



Notes pour une allocution prononcée par

M^e Louis Morisset
Président-directeur général
de l'Autorité des marchés financiers

La force du régulateur intégré et les grands enjeux de gouvernance

8^e Grande conférence en gouvernance des sociétés
organisée par le Collège des administrateurs de sociétés

Montréal, le 4 février 2014

N.B. : Seule l'allocution prononcée fait foi

Mesdames,
Messieurs, bonsoir,

Il me fait vraiment plaisir de prendre part à cette 8^e grande conférence du Collège des administrateurs et je tiens à remercier d'entrée de jeu monsieur Bruno Déry pour cette invitation qu'il m'a lancée.

Je veux aussi saluer madame Sylvie Lalande, présidente du conseil d'administration du Collège avec qui j'ai le plaisir de collaborer, et monsieur Richard Drouin, l'un des piliers du Collège depuis ses tout débuts.

Grâce au travail de toute l'équipe menée par messieurs Drouin et Déry, le Collège est rapidement devenu une référence en matière de gouvernance au sein de la communauté d'affaires québécoise.

C'est avec fierté que l'Autorité des marchés financiers lui offre son soutien, comme en témoigne notre récent partenariat pour la création de la Chaire de recherche en gouvernance des sociétés de l'Université Laval, et le programme « Administrateurs de la relève » du Regroupement des jeunes chambres de commerce du Québec.

La préoccupation de l'Autorité en matière de gouvernance des entreprises ne date pas d'hier. Encore aujourd'hui, et plus que jamais depuis la crise financière de 2007-2008, l'intérêt pour la saine gouvernance ne se dément pas. Les enjeux de gouvernance font partie de l'actualité quotidienne. Ils alimentent de nombreux débats sur la place publique.

La saine gouvernance d'une société publique ou privée compte désormais de plus en plus dans les décisions que prennent les investisseurs, les banquiers et même les gouvernements dans l'octroi de leurs contrats. Elle est donc l'un des gages importants de confiance pour la population et la conduite des affaires.

Comme régulateur, notre rôle n'est pas de nous immiscer dans la gestion des entreprises, mais plutôt de contribuer à créer un environnement favorisant la mise en place des meilleures pratiques. Les exigences de divulgation que l'on impose constituent généralement un moyen d'intervention efficace.

J'aborderai donc avec vous ce soir certains enjeux auxquels un organisme de réglementation comme le nôtre est confronté. Je ferai un bref survol de ce qui s'est fait en matière de gouvernance depuis une vingtaine d'années, suivi de quelques mots sur deux dossiers d'actualité qui touchent l'environnement des administrateurs : les situations d'offres publiques d'achat hostiles et l'influence grandissante des agences de conseil en vote.

Mais avant tout, j'aimerais vous faire part de ma vision de l'organisme que je dirige depuis juillet dernier et qui célèbre cette année ses 10 ans d'existence.

Ma vision de l'Autorité

Comme vous le savez, notre mission est d'encadrer les acteurs du secteur financier québécois, à l'exception des banques, de protéger les consommateurs de produits et services financiers et de favoriser le bon fonctionnement de nos marchés.

Lors de la création de l'Autorité en 2004, nous étions le seul régulateur en Amérique du Nord comptant une structure intégrée d'encadrement, regroupant sous le même toit toute l'expertise et la capacité d'intervention pour appliquer les lois et règlements qui régissent l'ensemble du secteur financier. L'Autorité, faut-il le rappeler, est née du regroupement de 5 organismes d'encadrement, dont la Commission des valeurs mobilières du Québec et le Bureau des services financiers.

Aujourd'hui, la Saskatchewan, le Manitoba et le Nouveau-Brunswick ont aussi choisi ce modèle intégré pour structurer leurs activités. Plus que jamais, ce modèle d'encadrement offre, j'en suis convaincu, la meilleure réponse aux enjeux du secteur financier, que ce soit en matière de réglementation et de surveillance, ou de protection du public. Le secteur financier est complexe. Il évolue rapidement et exige une vision large si on veut en assurer un encadrement optimal et en favoriser le bon fonctionnement.

L'Autorité veut contribuer positivement au développement du secteur financier québécois. Nous avons fait notre place au cours des 10 dernières années, mais j'ai la conviction profonde que nous pouvons aujourd'hui assumer un rôle encore plus important dans l'écosystème financier. Nous pouvons devenir une Autorité encore plus crédible, plus performante, plus influente.

Pour influencer de manière positive le développement du secteur financier au Québec, nous devons concentrer notre énergie sur quatre leviers importants :

- **Premièrement**, la qualité de notre relation avec les acteurs de l'industrie, soit les personnes et les entreprises que l'on encadre. Je crois qu'il est absolument nécessaire pour l'Autorité de maintenir avec eux un canal de communication toujours ouvert. Les administrateurs de sociétés sont d'ailleurs une des parties prenantes importantes avec qui nous souhaitons dialoguer.

Nous voulons provoquer les occasions d'entendre le point de vue de l'industrie et d'expliquer les raisons de politiques publiques qui sous-tendent nos initiatives, notamment celles qui touchent la réglementation. C'est selon moi la meilleure manière de développer et d'appliquer un encadrement bien adapté à la réalité des entreprises et des marchés québécois.

- **Deuxièmement**, notre volonté d'affirmer davantage notre leadership, d'amorcer et de promouvoir des initiatives visant le meilleur encadrement qui soit pour le secteur financier au Québec. C'est ce que nous avons fait en 2013, par exemple, dans le dossier des mesures défensives et du rôle des conseils d'administration face à une offre publique d'achat hostile, dossier sur lequel je reviendrai dans quelques instants.

L'Autorité veut continuer de développer des positions étoffées, réfléchies et fortes sur les grands enjeux de politiques publiques. Dans le contexte actuel, l'Autorité se

doit de faire entendre la voix du Québec dans les importants débats nationaux et internationaux.

- **Troisièmement**, nous devons rester fermes envers les comportements qui contreviennent aux encadrements en place. Il nous faut prendre toutes les mesures appropriées pour dissuader ceux qui seraient tentés de contrevenir aux lois et règlements que nous administrons. N'oublions jamais que la confiance envers les acteurs de l'industrie est une condition sine qua non pour avoir des marchés dynamiques et efficaces. Ainsi, nous allons continuer de faire appliquer la loi avec toute la rigueur nécessaire, dans l'intérêt des investisseurs, des consommateurs et du secteur financier en général.
- **Finalement**, l'Autorité continuera d'agir avec discernement dans l'application de la réglementation, notamment lorsque la situation n'est pas de nature à affecter le lien de confiance avec les investisseurs ou l'intégrité de nos marchés. Je suis d'avis que notre crédibilité dépend en grande partie de notre raisonnable, et de notre capacité à faire la part des choses.

Il m'apparaît primordial d'avoir au Québec un régulateur fort, branché sur les marchés qu'il encadre, mais capable de répondre aux standards d'encadrement internationaux. Cinq ans après l'éclatement de la crise financière, nous avons le devoir de demeurer à l'avant-garde de ce qui se fait en matière de développement réglementaire et d'encadrement.

La gouvernance des sociétés

Ce qui m'amène plus particulièrement à vous parler de gouvernance.

Plusieurs d'entre vous se rappelleront du rapport du comité présidé par Peter Dey, *Where were the directors?* qui, en 1994, recommandait 14 directives pour une meilleure pratique de la gouvernance au sein des conseils d'administration des sociétés cotées. C'était alors la Bourse de Toronto qui avait mis sur pied ce comité de travail, en réponse à une série de scandales impliquant des sociétés publiques canadiennes.

Les principales directives proposaient notamment l'indépendance des administrateurs et la séparation entre les rôles de président du conseil et celui de chef de la direction. Des sujets, comme vous le savez, encore d'actualité.

Les sociétés inscrites à la Bourse de Toronto n'avaient pas l'obligation de suivre les directives, mais le ton était quand même donné. Elles devaient divulguer annuellement les modalités de leur régime de gouvernance à la lumière de ces lignes directrices et, le cas échéant, expliquer les raisons pour lesquelles elles en divergeaient.

En 2001, le rapport Saucier recommandait la bonification et la mise à jour de ces lignes directrices pour qu'elles tiennent compte des développements internationaux, notamment ceux observés aux États-Unis. La Bourse de Toronto décidait alors d'introduire dans ses règles les changements recommandés par le rapport Saucier.

En 2002, c'est l'adoption par le gouvernement américain de la Loi Sarbanes-Oxley. Cette loi, comme vous le savez, faisait suite à certains scandales retentissants; on se souvient tous évidemment du cas d'Enron. L'impact de Sarbanes-Oxley a été significatif et immédiat, tant aux États-Unis que chez nous au Canada.

De nouvelles mesures de contrôle interne au sein des entreprises ont dû être implantées et la responsabilité des dirigeants et des administrateurs à cet égard a été considérablement accrue. L'indépendance des membres des comités de vérification est devenue obligatoire aux États-Unis. Ces comités ont dû par ailleurs se dresser en chiens de garde de la divulgation financière.

Dans cette lancée, nous avons entrepris rapidement au Canada des réformes substantielles visant à rehausser les régimes de gouvernance des sociétés d'ici. Il ne faisait aucun doute à l'époque que le régime canadien avait aussi grandement besoin d'être amélioré. Cette pression d'importer les règles américaines et de s'y harmoniser à tout prix a toutefois été tempérée au Canada par la réalité financière des sociétés à faible capitalisation et les sociétés contrôlées, qui caractérisent toutes deux nos marchés.

C'est ainsi que nous avons résisté à la tentation d'adopter au Canada la règle 404 de Sarbanes-Oxley qui exigeait l'opinion des vérificateurs externes sur l'attestation des contrôles internes mis en place par les émetteurs. Cette décision que nous avons prise à l'époque était la bonne. Les Américains l'ont réalisé quelques années plus tard et se sont en partie rétractés face à cette exigence controversée, et extrêmement onéreuse.

En 2005, nous avons donc adopté au sein des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, les ACVM, une série de dispositions visant à rehausser les pratiques de gouvernance et de divulgation financière au Canada. J'en ai retenu trois qui ont eu un impact significatif sur ces pratiques :

1. D'abord, l'attestation par le chef de la direction et le chef des finances que les documents financiers de l'émetteur ne contiennent pas d'information fautive ou trompeuse, et que les états financiers et autres éléments d'information financière divulguée soient fidèles à la situation financière, aux résultats d'exploitation et aux flux de trésorerie.
2. Ensuite, la mise en place par le conseil d'administration des sociétés cotées à la Bourse de Toronto d'un comité d'audit composé de membres indépendants et compétents en matière financière. Ce comité hérite alors de la responsabilité de surveillance des processus liés à l'information financière.
3. Enfin, les exigences particulières visant à déclarer l'ensemble de la rémunération, quelle qu'en soit l'origine, qui est versée à certains membres de la haute direction et aux administrateurs dans l'exercice de leurs fonctions.

Un régime rigoureux d'information sur la gouvernance est un élément central de l'encadrement des sociétés. Les actionnaires et les investisseurs ont besoin d'avoir accès à de l'information fiable et suffisamment détaillée pour pouvoir évaluer la gestion exercée par le conseil d'administration et par la direction.

Le Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance, jumelé aux lignes directrices de l'instruction générale 58-201, est le cadre actuellement en vigueur au Canada. Ce règlement s'applique à tous les émetteurs. Il prévoit entre autres que les émetteurs présentent leurs pratiques en matière de gouvernance.

Nos constats résultant des examens de conformité réalisés ces dernières années, dans le cadre de notre Programme d'examen sur l'information continue, démontrent que plusieurs émetteurs se doivent d'améliorer l'information fournie en matière de gouvernance.

Nos observations, notamment sur la divulgation de l'information sur les réunions des administrateurs indépendants du conseil d'administration, sur l'éthique commerciale ou encore sur la sélection des candidats au conseil d'administration, démontrent des lacunes qui doivent d'être corrigées.

Il est primordial que les investisseurs comprennent bien les pratiques adoptées en matière de gouvernance par les émetteurs. Et cela passe sans aucun doute par la qualité des documents que les émetteurs préparent, et auxquels chaque membre d'un conseil d'administration peut aussi contribuer.

Par ailleurs, j'ajouterais également que l'Autorité a publié en 2009 une ligne directrice sur la gouvernance des institutions financières, des assureurs et des institutions de dépôt. Cette ligne directrice a pour objectif de fournir aux institutions financières les principes de base afin qu'elles adoptent de saines pratiques en matière de gouvernance, notamment par la responsabilisation des membres du conseil d'administration et de la haute direction. Ces principes ont d'ailleurs été repris par le Bureau du surintendant des institutions financières, qui, en janvier 2013, a publié sa première ligne directrice à l'égard de la gouvernance des institutions financières fédérales.

Ces mesures ne sont évidemment pas parfaites, mais je crois qu'elles ont grandement contribué au rehaussement des standards de gouvernance au sein des entreprises publiques canadiennes.

Plus récemment, l'Autorité a joué un rôle de catalyseur dans le développement de certains travaux sur des enjeux actuels de gouvernance pour les entreprises publiques et leur conseil d'administration. Il s'agit de travaux visant les mesures de défenses en cas d'offres publiques d'achat hostiles, et du rôle des agences de conseil en vote.

Initiative – Mesures défensives

La capacité d'une entreprise publique de se défendre lorsqu'elle fait l'objet d'une offre publique d'achat hostile alimente les débats au Canada depuis de nombreuses années. Ce sujet a beaucoup fait jaser ici au Québec, au printemps 2012, lorsque la compagnie américaine Lowes a annoncé son intention de lancer une OPA hostile sur Rona.

Les régimes de droits des actionnaires, qu'on appelle communément en anglais « poison pills », constituent la mesure de défense usuelle mise en place par le conseil d'administration d'une société visée par une offre hostile. À cet égard, l'approche préconisée par les régulateurs au Canada a toujours été, sauf rare exception, de mettre

fin aux régimes en place 45 à 55 jours après le lancement de l'offre. Cette période est considérée comme étant suffisante pour provoquer une surenchère, obtenir une meilleure offre et maximiser la valeur pour les actionnaires.

Cette approche traditionnelle a toujours fait primer le droit des actionnaires de vendre leurs actions au détriment du rôle fiduciaire des administrateurs des sociétés visées. Après quelques décisions controversées sur le sujet rendues par certaines commissions canadiennes et par le Bureau de décision et de révision ici au Québec, nous avons entrepris au sein des ACVM une réflexion sur l'approche traditionnelle visant les régimes de droits des actionnaires.

Ainsi, le 14 mars 2013, deux propositions ont été publiées pour commentaires :

- un projet de Règlement des ACVM sur les régimes de droits et;
- la proposition de l'Autorité intitulée « Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense ».

Le projet des ACVM prévoit notamment qu'un régime de droits adopté par un conseil d'administration en réponse à une OPA hostile devra être approuvé par le vote d'une majorité d'actionnaires dans un délai maximal de 90 jours après son adoption. À la fin de ce délai, si le régime n'a pas été approuvé par les actionnaires, il devient caduc et ne constitue plus une entrave à l'offre d'achat en cours. En pratique, cela veut dire qu'un conseil d'administration aurait 90 jours pour trouver une meilleure offre, plutôt que les 45 à 55 jours en vertu de l'approche traditionnelle.

Ce projet des ACVM, qui a été développé par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, ne nous a jamais apparu comme étant la solution optimale et nous a amenés à proposer une autre approche que nous avons tenu à soumettre à la consultation publique.

La proposition de l'Autorité touche l'ensemble des mesures de défense, et non uniquement les régimes de droits. Elle vise à régler une des préoccupations les plus fondamentales que le projet des ACVM ne touche pas, soit le fait que les conseils d'administration des sociétés visées sont encore et toujours confinés à jouer le rôle d'encanteur pour trouver une meilleure offre.

En reconnaissant le rôle central des administrateurs dans la saine gouvernance et la gestion des sociétés, comme c'est le cas aux États-Unis par exemple, la proposition de l'Autorité vise à redonner aux administrateurs la possibilité d'exercer pleinement leur devoir fiduciaire.

L'Autorité veut ainsi rétablir un rapport de force équilibré entre un conseil d'administration et un acheteur opportuniste. Cela permettrait parfois d'éviter la vente d'une entreprise lorsqu'elle n'est pas dans le meilleur intérêt de celle-ci et de ses parties prenantes.

Les consultations des ACVM et de l'Autorité ont suscité un important débat au Canada sur ces questions. L'Autorité a obtenu des appuis importants, notamment de nombreux émetteurs et de l'Institut des administrateurs de sociétés. Par contre, et nous le savions avant même de lancer notre consultation, nos idées n'ont pas fait l'unanimité. Pour certains investisseurs institutionnels, le régime actuel, qui ne permet aucune entrave à la vente de leurs actions, doit absolument être maintenu.

Nous allons devoir déterminer au cours des prochains mois si un compromis entre les deux propositions pourrait être acceptable et constituer malgré tout une avancée intéressante. Si ce n'est pas possible, il nous faudra évaluer la meilleure façon de mettre en œuvre nos idées et de les rendre applicables à l'ensemble des émetteurs assujettis au Québec.

L'offre hostile lancée récemment par Goldcorp sur Osisko nous rappelle à nouveau l'importance d'agir sur cet enjeu fondamental pour les entreprises canadiennes, et leurs conseils d'administration.

Initiative : L'étude du rôle des agences de conseil en vote

L'autre initiative dont j'aimerais brièvement vous parler concerne les agences de conseil en vote.

Ces agences analysent les questions soumises lors d'assemblées d'actionnaires et font des recommandations de vote à leurs clients, généralement des investisseurs institutionnels.

L'Autorité a mené au sein des ACVM les travaux visant à étudier le rôle que jouent les agences de conseil en vote au Canada. Nous avons publié en juin 2012 un important document de consultation. Ce document soulevait certaines des préoccupations exprimées par les participants de nos marchés à l'égard de ces agences, et de leur incidence possible sur les marchés financiers, plus particulièrement sur la gouvernance des sociétés au Canada.

Les préoccupations exprimées proviennent principalement des conflits d'intérêts potentiels au sein des agences de conseil en vote et du manque de transparence sur la manière dont celles-ci formulent leurs recommandations. Les agences de conseil en vote auraient également une influence importante, voire inappropriée, sur les conseils d'administration à l'égard de certaines politiques qu'ils mettent de l'avant, notamment en matière de rémunération des dirigeants.

Suivant l'analyse des commentaires reçus lors de la consultation, les ACVM ont décidé d'intervenir et de proposer des recommandations en matière de pratiques et de communications de l'information. Le but : améliorer la transparence et la compréhension des activités des agences. Un texte d'orientation contenant ces recommandations devrait être publié pour consultation au cours du premier semestre de cette année.

Dans ce dossier, l'Autorité a été la seule pendant très longtemps à croire qu'il fallait explorer l'idée d'encadrer les agences, et à pousser pour que nous agissions au niveau pancanadien. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario n'y voyait aucune pertinence, ni urgence.

Notre influence a fait en sorte qu'aujourd'hui les autres juridictions sont maintenant convaincues du bien-fondé de la démarche. Sans la détermination de l'Autorité, rien n'aurait été fait au sujet des agences de conseils en vote pour de nombreuses années à venir.

Reconnaître la valeur d'avoir au Canada des régulateurs autonomes, capables de réfléchir et d'influencer, est fondamental si on veut préserver la qualité, et faire progresser l'encadrement réglementaire à l'échelle du pays. Les deux dossiers que je vous ai brièvement présentés illustrent que le processus de réflexion réglementaire actuellement possible dans le cadre des ACVM est essentiel, et que l'Autorité y joue un rôle très important.

C'est notamment cette capacité de réflexion, d'influence et d'autonomie qui est menacée par le projet du gouvernement fédéral de créer un organisme unique en matière de réglementation des marchés de capitaux.

La nouvelle tentative de Jim Flaherty vise littéralement à donner au gouvernement fédéral et à l'Ontario la mainmise sur l'encadrement des valeurs mobilières et des instruments dérivés au Canada, avec le siège social du nouvel organisme proposé bien campé à Toronto, au cœur de Bay Street.

Il importe de s'opposer à cette initiative parce qu'il est clair que les orientations et décisions sur les dossiers novateurs, comme les enjeux de politiques publiques que je viens d'évoquer avec vous, seraient désormais centralisées à Toronto, loin des préoccupations des différents marchés que l'on trouve au Canada. Le système d'encadrement actuel fonctionne bien. Le régime de passeport rassemble tous les avantages d'un régulateur central, sans nous en faire subir les inconvénients.

Le Fonds monétaire international, qui rendait public hier son rapport annuel sur l'état de l'économie canadienne, constate que le système actuel est solide. L'encadrement des pratiques commerciales des institutions financières est perçu positivement par le FMI qui observe aussi que la mise en œuvre des principes d'encadrement appliqués aux valeurs mobilières répond aux critères internationaux.

Bien sûr, rien n'est parfait et des améliorations doivent être apportées, notamment en ce qui a trait à la coopération entre les instances fédérales et provinciales.

Mais contrairement à ce que pense le FMI, ces améliorations ne passent pas le projet fédéral de régime coopératif. J'ose même dire qu'il est inacceptable que le FMI s'invite encore une fois dans un débat de structure d'encadrement plutôt que de s'en tenir aux résultats que procure l'encadrement en place. La Cour suprême a déjà statué que ce pouvoir relève des provinces et le FMI devrait en prendre acte.

Le système d'encadrement actuel permet une flexibilité, et l'autonomie de réflexion sur les grands enjeux de politiques publiques. C'est ce que j'appelle le « leadership du régulateur autonome ». C'est ce leadership qui a permis à l'Autorité de jouer ces dernières années un rôle clé au sein des ACVM comme je l'ai exposé un peu plus tôt.

Bref, créer une commission canadienne, ou un organisme coopératif selon l'appellation du moment, constituerait un net recul par rapport au système actuel. Pourquoi? Parce qu'il créerait à terme de l'inefficacité, du dédoublement inutile, ainsi qu'une perte d'influence et d'expertise dans toutes les juridictions, autres que l'Ontario.

L'avenir nous dira jusqu'où le gouvernement fédéral ira pour tenter de mener à terme son projet. Le gouvernement du Québec a pour sa part annoncé qu'il le contestera devant les tribunaux. Quoi qu'il arrive, il sera nécessaire de toujours conserver, ici, un régulateur fort.

Un régulateur en mesure d'être le porte-voix des préoccupations de l'industrie et de vos organisations.

Un régulateur qui a la capacité d'influencer les enjeux de politiques publiques au Canada, et de décider de façon autonome la meilleure façon de réglementer le secteur financier québécois.

Je vous remercie de votre attention.