FAIR

Canadian Foundation *for* Advancement *of* Investor Rights
Fondation canadienne *pour* l'avancement *des* droits *des* investisseurs

ET LES INVESTISSEURS, EUX?

LIVRE BLANC SUR LA PROPOSITION VISANT L'ÉTABLISSEMENT D'UN RÉGIME COOPÉRATIF EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS DES CAPITAUX

PAR ANITA ANAND*

Conseillère spéciale auprès du conseil d'administration de la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs

Le 1er mai 2017

* Courriel : anita.anand@utoronto.ca. Conseillère spéciale auprès du conseil d'administration de FAIR Canada, professeure et titulaire de la chaire de recherche J.R. Kimber sur la protection des investisseurs et la gouvernance des entreprises à l'Université de Toronto. L'auteure remercie Alexander Buckley, Krupa Kotecha, Chris Puskas et Tegan Valentine qui ont prêté leur précieux concours à la recherche.

Résumé

Le présent livre blanc met en relief les préoccupations quant aux investisseurs que suscite la proposition visant l'établissement d'un régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux (RCRMC). Par la structure de sa gouvernance et par sa substance, le RCRM n'est pas dans l'intérêt des investisseurs. Le RCRMC ne prévoit pas la création d'un bureau des investisseurs ou d'un comité consultatif des investisseurs et aucun représentant des investisseurs ne siège au conseil d'administration. En matière de droit substantiel, le régime légal envisagé ne contient ni obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client, ni interdiction des commissions intégrées, ni incitatifs financiers pour les dénonciateurs. Du point de vue des investisseurs ontariens, il n'est pas logique de remplacer un organisme de réglementation des valeurs mobilières qui est centré sur les investisseurs par un régime qui institutionnalise une structure de gouvernance au sein de laquelle les investisseurs ne sont en réalité nullement représentés.

Table des matières

Table des matières

1. LISTE DES RECOMMANDATIONS 1

2. INTRODUCTION 2

3. STRUCTURE DU RCRMC 4

a) Absence de comité consultatif des investisseurs 4

b) Absence de représentation des investisseurs au conseil d'administration 6

c) Absence de représentation des investisseurs au Forum de la réglementation 7

d) Absence de Bureau des investisseurs 7

4. LA LMC EN SUBSTANCE 8

a) Pas d'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client prescrite par la loi 8

b) Absence de proposition sur les commissions intégrées 9

c) Absence d'incitation pour les dénonciateurs 11

5. TRANSITION 12

6. CONCLUSION 13

7. DÉFINITIONS 14

1. Liste des recommandations

Le présent livre blanc émet des recommandations sur les préoccupations relatives à la structure et à la substance du RCRMC ainsi qu'à la transition de celui-ci. À l'heure actuelle, le RCRMC accuse une faible gouvernance en particulier sur le plan de la constitution de son conseil d'administration où il n'y a aucune représentation des investisseurs. Cette situation doit être changée avant que le modèle proposé soit mis en œuvre.

i. Des initiatives de protection des investisseurs doivent être incorporées au cadre législatif qui sous-tend le RCRMC.

ii. Un comité consultatif des investisseurs, prescrit par la *Loi sur les marchés des capitaux* (LMC), devrait être créé et faire partie de la structure du RCRMC.

iii. Le conseil d'administration du RCRMC devrait compter au moins trois représentants des investisseurs individuels.

iv. Les représentants des investisseurs, de préférence membres d'un comité consultatif des investisseurs, devraient détenir au moins deux sièges au Forum de la réglementation.

v. Un bureau des investisseurs devrait être mis sur pied sous l'égide du RCRMC.

vi. Le RCRMC ne devrait pas dédaigner les efforts visant à instituer l'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client et devrait faire prescrire celle-ci par la LMC dans l'intérêt des investisseurs sur les marchés des capitaux.

vii. L'Autorité de réglementation des marchés des capitaux (ARMC) devrait promouvoir le contenu et les propositions du dernier Document de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) et désormais interdire les commissions intégrées.

viii. Le RCRMC devrait mettre en œuvre un programme de dénonciation avec des incitatifs monétaires pour encourager les dénonciateurs à se manifester.

ix. Le RCRMC doit mettre en œuvre les initiatives mentionnées ci-dessus avant son lancement et assurer une transition plus courte et plus sûre dans l'intérêt des investisseurs individuels.

2. Introduction

La proposition actuelle de réforme de la structure de réglementation des valeurs mobilières canadiennes est connue sous l'appellation « Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux » ou l'acronyme RCRMC. Le RCRMC englobe le gouvernement fédéral ainsi que les gouvernements de la Colombie-Britannique, de l'Ontario, de la Saskatchewan, du Nouveau-Brunswick, du Yukon et de l'Île-du-Prince-Édouard. En vertu de leur protocole d'accord,[1] un nouvel organisme de réglementation des valeurs mobilières sera mis en place d'ici le 1er juillet 2018 et les autorités de réglementation des valeurs mobilières actuelles dans chaque gouvernement concerné cesseront d'exister. Les provinces qui ne participent pas au RCRMC, y compris l'Alberta, le Québec et le Manitoba, poursuivront leurs activités conformément aux règles des ACVM et du régime de passeport.

Le RCRMC donne suite au *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières* dans lequel la Cour suprême du Canada a rejeté la loi proposée par le gouvernement fédéral[2] parce qu'elle excède le pouvoir général en matière de trafic et de commerce conféré au Parlement en vertu de la Constitution.[3] La Cour a aussi noté que rien n'interdit une démarche coopérative entre le gouvernement fédéral et les provinces pour traiter des enjeux soulevés dans cette cause.[4] Le RCRMC est un résultat direct de tels efforts de coopération. Le RCRMC a vu le jour lorsque le gouvernement fédéral, l'Ontario et la Colombie-Britannique ont paraphé un premier accord de principe[5] après le *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, puis les autres provinces nommées ci-dessus se sont jointes à leurs efforts pour créer un régime devenant coopératif.

Par la structure de sa gouvernance et par sa substance, le RCRM n'est pas dans l'intérêt des investisseurs. Le conseil d'administration du RCRMC représente les parties prenantes du secteur financier, mais les investisseurs n'y sont pas représentés. Le RCRMC n'envisage pas de créer un comité consultatif des investisseurs prescrit par la loi (à la différence de la version précédente proposant un régime national). D'importantes initiatives centrées sur les investisseurs, comme l'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client, sont absentes de la législation proposée. Elles risquent même ne pas être adoptées du tout, car certaines provinces qui participent au RCRMC, comme la Colombie-Britannique, ne sont pas en faveur de ces initiatives. En outre,

---

[1] Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, *Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés des capitaux* (25 juillet 2016), disponible en ligne : <http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/moa-23092016-fr.pdf> [*PA*]. Voir aussi sur le régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, *Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux. Cadre législatif et de gouvernance* (2013), disponible en ligne : <http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/Commentary-French1.pdf> [*Cadre*].

[2] Canada, ministre des Finances, Proposition concernant une loi canadienne intitulée *Loi sur les valeurs mobilières,* (Ottawa: ministère des Finances, mai 2010) [*Loi* proposée].

[3] *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, 2011 CSC 66, [2011] 3 R.C.S. 837 [*Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*]; *Loi constitutionnelle de 1867* (R.-U.), 30 & 31 Vict, c 3, par. 91(2), réimprimée dans L.R.C. 1985, App. II, nº 5.

[4] Voir le *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, *ibid.* par. 130 : « La loi proposée excède le pouvoir général du Parlement en matière de trafic et de commerce et doit donc être jugée inconstitutionnelle. Cela étant dit, rien n'interdit la démarche coopérative qui, tout en reconnaissant la nature essentiellement provinciale de la réglementation des valeurs mobilières, habiliterait le Parlement à traiter des enjeux véritablement nationaux. »

[5] Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, *Entente de principe pour l'établissement d'un régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux* (19 septembre 2013).

étant donné que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a mis l'accent sur la protection des investisseurs et est le chef de file d'une importante réforme en faveur des investisseurs, il n'est pas très logique de remplacer un organisme de réglementation des valeurs mobilières qui est centré sur les investisseurs par un régime qui institutionnalise une structure au sein de laquelle les investisseurs ne sont en réalité nullement représentés.

Le présent livre blanc a été rédigé en adoptant le point de vue des investisseurs des provinces participantes au RCRMC. Il vise à comparer le RCRMC au modèle actuel de réglementation des valeurs mobilières en Ontario. Si les initiatives de la CVMO qui sont centrées sur les investisseurs ne sont pas reprises dans le RCRMC, les investisseurs sur les marchés des capitaux y perdront. Cet argument revêt une importance cruciale, car la réglementation des valeurs mobilières est fondée sur le besoin d'assurer la protection des investisseurs sur les marchés des capitaux[6]. En vertu de la loi, la réglementation en matière de valeurs mobilières vise également le maintien de l'efficacité des marchés des capitaux et de la confiance en eux[7]. Ces objectifs sont complémentaires : les investisseurs ne placeront pas leurs capitaux sur des marchés où ils ne sont pas protégés. Autrement dit, il n'y a plus de marché, ni marché efficace ni marché digne de confiance, à moins que les investisseurs y apportent leurs capitaux. C'est pourquoi la protection des investisseurs est, et devrait être, considérée comme étant le but principal de la réglementation des marchés des valeurs mobilières, y compris la structure et le contenu en substance du RCRMC.

Pour exposer son raisonnement, le présent livre blanc se divise en trois sujets de préoccupation : la structure de gouvernance envisagée pour le RCRMC, la loi proposée en substance et la transition vers le RCRMC. Un argument global transcende ces catégories spécifiques, soit un mouvement général vers une plus grande protection des investisseurs de la part des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) et vers des initiatives particulières de la commission qui ont collectivement servi les intérêts des investisseurs individuels. Voici quelques exemples.

- Les ACVM ont publié un document de conception sur l'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client qui s'adresse aux conseillers en valeurs mobilières et à d'autres intervenants, ce qui indique que l'Ontario et le Nouveau-Brunswick envisagent sérieusement la proposition en question.
- Dans un récent document de conception, les ACVM ont proposé d'abandonner les commissions intégrées.
- Enfin, la CVMO a institué un programme de dénonciation fondé sur des récompenses.

Ces initiatives sont décrites plus amplement ci-dessous. Toutefois, ce qui importe surtout c'est qu'il n'y a aucune assurance de les voir reprises dans le RCRMC ou dans sa législation de fond qui implique deux lois[8]. Les investisseurs pourraient ne pas être aussi bien protégés par le nouveau régime.

---

[6] *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, chap. S.5, [*Valeurs mobilières*] à l'art. 1.1. et *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)* [1994] 2 RCS 557, 48 A.C.W.S. (3d) 1279.

[7] *Valeurs mobilières, ibid* à l'art. 1.1.

[8] Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, *Loi sur les marchés des capitaux : ébauche révisée aux fins de consultation. Août 2015* (20 octobre 2015), disponible en ligne : <http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/CMA-Consultation-Draft-French-August-2015.pdf> [*LMC*]. Voir aussi sur le Régime

Recommandation : Des initiatives de protection des investisseurs doivent être incorporées au cadre législatif qui sous-tend le RCRMC.

3. Structure du RCRMC

L'Autorité de réglementation des marchés des capitaux (ARMC) proposée possède une Division de la réglementation dirigée par un « régulateur en chef »,[9] ainsi qu'une Division indépendante de l'Autorité appelée le « tribunal »[10]. C'est ainsi qu'une structure bifurquée a été créée, en réponse aux différentes demandes de séparation des fonctions des régulateurs de valeurs mobilières (les fonctions d'arbitrage et les fonctions d'élaboration des politiques). C'est de cette façon que le nouvel organisme de réglementation se distingue de la plupart des commissions de réglementation provinciales, à l'exception de l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui possède une structure bifurquée.

La structure bifurquée envisagée pour le RCRMC ne sépare pas complètement la branche des politiques (de la réglementation) et la branche d'arbitrage. Les deux divisions relèvent du conseil d'administration[11] et leurs dirigeants relèvent, à leur tour, du conseil des ministres. Le conseil d'administration assure la supervision des fonctions non juridictionnelles du tribunal[12], bien que la substance de cette supervision ne soit pas tout à fait claire, le rôle principal du tribunal étant justement de statuer sur les questions en litige (p. ex. poursuites administratives, examens de certaines décisions réglementaires)[13].

Les éléments de cette structure de gouvernance, y compris *ce qu'elle ne comprend pas*, demeurent un sujet de préoccupation majeur pour les investisseurs comme il en est question plus avant. La structure, en particulier la constitution d'un conseil d'administration sans représentants des investisseurs, ne favorise pas une « bonne gouvernance » dans le contexte de supervision de la réglementation des valeurs mobilières.

a) Absence de comité consultatif des investisseurs

En 2009, pour donner suite à une représentation de FAIR Canada, un comité permanent de l'Assemblée législative de l'Ontario a recommandé que la CVMO constitue un comité d'investisseurs[14]. En outre, avant son renvoi, la proposition concernant une loi canadienne

---

coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux — ébauche aux fins de consultation* (5 mai 2016), disponible en ligne : <http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/cmsa-consultation-draft-revised-fr.pdf> [*LSMC*].

[9] *PA, supra* note 1 aux alinéas 9.1(a) et 9.2(a). Voir aussi *Cadre, supra* note 1.

[10] *PA, ibid.* aux alinéa 9.1(b) et par. 9.4.

[11] *Ibid.* à l'art. 7.

[12] *Ibid.* à l'alinéa 7.2(a).

[13] Voir au sujet de la Division des politiques en matière des valeurs mobilières (Finances Canada), *Document d'information : Une nouvelle Autorité de réglementation des valeurs mobilières* (Ottawa : Ministère des Finances Canada, 2010) à l'art. 8, disponible en ligne : <https://www.fin.gc.ca/n10/data/10-051_1-fra.asp.> [*Document d'information*].

[14] Voir au sujet de la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs, « Comité permanent des organismes gouvernementaux sur l'Examen de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario » (23 février 2009), *FAIR Canada,* disponible en ligne : <https://faircanada.ca/fr/submissions/comite-permanent-des-organismes-gouvernementaux-sur-lexamen-de-la-commission-des-valeurs-mobilieres-de-lontario/> ainsi que de la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs, « Re: Request for Comments regarding Statement of

intitulée *Loi sur les valeurs mobilières* avait envisagé d'établir un comité consultatif des investisseurs (CCI) [15] suivant la recommandation à cet effet contenue dans le rapport d'un groupe d'experts[16]. En 2010, la CVMO a créé un groupe consultatif des investisseurs pour se doter d'un moyen d'être à l'écoute de leurs préoccupations. De tels groupes d'investisseurs ont pris pour modèles le Financial Services Consumer Model au Royaume-Uni et l'Australia's Consumer Advisory Panel en Australie qui fonctionnent bien. [17]

Le mandat prévu pour le GCI, appelé « comité consultatif des investisseurs », dans la proposition de *Loi sur les valeurs mobilières* du Canada était de « représenter les intérêts des investisseurs en conseillant le régulateur en chef en ce qui touche les règlements, orientations et pratiques de l'Autorité[18]. » De plus, il est statué que le régulateur en chef est tenu de fournir une réponse par écrit aux recommandations du comité. Le comité devait fournir un rapport annuel à l'Autorité et un de ses membres devait participer au Forum de la réglementation. L'idée était qu'un comité (groupe) indépendant, spécifiquement chargé de faire valoir les intérêts des investisseurs dans l'élaboration des politiques de réglementation, aiderait à encourager la confiance du public envers le processus de réglementation[19].

Cependant, l'ébauche de la LMC ne contient pas de proposition à l'égard d'un GCI ou d'une entité similaire. Les commentaires dans l'ébauche aux fins de consultation expliquent que les « gouvernements des administrations participantes continueront de discuter de la possibilité de mettre sur pied un comité consultatif des investisseurs » et qu'ils « demanderont l'avis du conseil d'administration de l'ARMC relativement à cette question lorsqu'il sera établi[20]. » Le conseil d'administration a été établi en juillet 2016. Il représente en majeure partie le secteur financier et ignore le milieu des investisseurs individuels.

Étant donné que la LMC ne comporte pas de disposition relative à un comité consultatif et parce qu'il n'est pas précisément question de créer un tel comité par le biais d'amendements possibles à la proposition de structure actuelle, le modèle du RCRMC représente moins les intérêts des investisseurs que le régime ontarien. D'autres provinces n'ont pas de comité consultatif des investisseurs, mais il est néanmoins déconcertant qu'il n'existe pas de mécanisme formel enchâssé dans la législation proposée pour assurer la défense des intérêts des investisseurs par le CCI, par le conseil d'administration ou par le Forum de la réglementation.

Priorities for Fiscal Year Ending March 31, 2011 », en anglais seulement, (11 février 2010), *FAIR Canada*, disponible en ligne : <faircanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/OSC-S-of-P_Feb-11_Final-_3_.pdf.>.

[15] Proposition de *Loi*, *supra* note 2 au par. 51(1).

[16] Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières*, Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux – Rapport final et recommandations* (Ottawa : Ministère des Finances, 2009), disponible en ligne : <http://publications.gc.ca/collections/collection_2009/fin/F2-188-2008F.pdf>.

[17] Voir la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, « Groupe consultatif des investisseurs », disponible en ligne : <http://www.osc.gov.on.ca/fr/Investors_advisory-panel_index.htm.>. Bien que soutenu par la CVMO, le GCI se veut une plateforme pour solliciter et représenter les points de vue des investisseurs sur les initiatives d'élaboration de politiques et de règles de la CVMO. Pour obtenir de l'information sur le modèle australien, consulter l'onglet « Consumer Advisory Panel » dans le site de l'Australian Securities & Investments Commission : <asic.gov.au/about-asic/what-we-do/how-we-operate/external-committees-and-panels/consumer-advisory-panel/>.

[18] Proposition de *Loi*, *supra* note 2 à l'art. 51.

[19] Voir le *Document d'information, supra* note 13 à l'art. 9.

[20] Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, *La Loi sur les marchés des capitaux – Ébauche révisée* (25 août 2015), disponible en ligne : <http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/cma-commentary-fr.pdf> à l'art. 19.

Il est fondamental d'avoir un CCI pour pouvoir élaborer des politiques qui représentent les intérêts des investisseurs. Comme le démontrent les modèles de l'Ontario et du Royaume-Uni, de tels comités consultatifs ouvrent un canal bidirectionnel à la transmission des préoccupations des investisseurs et à la consultation des régulateurs avec eux. Un CCI ne devrait pas être le fruit de l'énoncé d'une politique ou de la décision d'un conseil d'administration; cela pourrait facilement être révoqué. Il vaudrait mieux, comme c'est le cas du Financial Services Advisory Panel au Royaume-Uni, qu'il soit créé par une loi prévoyant son financement aussi bien que son mandat afin de lui permettre de bien représenter les intérêts des investisseurs individuels sur les marchés des capitaux au Canada.

Recommandation : Un comité consultatif des investisseurs, prescrit par la *Loi sur les marchés des capitaux* (LMC), devrait être créé et faire partie de la structure du RCRMC. Le président du CCI devrait avoir un siège au Forum de la réglementation.

b) Absence de représentation des investisseurs au conseil d'administration

L'ARMC possède un conseil d'administration qui a été nommé au mois de juillet 2016[21]. Le conseil d'administration se compose de 14 personnes provenant de partout au pays et représentant le secteur financier, les sociétés inscrites, les bourses et les banques. Il réunit également des personnes de sexes différents. Il semble toutefois qu'aucun membre du conseil d'administration ne représente spécifiquement les intérêts des investisseurs individuels. C'est une omission flagrante, étant donné que l'objet même du modèle coopératif consiste à « mieux protéger les investisseurs »[22]. Bien entendu, il existe encore une possibilité de nommer des représentants des investisseurs au conseil d'administration. Comme le prévoit le PA, la nomination des administrateurs est régie par un processus démocratique, par exemple entre les ministres des Finances des régions participantes.[23]

Dans un régime de réglementation des valeurs mobilières où la protection des investisseurs est un objectif primordial, la représentation des investisseurs au conseil d'administration est une nécessité. Cela s'avère une omission flagrante au regard de la constitution du conseil d'administration actuel[24]. Une telle représentation à même le processus décisionnel est non seulement avantageuse pour les investisseurs, mais elle s'avère aussi fondamentale pour atteindre de meilleurs résultats, à une plus grande échelle, en matière de réglementation. La direction de l'ARMC relèvera du conseil d'administration et il est absolument essentiel que celui-ci comprenne des représentants des investisseurs. Il est justifié de réserver aux représentants des investisseurs *au moins* trois sièges à la table du conseil d'administration (ce qui signifie un peu plus de 20 % des sièges dans le cas d'un conseil constitué de 14 personnes).

---

[21] Voir sur le Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, « Annonce des membres du premier conseil d'administration de l'Autorité de réglementation des marchés des capitaux et du nouveau calendrier de mise en place » (22 juillet 2016), disponible en ligne : <https://news.ontario.ca/mof/fr/2016/07/annonce-des-membres-du-premier-conseil-dadministration-de-lautorite-de-reglementation-des-marches-de.html>.

[22] *PA*, *supra* note 1 à l'alinéa 1a)(ii).

[23] *Ibid.* au par. 5.1. La nomination des membres du conseil d'administration ou des membres du tribunal ou un vote à propos d'un mécanisme d'interface avec les gouvernements non participants doivent être approuvés par : a) au moins 50 % des membres du Conseil des ministres; b) le membre du Conseil des ministres de chaque partie ayant de grands marchés des capitaux; c) le ministre des Finances du Canada.

[24] Voir le Comité permanent des organismes gouvernementaux, 2e session 39e législature 59 Elizabeth II p. 29 où le Comité recommande de « nommer un représentant des investisseurs au conseil d'administration de la Commission. »

Certains prétendront que, dans la mesure où les membres actuels du conseil d'administration investissent sur le marché des capitaux, ils sont des investisseurs eux aussi. Cette réponse est loin d'être satisfaisante, car bon nombre de ces membres représentent également d'autres groupes d'intérêt, entre autres ceux qui ont occupé des postes de direction dans le secteur financier. La représentation des groupes qui parlent expressément au nom des investisseurs individuels est capitale.

Recommandation : Le conseil d'administration du RCRMC devrait compter au moins trois représentants des investisseurs individuels.

c) Absence de représentation des investisseurs au Forum de la réglementation

L'ARMC établit un Forum de la réglementation « à des fins de consultation sur les questions stratégiques et auquel participeront tous les membres du Comité exécutif, tous les membres du tribunal et toute autre personne jugée appropriée, et qui veillera à faciliter les échanges entre les régulateurs et les membres du tribunal de l'ARMC à propos des questions de politiques importantes[25]. » Le Forum participera à l'examen et à l'élaboration de la réglementation sous le leadership de l'Autorité et « verrait à ce que le tribunal soit en relation avec le secteur stratégique » de l'Autorité, ce qui favoriserait des décisions plus éclairées[26]. Autrement dit, le Forum veille à ce que la politique de réglementation des valeurs mobilières soit bien comprise pour aider à guider l'application de la loi.

Le Forum de la réglementation est censé représenter un avantage pour les investisseurs étant donné que la réglementation en matière de valeurs mobilières a pour mandat de protéger les investisseurs et que la première version du Forum envisageait une représentation de leur part. Pourtant, et c'est important, les discussions du Forum ne traduisent pas le point de vue des investisseurs, en particulier parce qu'il n'y a pas de représentants des investisseurs au Forum et, comme il a été mentionné auparavant, parce qu'il n'est pas prévu de créer un comité consultatif des investisseurs au sein du RCRMC.

Recommandation : Les représentants des investisseurs, de préférence membres d'un comité consultatif des investisseurs, devraient détenir au moins deux sièges au Forum de la réglementation.

d) Absence de Bureau des investisseurs

La création d'un Bureau des investisseurs par la CVMO est une autre initiative visant à élargir son mandat de protéger les investisseurs et renforcer encore plus cette protection. Le Bureau des investisseurs a mené à la constitution d'un Comité consultatif d'experts pour les personnes âgées; il représente la CVMO au comité dédié aux investisseurs particuliers de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et il encadre le GCI. [27] Tout comme dans

[25] *PA*, *supra* note 1 à l'alinéa 9.1c). Voir aussi *Cadre, supra* note 1.
[26] Voir le *Document d'information, supra* note 13 à l'art. 9.
[27] *Rapport d'activité du Bureau des investisseurs pour 2015-2016*, Avis au personnel de la CVMO nº 11-776 [*Rapport d'activité du Bureau des investisseurs*].

d'autres provinces que l'Ontario, il n'est pas envisagé de créer un bureau des investisseurs pour le RCRMC. En l'absence d'un Bureau des investisseurs, il se pourrait bien que la voix des investisseurs ne soit pas entendue quand viendra le temps de prendre les décisions nécessaires à la transition. L'absence d'une représentation des investisseurs est tout simplement inacceptable de la part d'un régime de réglementation qui prétend ostensiblement être voué à la protection des intérêts des investisseurs.

Recommandation : Un Bureau des investisseurs devrait être mis de l'avant sous l'égide du RCRMC.

4. La LMC en substance

Il existe plusieurs différences importantes entre la LMC et les lois actuelles sur les valeurs mobilières. Ces différences mettent en évidence que, selon le modèle de réglementation des valeurs mobilières qui est actuellement envisagé, la LMC n'est pas avantageuse pour les investisseurs. Ces différences sont décrites ci-dessous.

a) Pas d'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client prescrite par la loi

À l'heure actuelle, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) examinent le bien-fondé d'une obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client, prescrite par la loi et qui s'adresse aux conseillers en valeurs mobilières[28]. Le Royaume-Uni, l'Union européenne et l'Australie possèdent déjà cette obligation pour les conseillers de veiller à l'intérêt supérieur de leurs clients. Les ACVM ont publié un document de conception qui ne porte pas la signature de la Colombie-Britannique, une des provinces qui a participé à la fondation du RCRMC, mais qui n'a pas voulu être consultée au sujet du document de conception. D'autres provinces sont disposées à prendre connaissance des commentaires, mais conservent de sérieuses réserves à l'égard de l'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client prescrite par la loi. La CVMO et le Nouveau-Brunswick demeurent les seuls à promouvoir cette question.[29] En plus de l'initiative des ACVM, le comité d'experts de la province de l'Ontario a produit un rapport final à l'appui de la mise en application d'une obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client prescrite par la loi aux conseillers en valeurs mobilières ainsi qu'aux planificateurs financiers[30]. Autrement dit, le débat sur la validité d'une obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client prescrite par la loi est bien lancé. Certains membres des ACVM, mais pas la Colombie-Britannique, sont en faveur de poursuivre la discussion sur la possibilité de la mettre en œuvre.

---

[28] *Propositions de rehaussement des obligations des conseillers, des courtiers et des représentants envers leurs clients*, Document de consultation 33-404 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (28 avril 2016), disponible en ligne : <http://www.osc.gov.on.ca/fr/SecuritiesLaw_csa_20160428_33-404_proposals-enhance-obligations-advisers-dealers-representatives.htm> [ACVM, Document de consultation 33-404].

[29] *Ibid*.

[30] Comité d'experts pour l'examen des politiques relatives à la planification financière et aux conseils financiers, *Rapport final du Comité d'experts pour l'examen des politiques relatives à la planification financière et aux conseils financiers Rapport* (Ontario : Ministère des Finances, 2016), disponible en ligne : <http://www.fin.gov.on.ca/fr/consultations/fpfa/fpfa-final-report.html> [Rapport final du Comité d'experts].

Cependant, la LMC ne prescrit toujours pas d'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client[31]. Le sommaire aux fins de consultation sur l'avant-projet de loi de septembre 2014 déclare que : « L'adoption d'une norme du meilleur intérêt déborde du cadre de notre projet, mais respecte celui du pouvoir de prise de règlements de l'ARMC[32]. » Omettre d'inscrire dans la LMC l'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client aurait pour effet de retarder sa mise en œuvre de plusieurs années, voire de l'empêcher définitivement.

Afin de remédier à l'écart par rapport aux attentes qui caractérise la relation d'investissement à l'heure actuelle, il est nécessaire de faire prescrire une obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client[33]. Comme le fait remarquer le récent document de consultation des ACVM : « la plupart des investisseurs supposent à tort que les personnes inscrites doivent toujours leur donner des conseils dans leur intérêt. […] la confiance qu'ils placent en elles et leur dépendance à leur égard sont trop grandes, ce qui donne à certaines la possibilité de les exploiter et crée un décalage entre les attentes des uns et les obligations des autres[34]. » À moins que l'ARMC n'assume un rôle de premier plan dans la résolution de cette question, les efforts pour parvenir à une obligation d'agir dans l'intérieur supérieur du client échoueront probablement et les intérêts des investisseurs seront laissés pour compte. Ainsi, force est de se demander s'il faut réanimer le débat au sein de l'ARMC à propos de l'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client prescrite par la loi. Faudra-t-il en arriver à un nouveau compromis entre les administrations participantes avant de pouvoir mettre en œuvre quelque obligation que ce soit? Les investisseurs (du moins, ceux de l'Ontario et du Nouveau-Brunswick, les deux provinces qui apppuient l'obligation d'agir dans l'intérêt du client selon la loi) seraient sans doute mieux servis par leur régime actuel au sein duquel la question d'une obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client prend de l'ampleur et pourrait aboutir.

Recommandation : Le RCRMC ne devrait pas dédaigner les efforts visant à instituer l'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client et devrait faire prescrire celle-ci par la LMC dans l'intérêt des investisseurs sur les marchés des capitaux.

b) Absence de proposition sur les commissions intégrées

Le 10 janvier 2017, les ACVM ont publié le Document de consultation 81-408 selon lequel » les commissions intégrées encouragent un comportement sous-optimal de la part des participants

[31] En vertu du paragraphe 22(1) de la LMC, les conseillers en valeurs mobilières sont des « inscrits » en conformité avec les règlements. Selon l'article 55 » Tout inscrit est tenu d'agir avec honnêteté et intégrité et de faire preuve de bonne foi dans ses relations avec ses clients et de respecter toute autre norme prescrite ». L'article 56 reprend des termes semblables pour créer une obligation de bonne foi et de prudence raisonnable de la part des gestionnaires de fonds d'investissement à l'égard de leurs fonds d'investissement alors que, selon l'article 57, les inscrits sont tenus de communiquer et de gérer les conflits d'intérêts**.** Toutes ces dispositions ne constituent pas une obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client.

[32] Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, *Loi sur les marchés des capitaux provinciale et territoriale*
Avant-projet de loi de septembre 2014 aux fins de consultation : Sommaire des commentaires reçus et des réponses des ministères et des organismes de réglementation, disponible en ligne :<http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/Comments-Chart-French-Aug-26_tracking_change_Final.pdf> à l'art. 29.

[33] Rapport final d'experts, *supra* note 30. FAIR Canada, Commentaires – Proposition de norme sur l'intérêt supérieur et de réformes ciblées (30 septembre 2016), disponible en ligne : <https://faircanada.ca/fr/submissions/fair-canada-commentaires-proposition-de-norme-sur-linteret-superieur-et-de-reformes-ciblees/>.

[34] ACVM, document de consultation 33-404, *supra* note 28.

au marché des fonds d'investissement, y compris les gestionnaires de fonds d'investissement, les courtiers et les représentants ainsi que les investisseurs, ce qui réduit l'efficience du marché et nuit à l'atteinte des résultats obtenus par l'investisseur[35]. » Les ACVM soulèvent trois problèmes particuliers : « les commissions intégrées donnent lieu à des conflits d'intérêts qui entraînent un décalage entre les intérêts des gestionnaires de fonds d'investissement, des courtiers et des représentants et ceux des investisseurs; l'intégration des commissions limite la connaissance, la compréhension et le contrôle des coûts de la rémunération des courtiers chez les investisseurs; les commissions intégrées qui sont versées ne concordent généralement pas avec les services fournis aux investisseurs[36]. » Les ACVM présentent les résultats d'une recherche approfondie sur les enjeux liés aux commissions intégrées qui nuisent à la protection des investisseurs et à l'efficience des marchés financiers. La recherche démontre, entre autres, que : « Les fonds qui comportent des commissions tendent à afficher un rendement inférieur à celui des fonds qui n'en comportent pas ». En outre, le niveau de prestation de services continus par les gestionnaires de fonds qui reçoivent des commissions ne correspond pas au montant des commissions qu'ils reçoivent.

Il en ressort que de nombreux travaux de recherche préconisent l'interdiction des commissions intégrées. Conformément, les ACVM ont proposé l'abandon du modèle des commissions intégrées et une transition vers des « mécanismes de rémunération directe[37]. » Cet abandon toucherait à la fois les fonds d'investissement et les obligations structurées[38]. Les ACVM déclarent que si elles décidaient de mettre de l'avant un projet de règlement, elles prévoient chercher à mettre fin à tout paiement aux courtiers par une autre personne que l'investisseur pour la souscription ou la détention des titres décrits ci-dessus. S'il était appliqué, « le règlement interdirait le versement au courtier d'une rémunération payée ou financée par le fonds d'investissement, le gestionnaire de fonds d'investissement ou l'émetteur de billets structurés par prélèvement sur les actifs ou le revenu du fonds[39]. » Nous craignons que si l'ARMC n'actualise pas le contenu et les propositions de la consultation des ACVM, les mesures fort utiles qui auront été prises du point de vue des politiques se verront réduites à néant.

---

[35] *Consultation sur l'option d'abandonner les commissions intégrées*, Document de consultation 81-408 des ACVM (10 janvier 2017), disponible en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/valeurs-mobilieres/juin-2017/2017jan10-81-408-doc-consultation-fr.pdf> [Document de consultation 81-408 des ACVM].

[36] *Ibid.* à la p. 3. Ce document fait le suivi du Document de discussion et de consultation 81-407 des ACVM (publié le 13 décembre 2012), qui porte sur les frais des organismes de placement collectif en général et est le premier à soulever des préoccupations sur les commissions intégrées.

[37] *Ibid.* à l'art. 4.

[38] *Ibid.* à l'art. 19.

[39] *Supra* note 35 à l'art. 21.

Recommandation : L'ARMC devrait promouvoir le contenu et les propositions du Document de consultation des ACVM et désormais interdire les commissions intégrées.

c) Absence d'incitation pour les dénonciateurs

En 2016, la CVMO a mis sur pied un Bureau de la dénonciation[40] et publié une politique énonçant en détail son programme de dénonciation[41]. En vertu de ce programme, les personnes qui satisfont à certains critères d'admissibilité et qui renseignent volontairement la CVMO sur des infractions à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, peuvent avoir droit à une récompense si les renseignements fournis ont apporté une aide significative au personnel de la CVMO dans une enquête et s'ils ont conduit à l'obtention d'une décision de la Commission qui se solde par une ordonnance finale imposant des sanctions pécuniaires et (ou) le versement d'un paiement volontaire de 1 000 000 $ ou plus[42].

La CVMO est le seul régulateur au pays à disposer d'un programme de dénonciation complet prévoyant des récompenses. Sa politique considère que les récompenses monétaires font partie intégrale d'un régime de dénonciation efficace[43]. De telles récompenses ont déjà fait leurs preuves en tant qu'incitatifs à la dénonciation dans pays tels les États-Unis[44]. L'un des principaux avantages des récompenses monétaires est de pouvoir atteindre un vaste réservoir de dénonciateurs. Même les personnes qui craignent les représailles se manifestent quand la récompense est suffisamment importante pour l'emporter sur les risques encourus. Les récompenses en vertu du programme de dénonciation de la CVMO sont de 15 % de tout montant récupéré jusqu'à concurrence de 1,5 million de dollars. Aucune récompense n'est attribuée pour la récupération de montants inférieurs à 1 million de dollars. Aucune récompense n'est attribuée non plus pour des renseignements découlant d'une affaire criminelle.

La LMC contient une « interdiction d'exercer des représailles » qui empêche un employeur de tenter de faire taire les dénonciateurs ou de prendre des mesures disciplinaires contre eux après le signalement d'une inconduite. Cela semble être une disposition anti-représailles[45] rendant caduque toute entente de confidentialité qui empêcherait un employé de coopérer à une enquête[46]. Cependant, la LMC ne comprend aucune disposition pour la compensation financière des dénonciateurs. À part son « interdiction d'exercer des représailles », la loi ne prévoit aucun régime global sous forme de protection et de récompense financière qui inciterait les dénonciateurs à se manifester.

---

[40] Voir la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, « Lancement du Bureau de dénonciation de la CVMO » (14 juillet 2016), disponible en ligne : <http://www.osc.gov.on.ca/fr/NewsEvents_nr_20160714_osc-launches-whistleblower.htm>.
[41] *Ibid.*
[42] Voir la Politique 15-601 de la CVMO, *Programme de dénonciation* (14 juillet 2016), traduction non officielle, disponible en ligne : <http://www.osc.gov.on.ca/documents/fr/Securities-Category1/20160714_15-601_policy-whistleblower-program-fr.pdf>.
[43] Alexander Dyck et al., « Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? » (2010) 65 J. FIN. 2213.
[44] *Dodd-Frank Act,* Pub. L. No. 111-203, § 922, 124 Stat. 1376, 1844 (2010).
[45] *LMC, supra* note 8 à l'art. 77.
[46] *Ibid* au par. 77(2).

La LMC est moins favorable envers les dénonciateurs potentiels et actuels que le régime en vigueur de la CVMO. Un régime de dénonciation prévoyant des récompenses financières pour les personnes qui signalent des inconduites ou des infractions s'avère nécessaire[47].

Recommandation : Le RCRMC devrait mettre en œuvre un programme de dénonciation avec des incitatifs monétaires pour encourager les dénonciateurs à se manifester.

5. Transition

L'ARMC a publié un résumé de l'approche de transition qui est proposée[48]. La transition à travers laquelle sera formé le RCRMC sera cependant difficile et complexe. Quelle est la probabilité que tous les émetteurs, organismes d'autoréglementation, conseillers en valeurs mobilières et investisseurs envisagent de manière uniforme leurs rôles respectifs dans la nouvelle structure? Quelle est la probabilité que l'ARMC arrive à cerner tous les enjeux qui causent de l'incertitude? Quel effet cette incertitude aura-t-elle en général sur les marchés des capitaux, d'autant que d'importantes administrations ne participent pas au régime?

La question des administrations non participantes s'ajoute à ces interrogations. Qu'arrive-t-il aux initiatives des ACVM qui étaient soutenues par les administrations non participantes avant l'établissement du RCRMC (comme l'initiative nationale sur la diversité des genres)? Seront-elles reprises dans le nouveau régime? Qu'arrive-t-il aux initiatives des ACVM qui sont soutenues par certaines administrations participantes, mais pas par d'autres (comme l'obligation d'agir dans l'intérieur supérieur du client)? Qu'arrive-t-il aux initiatives des ACVM qui font l'unanimité sur certains aspects de la réglementation, mais pas sur d'autres?

Songez, par exemple, à la dispense de prospectus. Selon le document de transition : « Les participants au marché doivent se conformer à la LMC dès le lancement. Si la dispense législative ou l'ordonnance générale n'est pas reconduite ou si elle est différente sous le régime de la LMC, à moins qu'une dispense ne soit accordée, le placement ne serait pas permis en vertu des modalités de la dispense existante. Si la dispense est reconduite, le placement pourrait être effectué conformément à la LMC[49]. » Mais il n'y a guère d'indication sur le fonctionnement du marché dispensé dans le RCRMC, hormis la reconduction de dispenses qui sont déjà harmonisées.[50]

---

[47] Voir pour FAIR Canada, « Lettre de commentaires de FAIR Canada à la CVMO concernant le Document de consultation 15-401 du personnel de la CVMO : cadre proposé pour un programme de dénonciation de la CVMO » (4 mai 2015), disponible en ligne : <http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/150501-FinalWhistleblower-Program-Submission-May-1-signed_FR.pdf> ainsi que, « FAIR Canada 2016, Objet : Avis de la CVMO et demande de commentaires sur la politique proposée de la CVMO 15-601 – Programme de dénonciation » (12 janvier 2016), également disponible en ligne : <http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2016/01/160112-Whistleblower-Policy-15-601-final_signed-2.pdf>. Ces deux documents soumis par FAIR Canada, en réponse à la demande de commentaires sur le programme de dénonciation proposé par la CVMO, expliquent en profondeur les raisons qui militent en faveur des incitatifs financiers et pourquoi des clauses de confidentialité sont requises et contiennent d'autres observations.

[48] Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, *Loi sur les marchés des capitaux provinciale et territoriale : Résumé de l'approche de transition proposée* (2015), disponible en ligne : <http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/summary-of-proposed-transition-approach-fr.pdf>.

[49] *Ibid.* à l'art. 7.

[50] Voir pp. 6 et 7, Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, « Projet de règlements initiaux pour le régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux » (25 août 2015), disponible en ligne : <http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/commentary-draft-initial-regulations-fr.pdf>.

Certains diront que la transition vers le RCRMC ralliera plus de cohésion autour de la réglementation, en particulier pour sa mise en application, étant donné que les dispositions visant les infractions criminelles seront contenues dans la *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux*. D'autres dispositions ajoutées dans la LMC visant le comportement sur le marché fourniront aux régulateurs de nouveaux outils de lutte contre la fraude et d'autres inconduites comme la manipulation des indices de référence (art. 65) et de collecte d'éléments de preuve (partie 11). De telles dispositions représentent aussi des réformes positives.

Il faut tout de même se demander si tout cela ne présentera pas quelque difficulté en centralisant l'application de la loi alors que les provinces non participantes continueront de le faire sur le plan administratif et que l'ARMC prendra en charge les affaires criminelles. Par exemple, il se peut que l'Alberta s'intéresse à une poursuite administrative et que l'ARMC entame une poursuite criminelle sur la même affaire. Dans ce cas, les deux instances travailleront-elles en collaboration? D'importantes provinces ne participeront pas au RCRMC. Il n'apparaît donc pas clairement qu'une application centralisée de la loi sera une amélioration, en particulier si l'on tient compte de la faiblesse des antécédents du gouvernement fédéral dans la prise en charge des mesures pénales liées aux crimes et aux poursuites sur les marchés financiers[51].

En définitive, il existe une grande incertitude sur le plan du droit applicable et de la manière de l'appliquer dans le cadre de la transition vers le RCRMC.

Recommandation : Le RCRMC doit mettre en œuvre les initiatives mentionnées ci-dessus avant son lancement et assurer une transition plus courte et plus sûre dans l'intérêt des investisseurs individuels.

6. Conclusion

De nombreuses bonnes raisons militent en faveur d'une prise de décision centralisée en matière de réglementation des valeurs mobilières[52]. Toutefois, à la lumière des observations ci-dessus traitant des aspects structurels et de fond du RCRMC, les investisseurs individuels devraient être préoccupés par le modèle proposé. Aucun comité consultatif des investisseurs n'est envisagé dans le RCRMC. Aucun représentant des investisseurs ne siège au conseil d'administration. Sur le plan du droit substantiel, aucune obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client, aucune interdiction des commissions intégrées et aucun régime de dénonciation ne sont prévus dans la loi. De plus, les investisseurs devraient se méfier des effets préjudiciables d'une transition. Certaines provinces participantes, comme la Colombie-Britannique, n'accordent pas leur appui à une initiative clé en faveur des investisseurs, à savoir l'obligation d'agir dans l'intérêt supérieur du client prescrite par la loi. Bref, dans sa structure actuelle, le RCRMC est plutôt désavantageux pour les intérêts des investisseurs. Une ample réforme s'impose avant que le RCRMC soit acceptable du point de vue de la protection des investisseurs.

---

[51] Groupe d'action financière du FMI, *Rapport sur le respect des normes et des codes - Recommandations du GAFI pour la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme* (FMI 2008) et Peter de C Cory, Marilyn L Pilkington, « Critical Issues in Enforcement », dans *Canada Steps Up: The Report of the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada* (Gouvernement de l'Ontario, Toronto, 2006).

[52] Anita Anand and Andrew Green, « Why is this Taking So Long? The Move Towards a National Securities Regulator » (2010) 60:2 UTLJ p. 663.

7. Définitions

ACVM – Autorités canadiennes en valeurs mobilières

AMF – Autorité des marchés financiers

ARMC – Autorité de réglementation des marchés des capitaux

CVMO – Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

GCI – Groupe consultatif des investisseurs

LMC – Loi sur les marchés des capitaux

Loi sur les valeurs mobilières – Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)

LSMC – Loi sur la stabilité des marchés des capitaux

MRCC2 – Phase 2 du projet de Modèle de relation client-conseiller

PA – Protocole d'accord

PDV – Point de vente

Proposition de loi – Proposition concernant une loi canadienne intitulée *Loi sur les valeurs mobilières*

Rapport final d'experts –Rapport final du Comité d'experts pour l'examen des politiques relatives à la planification financière et aux conseils financiers

RCRMC – Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux