerne les vérifications supplémentaires proposées en matière de réglementation (dans le cadre de l'examen effectué par un comité législatif en vertu de l'article 3.10 de la Loi), la Commission a déclaré :

Nous ne croyons pas qu'une vérification supplémentaire en matière de réglementation soit nécessaire ou améliore d'une façon quelconque la supervision actuelle.

### **Discussion et recommandation du Comité**

La Commission exerce actuellement ses activités à l'intérieur d'un cadre de responsabilisation rigoureux. Nous croyons toutefois que l'Assemblée législative devrait exercer pleinement ses pouvoirs de surveillance à l'égard de la Commission.

**9. Le Comité recommande que le Comité permanent des finances et des affaires économiques exerce son pouvoir d'examiner les rapports annuels de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.**

### **ORGANISME NATIONAL DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES**

Les économistes, les participants au marché et les observateurs de l'industrie soutiennent depuis longtemps que l'actuel système, qui englobe 13 ensembles de lois sur les valeurs mobilières et 13 organismes de réglementation, fait augmenter

le coût des affaires au Canada. Ils disent qu'un régime national de réglementation des valeurs mobilières rendrait les marchés financiers canadiens plus efficaces et plus concurrentiels.

Plus récemment, il a été souligné que nous avons besoin d'un organisme de réglementation unique pour suivre l'évolution rapide des marchés nationaux et internationaux et représenter les intérêts du Canada sur la scène internationale.

Dans son rapport de janvier 2009, le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières a recommandé « l'établissement de la Commission canadienne des valeurs mobilières, qui aura le mandat d'appliquer une loi unique sur les valeurs mobilières au Canada ». A suivi le budget fédéral de 2009, qui annonçait la création d'un bureau chargé de gérer la transition à un organisme de réglementation national.

Nos audiences ont révélé que cette initiative jouissait d'un vaste appui. Le président David Wilson a dit au Comité que la CVMO appuyait pleinement la recommandation du Groupe d'experts et qu'elle était prête à faire de cet objectif une réalité. Il a d'ailleurs présenté avec concision les arguments en faveur d'un organisme de réglementation national :

*[Traduction]*

Les marchés financiers ne sont pas provinciaux; les marchés financiers sont nationaux et, comme nous l'avons tous appris, ils sont même devenus internationaux.

La plupart des intervenants convenaient qu'un organisme de réglementation national serait un modèle plus efficace, particulièrement du point de vue de l'application des lois. La Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises, quant à elle, aimerait voir un modèle plus intégré, où les secteurs des valeurs mobilières, des banques et des assurances, ainsi que tout autre acteur sur les marchés financiers, seraient réglementés par un même organisme.

Enfin, nous constatons que l'Ontario, où l'on trouve le plus grand marché de capitaux et le plus influent organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada, appuie depuis longtemps le concept d'un organisme de réglementation national. La province a d'ailleurs défini sa position dans le discours du budget de 2009 :

L'Ontario défend cette idée depuis longtemps, et c'est avec plaisir que l'on constate que les recommandations du Groupe d'experts soutiennent la position du gouvernement provincial [...]  
Au cours de l'année à venir, le gouvernement de l'Ontario travaillera de concert avec les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux pour concrétiser cette initiative.

## Discussion et recommandation du Comité

Les arguments en faveur d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières nous semblent irréfutables, d'autant plus que nous avons de plus en plus besoin d'organismes de réglementation capables de répondre à l'évolution rapide des marchés internationaux.

Notre préférence pour un organisme de réglementation national ne signifie toutefois pas que nous attachons moins d'importance aux enjeux mentionnés dans nos autres recommandations. La CVMO étant le plus grand organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada, nous croyons que l'Ontario devrait établir des normes qui pourraient en fin de compte être adoptées au niveau national.

**10. Le Comité recommande que la Commission et la province continuent de travailler avec les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux, et avec d'autres organismes de réglementation et intervenants, au développement et à la mise en œuvre d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières.**

## AUTRES QUESTIONS DE RÉGLEMENTATION

### Gouvernance d'entreprise

#### Contexte

Le terme « gouvernance d'entreprise » s'entend de :

*[Traduction]*

la relation entre tous les intervenants d'une société, dont les actionnaires, les administrateurs et les gestionnaires d'une société, telle que définie par la charte d'entreprise, le règlement intérieur, la politique formelle et la règle de droit. Les sociétés éthiques auraient une excellente gouvernance d'entreprise<sup>6</sup>.

La présentation de la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises avait pour thème l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. D'après la Coalition, le processus décisionnel des entreprises, qui a causé la récession économique en cours, fait ressortir la nécessité d'une réforme dans ce domaine. La Coalition est d'avis qu'une « démocratie des actionnaires » serait garante d'une meilleure gouvernance d'entreprise.

En Ontario, la gouvernance d'entreprise est réglementée par les statuts de la société. La *Loi sur les sociétés par actions* de l'Ontario (LSAO) régit notamment

<sup>6</sup> Dictionnaire en ligne d'Investopedia à <http://www.investopedia.com/terms/c/corporategovernance.asp>.



les réunions des actionnaires, le processus d'élection des administrateurs et d'autres pratiques de gouvernance d'entreprise. La loi correspondante au niveau fédéral est la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*.

La gouvernance d'entreprise n'est pas seulement une question de droit corporatif. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont eux aussi le pouvoir d'édicter des règles et des politiques concernant les pratiques de gouvernance d'entreprise qui ont un impact sur la protection ou la confiance des investisseurs.

En Ontario par exemple, les principales règles régissant le processus de vote par procuration, dont le contenu des circulaires de la direction sollicitant des procurations distribués aux actionnaires<sup>7</sup>, sont prescrites par la LSAO. Cependant, comme les circulaires de la direction sollicitant des procurations contiennent des informations importantes pour les investisseurs au moment de prendre la décision d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières, le contenu de ces circulaires est également considéré comme une question de protection des investisseurs. En conséquence, les règles d'information continue de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario obligent les sociétés à inclure dans les circulaires de la direction sollicitant des procurations des renseignements qui dépassent les exigences du droit corporatif.

La Commission a également établi des règles de gouvernance d'entreprise reflétant les réformes adoptées par le Congrès et la SEC des États-Unis après la faillite d'Enron et d'autres grandes sociétés en 2002. Ces règles, qui concernent le conseil d'administration des sociétés, portent notamment sur la composition et les responsabilités des comités de vérification et l'indépendance des administrateurs. Les règles visent à restaurer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers et s'ajoutent aux exigences du droit corporatif.

On distingue généralement deux conceptions conflictuelles de la gouvernance d'entreprise et de la nécessité d'une réforme. Les tenants de la première interprétation pensent que la gouvernance d'entreprise serait surtout une question de droit corporatif, car les questions liées à la démocratie des actionnaires sont essentiellement réglementées par les statuts des sociétés. Selon eux, ce serait une erreur de mettre la démocratie corporative sur le même pied que la démocratie politique. Ils croient généralement que le droit corporatif existant offre une protection adéquate aux actionnaires.

Les tenants de la deuxième interprétation, comme la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises, sont d'avis que l'absence de démocratie dans la façon dont les sociétés sont gérées offre peu de protection aux actionnaires et finit par produire de mauvaises décisions. Ils voient la gouvernance d'entreprise comme une question relevant de la réglementation des valeurs mobilières, notamment parce que les organismes de réglementation des valeurs mobilières

---

<sup>7</sup> Selon Investopedia, [*traduction*] « la procuration fournit d'importants renseignements sur les points à l'ordre du jour de l'assemblée annuelle, les qualifications des cadres de direction et des membres du conseil d'administration, les principaux actionnaires de la société et la rémunération des cadres, en plus de servir de bulletin de vote pour les élections au conseil d'administration ».

leur semblent mieux placés pour apporter des changements. Ils soutiennent que les organismes de réglementation des valeurs mobilières peuvent donner le coup d'envoi à la réforme parce qu'ils possèdent une connaissance spécialisée des marchés financiers et des participants aux marchés, et qu'ils peuvent réagir plus rapidement aux problèmes émergents de gouvernance d'entreprise grâce à leurs pouvoirs de réglementation.

### *Démocratie des actionnaires*

Les représentants de la Commission ont affirmé que les questions de gouvernance d'entreprise en Ontario (et au Canada) étaient actuellement à l'étude. En décembre 2008, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié, pour commentaires, une proposition visant à remplacer l'actuel régime d'information « se conformer ou expliquer » par une démarche davantage axée sur les principes. Les ACVM sont aussi en train d'examiner les questions liées à la démocratie des actionnaires et elles consulteront les intervenants et les investisseurs dans le cadre de cet examen. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario fait partie d'un groupe de travail international qui se penche sur les droits des actionnaires minoritaires dans les sociétés ouvertes cotées.

Dans sa présentation au Comité, la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises a déclaré qu'elle s'opposait fondamentalement aux lignes directrices en matière de gouvernance d'entreprise proposées par les ACVM. Sa principale objection est que les propositions des ACVM maintiendraient un système où les membres du conseil d'administration et de la direction déterminent le niveau de démocratie des actionnaires approprié pour la société. Selon la Coalition, une véritable transition vers une démocratie des actionnaires nécessite des règles – cela ne se fera pas volontairement.

La Coalition a présenté plusieurs recommandations visant à améliorer la gouvernance d'entreprise. Deux de ces recommandations sont examinées ci-après.

#### *Élection des membres du conseil d'administration*

La Coalition soutient que les sociétés prendraient de meilleures décisions si les actionnaires avaient un droit de regard plus étendu sur le processus décisionnel. Une façon d'atteindre cet objectif serait de donner aux actionnaires le droit de voter pour les membres du conseil d'administration. La pratique habituelle des sociétés consiste à établir une liste de candidats au conseil d'administration; l'actionnaire a donc le choix entre voter pour tous les candidats ou s'abstenir de voter. Ce système empêcherait les actionnaires de voter pour d'autres candidats et favoriserait un conseil d'administration hostile au changement.

La Coalition appuie aussi l'adoption d'un mécanisme de « vote majoritaire », qui donnerait aux actionnaires le droit de voter pour ou contre chaque candidat. Selon les règles actuelles, l'actionnaire qui rejette un candidat ne peut que s'abstenir de voter.

Dans sa réponse aux présentateurs, la Commission a souligné que la plupart des compagnies avaient l'habitude d'élire une liste d'administrateurs mais qu'aucune

loi n'interdisait l'élection individuelle des administrateurs. Certaines compagnies ouvertes ont même volontairement institué cette pratique.

Une transition au vote majoritaire nécessiterait toutefois des modifications aux lois sur les valeurs mobilières et aux statuts des sociétés. La Commission dit avoir entamé des discussions avec des organismes de réglementation fédéraux et ontariens sur les mérites du vote majoritaire.

#### Approbation des transactions importantes par les actionnaires

La Coalition (à l'instar de FAIR, le groupe de défense des droits des investisseurs) soutient que les grandes décisions des sociétés, comme les acquisitions importantes ou l'émission d'actions, devraient être approuvées par les actionnaires. Ce qui l'inquiète, c'est que les « transactions transformationnelles » mettant en jeu un grand nombre d'actions peuvent affecter les droits de vote et de distribution ainsi que les droits résiduels des actionnaires.

La Commission reconnaît que cela peut constituer un problème et fait remarquer que la Bourse de Toronto, en consultation avec la Commission, a entrepris un examen public afin d'évaluer l'opportunité de faire approuver par les actionnaires les décisions qui entraînent une dilution importante du capital.

#### *Discussion et recommandations du Comité*

Nous avons appris que la démocratie dans la gouvernance d'entreprise faisait de plus en plus parler d'elle, ici même en Ontario et ailleurs. Cependant, la réforme dans ce domaine est compliquée par au moins deux facteurs. Elle nécessiterait la modification de plus d'une loi et l'intervention de plus d'un ordre de gouvernement. Il faut aussi mentionner le débat en cours entre ceux qui croient que la gouvernance d'entreprise devrait continuer de relever surtout du droit corporatif et ceux qui pensent que la réforme devrait être guidée par les organismes de réglementation des valeurs mobilières.

Comme il est noté plus haut, en 2008, les ACVM ont diffusé une ébauche de politique nationale énonçant les principes proposés de gouvernance<sup>8</sup>. La Commission participe également à des examens et des discussions touchant la gouvernance d'entreprise. À notre avis, la province devrait prendre une part active au débat.

**11. Le Comité recommande que la province institue un examen formel de la démocratie dans la gouvernance d'entreprise en Ontario.**

<sup>8</sup> Le 13 novembre 2009, les ACVM ont annoncé qu'elles ne prévoyaient pas « mettre en œuvre le projet tel qu'il a été publié ». Voir le communiqué de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, intitulé « Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières maintiennent le régime de gouvernance actuel » et daté du 13 novembre 2009, sur le site [http://www.osc.gov.on.ca/fr/NewsEvents\\_nr\\_20091113\\_csa-58-305-governance-regime.htm](http://www.osc.gov.on.ca/fr/NewsEvents_nr_20091113_csa-58-305-governance-regime.htm).

## Démutualisation de la Bourse de Toronto

### Contexte

La Bourse de Toronto (TSX) n'est pas reconnue comme OAR par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, mais elle joue néanmoins un rôle important dans la réglementation du système de valeurs mobilières de l'Ontario. Ce point est souligné dans le mémoire de FAIR, qui soutient que l'actuelle structure d'entreprise de la TSX compromet sa capacité d'exercer ses fonctions de réglementation.

Pour placer cette question en contexte, nous expliquons brièvement le rôle des bourses et la récente transformation de ces organisations mutuelles en entreprises à but lucratif.

### Le double rôle des bourses

Les bourses jouent un rôle à la fois commercial et de réglementation. À titre d'entité commerciale, une bourse fournit des installations pour l'échange des valeurs mobilières cotées en bourse. Les revenus proviennent des droits facturés pour l'admission à la cote, les services de négociation, l'adhésion, les données sur le marché ainsi que d'autres services et renseignements fournis par la bourse. Les droits sont payés directement par les sociétés cotées, les courtiers et d'autres parties qui utilisent ou achètent des services et des informations.

À titre d'organisme de réglementation, la bourse protège l'intérêt public en réglementant les échanges et en surveillant les sociétés cotées. La réglementation de la conduite des marchés (c.-à-d. la cotation en bourse) englobe la surveillance des activités boursières et l'application des règles. La réglementation des émetteurs cotés permet de s'assurer que les sociétés cotées respectent certaines normes financières et de gouvernance d'entreprise et d'autres normes de qualité établies par la bourse.

### Démutualisation

Dans le passé, les bourses fonctionnaient comme des organismes sans but lucratif appartenant aux membres. Au cours des dix dernières années cependant, de grandes bourses du monde entier, qui étaient auparavant des organisations mutuelles, ont été converties en sociétés à but lucratif appartenant aux actionnaires. Ce genre de restructuration porte le nom de « démutualisation ».

La technologie et la concurrence étaient les principaux facteurs derrière la démutualisation. Pour acheter les technologies sophistiquées et coûteuses dont elles avaient besoin, les bourses ont dû réunir des capitaux. Pour faire concurrence aux marchés de contrepartie à faible coût tels que les réseaux de communication électroniques, les bourses traditionnelles ont dû adopter une structure d'entreprise permettant un processus décisionnel plus efficace.

En 2000, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a approuvé la conversion de la Bourse de Toronto, qui était auparavant une organisation mutuelle, en société à but lucratif appartenant aux actionnaires. La TSX a alors

créé une division séparée pour qu'elle exerce ses fonctions de réglementation. La Bourse de Toronto passe maintenant des contrats avec l'OCRCVM pour la réglementation de la conduite des marchés; elle continue toutefois de réglementer les émetteurs.

### *Inquiétudes relatives à la démutualisation*

D'après les critiques de la démutualisation, les conflits d'intérêts potentiels inhérents au système d'autoréglementation sont amplifiés lorsque l'organisme de réglementation devient une entité à but lucratif. En effet, on doute que les bourses à but lucratif puissent prendre des décisions de réglementation dans l'intérêt public alors qu'elles tirent leurs revenus des sociétés qu'elles sont censées réglementer.

FAIR, la fondation pour l'avancement des droits des investisseurs, a dit au Comité que la démutualisation de la Bourse de Toronto avait contribué à la détérioration des droits des actionnaires. Elle a notamment mentionné que, depuis 2000, la Bourse avait autorisé des transactions importantes sans l'approbation des actionnaires, bien que ces transactions aient entraîné une dilution et une perte de valeur « massives » pour les actionnaires publics. FAIR affirme que ces décisions de réglementation étaient fondées sur la nécessité de plaire aux cadres des sociétés cotées en bourse, plutôt que sur l'intérêt public :

La Bourse de Toronto (TSX) a été autorisée à continuer de réglementer les sociétés inscrites à sa cote même après sa démutualisation et son inscription à la cote comme société à but lucratif. Il existe un conflit inhérent entre le statut d'entreprise à but lucratif de la TSX et sa fonction d'autorité de réglementation des sociétés inscrites à sa cote. La TSX considère les sociétés inscrites – ou plus précisément la direction des sociétés inscrites – comme ses clients. Les actionnaires, quant à eux, n'ont aucun statut devant la TSX.

Selon FAIR, l'Ontario a pris du retard par rapport aux normes internationales pour ce qui est des questions qui relèvent de la compétence de la Bourse de Toronto. FAIR soutient notamment que les bourses d'autres marchés démutualisés, comme New York et Hong Kong, ont séparé leurs activités commerciales et leurs fonctions de réglementation de façon plus efficace. Au Royaume-Uni, l'organisme de réglementation des valeurs mobilières a simplement pris en charge la fonction de réglementation des émetteurs.

Pour prévenir les conflits d'intérêts potentiels à la Bourse de Toronto, FAIR recommande que la réglementation des émetteurs soit confiée à une entité distincte de la Bourse dotée de son propre conseil d'administration. Ou encore que les fonctions de réglementation de la Bourse fonctionnent indépendamment de ses activités commerciales, avec un cloisonnement approprié et d'autres mécanismes de séparation et d'équilibre des pouvoirs.

En réponse au mémoire de FAIR, la Commission a souligné que les deux aspects des fonctions de réglementation de la Bourse de Toronto (le contrat avec l'OCRCVM pour la réglementation des marchés et la réglementation continue des émetteurs par la Bourse) étaient assujettis aux conditions de l'ordonnance de reconnaissance émise par la Commission (c.-à-d. l'ordonnance reconnaissant la nouvelle bourse à but lucratif). Ces conditions exigent notamment qu'au moins 50 % du conseil d'administration de la Bourse de Toronto se compose d'administrateurs indépendants. L'ordonnance de reconnaissance cherche aussi à prévenir les conflits d'intérêts pouvant découler de la cotation du Groupe TSX (la société à but lucratif de la Bourse) à la Bourse de Toronto.

### *Discussion et recommandation du Comité*

Les grandes bourses comme celle de Toronto soutiennent que la démutualisation leur a permis de se procurer des technologies transactionnelles modernes et de faire concurrence aux marchés de contrepartie. Or, d'après des groupes de défense des droits des investisseurs, la démutualisation, telle que mise en œuvre à la Bourse de Toronto, aurait aggravé le potentiel de conflits d'intérêts inhérent à l'autorégulation.

Ce qui nous préoccupe, c'est la perception que la Bourse de Toronto ne respecte pas les normes internationales en ce qui concerne la séparation de ses activités commerciales et de réglementation. C'est pourquoi nous recommandons que la Commission réexamine la question afin d'assurer aux investisseurs que les décisions de réglementation de la plus grande bourse au pays sont toujours guidées par l'intérêt public.

**12. Le Comité recommande que la Commission examine le potentiel de conflits d'intérêts entre les fonctions commerciales et de réglementation de la Bourse de Toronto et prenne les mesures nécessaires pour régler les problèmes cernés.**

### **Réglementation fondée sur des principes**

Nous avons reçu un mémoire d'ADVOCIS, la Financial Advisors Association of Canada, qui représente plus de 10 000 conseillers et planificateurs financiers à travers le pays, dont 5 000 en Ontario. La plupart d'entre eux exploitent de petites entreprises indépendantes qui offrent des produits et services financiers, y compris des conseils généraux en matière de planification financière et d'investissement. La priorité est accordée à la planification à long terme. La majorité des membres d'ADVOCIS sont réglementés par des organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières, comme la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

La présentation d'ADVOCIS met l'accent sur l'impact de la réglementation des valeurs mobilières sur l'accès des consommateurs aux conseils financiers. En particulier, ADVOCIS soutient que le cadre de réglementation hautement

prescriptif et fondé sur des règles actuellement en place impose des coûts de conformité élevés, qui sont supportés de manière disproportionnée par les petites entreprises de services financiers. Elle ajoute que bon nombre des exigences de réglementation actuelles ne sont pas justifiées par la présence de risques véritables pour les consommateurs. Selon ADVOCIS, l'actuelle approche de réglementation finira par concentrer les services financiers entre les mains de quelques grandes institutions financières, ce qui réduira le choix pour les consommateurs.

Pour renverser cette tendance, ADVOCIS recommande que l'Ontario adopte un régime de réglementation « fondé sur des principes », qui permettrait de faire face aux circonstances changeantes et aux nouveaux produits avec plus de souplesse parce qu'il met l'accent sur les résultats. Nous nous sommes fait dire que la réglementation fondée sur des principes avait été mise en œuvre avec succès au Royaume-Uni.

Dans sa réponse à la proposition d'ADVOCIS, la Commission a fait valoir qu'une réglementation efficace des valeurs mobilières doit respecter un juste milieu entre les règles et les principes; c'est-à-dire qu'il devrait y avoir un équilibre entre, d'une part, la certitude et la prévisibilité (règles) et, d'autre part, la souplesse (principes). La Commission a laissé entendre que le système de réglementation de l'Ontario respectait ce juste milieu. Par exemple, la *Loi sur les valeurs mobilières* énonce un certain nombre de principes en plus de prescrire des règles :

- La Commission est autorisée à rendre des ordonnances dans l'intérêt public.
- Les participants au marché doivent agir avec intégrité.
- Les courtiers et conseillers inscrits doivent faire affaire avec leurs clients de manière équitable et honnête et de bonne foi;
- Les documents d'information ne doivent pas induire les investisseurs en erreur.

Il a également été souligné que les règles applicables aux membres de l'OCRCVM et de l'ACCFM se fondent sur des principes clairs. Une des règles de l'ACCFM, par exemple, stipule que les membres ne doivent pas s'engager dans des pratiques commerciales inappropriées ou allant à l'encontre de l'intérêt public.

Selon la Commission, le Royaume-Uni et d'autres pays sont en train de réévaluer la réglementation fondée sur des principes à la lumière de la crise financière en cours.

Enfin, nous avons appris que le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières favorisait l'adoption d'une approche fondée davantage sur des principes en matière de réglementation des valeurs mobilières, mais qu'il recommandait de procéder « avec le plus grand soin, en tenant dûment compte de la nécessité de réduire l'incertitude réglementaire ».

---

### *Discussion du Comité*

La réglementation fondée sur des principes est un autre enjeu émergent qui fait l'objet d'un débat continu. Certains soutiennent qu'une réglementation complexe fondée sur des règles ne donne pas nécessairement de meilleurs résultats. Dans le contexte des services financiers, des conseillers financiers nous ont dit que les coûts de conformité associés à la réglementation des valeurs mobilières fondée sur des règles finiraient par réduire le choix pour les consommateurs.

D'autres estiment qu'il est important d'avoir des règles prescriptives pour plus de certitude. Les tenants de cette approche soulignent que de nombreux économistes et d'autres commentateurs experts attribuent l'actuelle crise financière à la déréglementation du secteur financier.

Tout compte fait, le Comité a conclu que le moment n'était pas venu de réduire la réglementation des valeurs mobilières. Nous souscrivons plutôt à la position de la Commission : « Le recours tant aux principes qu'aux règles est nécessaire à l'élaboration d'une réglementation des valeurs mobilières efficace. » Au cas où la transition à une réglementation fondée sur des principes serait jugée souhaitable dans l'avenir, nous appuyons l'approche prudente recommandée par le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières.



## GLOSSAIRE

**Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM)** – Organisme d'autoréglementation du volet distribution du secteur des fonds mutuels. L'ACCFM réglemente les activités, les normes de pratique et la conduite professionnelle de ses membres et de leurs représentants.

**Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM)** – Organisme cadre qui représente les 13 organismes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières du Canada. Les ACVM ont pour mandat de coordonner et d'harmoniser la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

**Comité consultatif des investisseurs (CCI)** – Ce comité regroupait dix membres choisis par la Commission pour représenter les intérêts des investisseurs particuliers. Le CCI, qui était l'un de plusieurs comités consultatifs de la Commission, a exercé ses activités entre 2006 et 2008.

**Comité d'examen quinquennal** – Groupe d'experts en réglementation des valeurs mobilières nommés en 2000 par le ministre des Finances en vertu des dispositions de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Ce comité avait pour mandat d'examiner la législation ontarienne en valeurs mobilières. Son rapport final, diffusé en mars 2003, a fait l'objet d'audiences et d'un rapport par le Comité permanent des finances et des affaires économiques de l'Assemblée législative en 2004.

**Comité mixte permanent des questions touchant les investisseurs particuliers** – Créé en 2008, ce comité se compose de représentants de la Commission, de l'OCRCVM, de l'ACCFM et de l'OSBI. Il s'intéresse aux questions touchant les investisseurs particuliers et cherche notamment à améliorer la protection des investisseurs.

**Contrat d'échange sur défaillance** – Contrat conçu pour offrir à son acheteur une protection du crédit. Le vendeur du contrat garantit la valeur du crédit lié au titre en payant à l'acheteur un montant prédéterminé en cas de défaillance.

**Équipes intégrées de police des marchés financiers (EIPMF)** – Ces équipes, qui se composent d'agents de police, d'avocats et d'autres enquêteurs experts, sont situées dans les principaux centres financiers canadiens. Gérées conjointement par la GRC, le ministère de la Justice du Canada et d'autres ministères et organismes partenaires, les EIPMF collaborent avec les organismes de réglementation des valeurs mobilières dans les cas importants de fraude sur les marchés financiers.

**Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier** – Ce forum se compose de représentants des organismes canadiens de réglementation des régimes de retraite, des valeurs mobilières et de l'assurance. Il a été établi pour coordonner, harmoniser et rationaliser la réglementation des produits et services financiers.

**Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières** – Groupe consultatif dont les membres ont été nommés par le ministre fédéral des Finances en 2008 et qui est présidé par l'honorable Thomas Hockin. Le Groupe a publié *Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux : Rapport final et recommandations* en janvier 2009.

**Hors cote** – Les titres hors cote sont négociés en dehors des bourses officielles, par exemple par l'entremise d'un réseau de courtiers.

**Investisseurs particuliers** – Investisseurs individuels autres que des sociétés qui achètent et vendent des valeurs mobilières pour leur compte personnel et non pour une autre société ou organisation. Les investisseurs particuliers achètent en quantités beaucoup plus faibles que les grands investisseurs institutionnels.

**Ombudsman des services bancaires et d'investissement (OSBI)** – Service indépendant de règlement des différends offert aux clients des sociétés de placement et des services bancaires participants qui sont insatisfaits des résultats du processus interne de règlement des plaintes de la société participante. La valeur d'une réclamation ne peut dépasser 350 000 \$.

**Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM)** – Organisme d'autoréglementation national qui surveille les courtiers et les activités sur les marchés financiers. L'OCRCVM a été formé en 2008 par suite de la fusion de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et de Market Regulations Services Inc.

**Organismes d'autoréglementation (OAR)** – Ces organismes établissent et appliquent les règles régissant la conduite de leurs membres. Les deux OAR reconnus au Canada sont l'OCRCVM et l'ACCFM.

**Papier commercial adossé à des actifs (PCAA)** – Titres de créance à court terme (moins d'un an) composés de prêts tels que des hypothèques, des créances sur carte de crédit et des prêts automobile. La dette est regroupée et vendue sous forme de valeurs mobilières aux investisseurs. Le placement de PCAA est généralement dispensé des obligations de prospectus.

## LISTE DES RECOMMANDATIONS

1. **La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario est l'organe administratif détenant la principale responsabilité pour la protection des investisseurs. Le Comité recommande donc que la Commission réévalue la façon dont elle s'acquitte de sa responsabilité de protéger l'intérêt public, afin d'améliorer son efficacité et sa responsabilisation.**
2. **Le Comité recommande que le ministère des Finances :**
  - **examine la portée que la loi donne à l'obligation de la Commission de protéger l'intérêt public;**
  - **présente un projet de loi établissant un cadre de réglementation des agences de notation qui respecte les normes internationales.**
3. **Le Comité recommande que la Commission :**
  - **modifie la dispense actuelle pour les titres de créance à court terme de manière qu'elle ne soit plus ouverte pour les placements de titres de créance à court terme adossés à des actifs, comme le PCAA, et que les émetteurs qui vendent de tels produits soient tenus de déposer un prospectus;**
  - **améliore la divulgation concernant le PCAA;**
  - **restreigne la façon dont les titres de créance complexes sont vendus aux investisseurs particuliers;**
  - **examine le rôle joué par les courtiers et conseillers dans la vente de PCAA;**
  - **examine les enjeux liés aux placements des fonds mutuels dans le PCAA.**
4. **Le Comité recommande que la province établisse une équipe de lutte contre le crime sur les marchés financiers qui serait dotée de ressources suffisantes pour recruter et retenir le personnel spécialisé chargé de mener des enquêtes et d'intenter des poursuites en cas d'infraction au droit pénal sur les marchés financiers.**
5. **Le Comité recommande que le ministère des Finances accorde la priorité aux modifications législatives nécessaires pour :**
  - **mettre en place un cadre de réglementation des agences de notation;**
  - **renforcer la capacité de la Commission de préserver les éléments d'actif au cours d'une enquête;**
  - **élargir la définition de communication illégale d'information privilégiée;**

- 
- clarifier les compétences de la Commission en ce qui a trait aux sociétés sur les marchés hors cote américains qui exercent des activités manipulatrices ou illégales visant des investisseurs ontariens;
  - réglementer les produits complexes au moment de leur introduction sur le marché.
6. Le Comité recommande que le ministère des Finances prenne les mesures nécessaires pour :
    - donner à la Commission le pouvoir de rendre des ordonnances de restitution en cas d'infraction à la législation en valeurs mobilières;
    - établir un fonds d'indemnisation financé par l'industrie.
  7. Le Comité recommande que la Commission établisse un comité consultatif d'investisseurs en prenant pour modèle le comité de consommateurs de services financiers qui existe au Royaume-Uni.
  8. Le Comité recommande que le ministère des Finances prenne les mesures nécessaires pour nommer un représentant des investisseurs au conseil d'administration de la Commission.
  9. Le Comité recommande que le Comité permanent des finances et des affaires économiques exerce son pouvoir d'examiner les rapports annuels de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.
  10. Le Comité recommande que la Commission et la province continuent de travailler avec les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux, et avec d'autres organismes de réglementation et intervenants, au développement et à la mise en œuvre d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières.
  11. Le Comité recommande que la province institue un examen formel de la démocratie dans la gouvernance d'entreprise en Ontario.
  12. Le Comité recommande que la Commission examine le potentiel de conflits d'intérêts entre les fonctions commerciales et de réglementation de la Bourse de Toronto et prenne les mesures nécessaires pour régler les problèmes cernés.

**LISTE DES TÉMOINS**

<b>Organisation/Personne</b>	<b>Date de comparution</b>
ADVOCIS (Financial Advisors Association of Canada)	23 février 2009
Anita Anand	23 février 2009
Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises	23 février 2009
Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR)	23 février 2009
Michael Code	23 février 2009
Larry Elford	Mémoire
Ken Kivenko	Mémoire
Robert Kyle	Mémoire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario	2 décembre 2008; 23 février et 7 avril 2009
Pamela J. Reeve	23 février 2009
Association pour la protection des petits investisseurs	Mémoire
Diane Urquhart	23 février 2009