

Avis 24-303 des ACVM

**PROJET DES ACVM SUR LA SUPERVISION
DES OAR**

**Examen de la supervision des organismes
d'autoréglementation et des entités
d'infrastructure de marché**

**Rapport du comité du projet des ACVM sur la
supervision des OAR**

Décembre 2006

Table des matières

RÉSUMÉ	1
A. LE RÔLE CONFIE AUX ORGANISMES D’AUTORÉGLÉMENTATION (OAR) ET AUX ENTITÉS D’INFRASTRUCTURE DE MARCHÉ, ET LE PROJET DES ACVM SUR LA SUPERVISION DES OAR	1
B. COMMENT DÉTERMINER UN NIVEAU DE CONFIANCE APPROPRIÉ?	2
<i>Critères d’intérêt public</i>	2
<i>Gouvernance</i>	3
<i>Pouvoirs d’application de la réglementation</i>	5
C. LACUNES, CHEVAUchemENTS ET CONTRADICTIONS	5
<i>Transparence du rôle des OAR et des entités d’infrastructure de marché et rationalisation</i>	5
<i>Regroupement des OAR</i>	5
D. AMÉLIORATION DU MODE DE SUPERVISION ACTUEL	5
<i>Inspections</i>	5
<i>Examen des règles</i>	6
E. CONCLUSION	6
I. LE RÔLE DES OAR ET DES ENTITÉS D’INFRASTRUCTURE DE MARCHÉ DANS UN ENVIRONNEMENT EN ÉVOLUTION	7
A. LE PRINCIPE DE LA CONFIANCE ET LE PROJET DES ACVM SUR LA SUPERVISION DES OAR ..	7
B. EXPÉRIENCE DES ACVM EN MATIÈRE DE SUPERVISION DES OAR	10
C. CHANGEMENTS DANS LE SECTEUR DES VALEURS MOBILIÈRES ET PORTÉE DU PROJET DES ACVM SUR LA SUPERVISION DES OAR	11
II. COMMENT DÉTERMINER LE NIVEAU APPROPRIÉ DE CONFIANCE?	12
A. INTÉRÊT PUBLIC	13
1. <i>Vue d’ensemble</i>	13
2. <i>Définition de l’intérêt public et façon dont les OAR s’acquittent de leur mandat d’intérêt public</i>	13
B. GOUVERNANCE	15
1. <i>Vue d’ensemble</i>	15
2. <i>Indépendance</i>	15
3. <i>Processus de mise en candidature et d’élection</i>	19
C. LE RÔLE JOUÉ PAR LES MEMBRES DANS LE PROCESSUS D’ÉLABORATION DES RÈGLES ET DES POLITIQUES	21
D. MOYENS D’APPLICATION DE LA RÉGLEMENTATION CONFÉRÉS AUX OAR	22
1. <i>Vue d’ensemble</i>	22
2. <i>Demande d’attribution de pouvoirs d’application de la réglementation par voie législative</i>	22
3. <i>Situation actuelle</i>	23
4. <i>Évaluation de la demande</i>	24
5. <i>Freins et contrepoids assurant l’équité procédurale et des mécanismes de protection</i>	27
6. <i>Application des pouvoirs</i>	27

III.	LACUNES, CHEVAUCHEMENT ET CONTRADICTIONS.....	28
A.	COORDINATION ENTRE LES OAR ET LES ENTITÉS D’INFRASTRUCTURE DE MARCHÉ.....	28
	1. <i>OAR multiples.....</i>	28
	2. <i>Lacunes réglementaires.....</i>	29
	3. <i>Transparence du rôle des OAR et des entités d’infrastructure de marché auprès du public.....</i>	29
	4. <i>Faits nouveaux aux États-Unis.....</i>	29
B.	LE RÔLE DE SUPERVISION DU FCPE SUR L’ACCOVAM.....	31
	1. <i>Chevauchement entre le FCPE et l’ACCOVAM.....</i>	31
	2. <i>Solution proposée par le secteur.....</i>	31
C.	REGROUPEMENT DES OAR	32
IV.	POUR UNE SUPERVISION EFFICACE PAR LES ACVM.....	34
A.	AMÉLIORATION DU MODE DE SUPERVISION ACTUEL	34
	1. <i>Mode de supervision actuel</i>	34
	2. <i>Coordination des inspections.....</i>	35
	3. <i>Examen et approbation des règles.....</i>	35
	4. <i>Problématiques et solutions relatives aux processus de supervision.....</i>	36
B.	INSPECTIONS	38
	1. <i>Nature des inspections.....</i>	38
	2. <i>Déroulement des inspections.....</i>	40
C.	EXAMEN DES PROJETS DE RÈGLES DES OAR.....	41
	1. <i>Rapidité et niveau de détail de l’examen des projets des règles des OAR.....</i>	41
	2. <i>La formule américaine</i>	42
	3. <i>Attestation par les OAR et les entités d’infrastructure de marché canadiens..</i>	44
D.	INCOMPATIBILITÉ DES MODES D’APPLICATION ET D’INTERPRÉTATION DE LA RÉGLEMENTATION.....	46
E.	MANQUE DE CRITÈRES PRÉCIS SUR LE PARTAGE DES RESPONSABILITÉS	47
F.	TRANSPARENCE DES ACTIVITÉS DE SUPERVISION	47
V.	MISE EN ŒUVRE.....	49
VI.	CONCLUSION.....	50
ANNEXE A	51	
	ÉTUDES DE LA CFTC ET DE LA SEC SUR L’AUTORÉGLEMENTATION	51
	A) <i>Étude de la CFTC sur l’autoréglementation</i>	51
	B) <i>Étude de la SEC sur l’autoréglementation</i>	51
ANNEXE B	53	
	RAPPORTS DU COMITÉ D’ÉTUDE DE CINQ ANS ET DU COMITÉ PERMANENT DES FINANCES ET DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES DE L’ONTARIO	53
	A) <i>Comité d’étude de cinq ans.....</i>	53
	B) <i>Comité permanent des finances et des affaires économiques de l’Ontario (CPFAE).....</i>	55

**PROJET DES ACVM SUR LA SUPERVISION
DES OAR
Examen de la supervision des organismes d'autoréglementation et des entités
d'infrastructure de marché**

RÉSUMÉ

A. Le rôle confié aux organismes d'autoréglementation (OAR) et aux entités d'infrastructure de marché, et le projet des ACVM sur la supervision des OAR

Le régime de réglementation en vigueur au Canada fait de plus en plus appel aux OAR et aux entités d'infrastructure de marché, comme les bourses et les chambres de compensation, pour protéger les investisseurs et promouvoir des marchés financiers équitables, efficaces et concurrentiels. Les commissions de valeurs mobilières¹ ont amélioré les programmes de supervision de ces entités en 1999. Auparavant, la supervision était axée sur l'examen et l'approbation des règlements et des règles. Depuis lors, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) examinent également les activités et le statut de ces entités, soit leurs ressources et leur situation financière, leurs décisions, les modifications importantes apportées aux activités et la communication de renseignements sur les activités réglementaires. Au fur et à mesure que la supervision exercée par les ACVM s'est élargie, généralement de concert avec l'extension du rôle de réglementation joué par les entités, ces dernières ont été assujetties à des degrés accrus de contrôle et d'examen.

Le comité du projet des ACVM sur la supervision des OAR² (le « comité du projet » ou « nous ») a été mis sur pied afin d'examiner des questions tant stratégiques qu'opérationnelles concernant les OAR et les processus de supervision des ACVM. Le projet portait sur les questions liées au régime actuel et ne visait pas à réexaminer les arguments pour et contre l'autoréglementation en partant de leurs prémisses. Il n'est pas impossible que cet examen soit effectué à une date ultérieure, si cela s'avère nécessaire.

Le comité du projet a rencontré des représentants du conseil d'administration et de la direction de neuf OAR et entités d'infrastructure de marché³ pour discuter, notamment, des questions suivantes :

¹ Dans le présent document, l'expression « commissions de valeurs mobilières » et le terme « commissions » s'entendent des autorités en valeurs mobilières.

² Les membres du comité du projet sont Elaine Lanouette (Autorité des marchés financiers), Shaun Fluker (ASC), David McKellar (ASC), Robin Ford (BCSC), Doug Brown (CVMM), Susan Wolburgh Jenah (CVMO), présidente du comité, Antoinette Leung (CVMO), Randee Pavalow (CVMO), Cindy Petlock (CVMO) et Ruxandra Smith (CVMO).

³ Les OAR sont l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (MFDA) et Services de réglementation du marché inc. (RS). Les entités d'infrastructure de marché qui ont participé au projet comprennent des bourses comme la Bourse de Montréal (et sa filiale en propriété exclusive, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC)), la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX, le Canadian Trading and Quotation System Inc. (CNQ), une chambre de compensation, la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée (CDS) et un fonds de protection, le Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE).

- les grands défis auxquels font face les OAR et les entités d'infrastructure de marché dans une perspective stratégique, et l'incidence des grandes mutations du marché sur la nature de l'autoréglementation;
- la gouvernance, y compris la façon dont les OAR et les entités d'infrastructure de marché établissent un équilibre entre leur mandat d'intérêt public et les intérêts de leurs membres ou participants;
- le rôle de réglementation des OAR et des entités d'infrastructure de marché;
- le rôle des comités sectoriels des OAR et des entités d'infrastructure de marché dans le processus de réglementation;
- la façon dont les OAR et les entités d'infrastructure de marché interprètent et exécutent leur mandat d'intérêt public;
- le partage des responsabilités entre les OAR et les entités d'infrastructure de marché ainsi qu'entre les autorités de réglementation et les entités qu'elles surveillent.

Le présent rapport résume les principales questions que nous avons cernées dans le cadre des discussions ainsi que les recommandations du comité du projet aux ACVM sur ces questions. Les recommandations ne s'appliquent pas uniformément à tous les OAR et à toutes les entités d'infrastructure de marché : la structure et les fonctions de ceux-ci auront une incidence sur l'application.

B. Comment déterminer un niveau de confiance approprié?

De manière générale, le comité du projet estime que les ACVM devraient augmenter le degré de confiance accordée aux OAR et aux entités d'infrastructure de marché dans la mesure où ils peuvent clairement démontrer qu'ils s'acquittent de leur mandat d'intérêt public et se conforment aux normes de haut niveau qui sont énoncées dans les décisions de reconnaissance et les documents connexes. Une confiance accrue pourrait se traduire, par exemple, par une démarche moins interventionniste en matière de supervision ou une analyse moins détaillée des décisions et des propositions (comme les règles) des OAR et des entités d'infrastructure de marché de la part des ACVM.

Critères d'intérêt public

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient toujours agir conformément à l'intérêt public ou ne pas agir contrairement à celui-ci. Ils devraient être en mesure d'expliquer par écrit de quelle façon ils s'acquittent de leur mandat d'intérêt public lorsqu'ils prennent des décisions réglementaires et, s'ils doivent faire preuve de souplesse lorsqu'ils déterminent la démarche à adopter à cet égard, ils devraient tenir compte de certains critères de haut niveau, notamment :

- la décision serait dans l'intérêt des investisseurs ou n'aurait pas d'incidence défavorable sur eux;
- la décision n'entraverait pas indûment l'innovation et la concurrence;
- la décision n'opérerait pas de discrimination injuste contre certains types d'entreprises, de participants, de produits ou d'investisseurs;
- la décision établirait un équilibre approprié entre la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés financiers;

- tout autre critère qui est jugé approprié compte tenu de l'objet de la décision.

En outre, les OAR et les entités d'infrastructure de marché doivent respecter des normes de haut niveau, notamment en matière de gouvernance, d'élaboration des règles et d'adhésion. Ces normes sont généralement prévues dans les décisions de reconnaissance ou dans les documents connexes et comprennent ce qui suit :

- La structure de gouvernance – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait avoir une structure de gouvernance convenable qui lui permet de gérer les conflits d'intérêt et d'assurer une représentation équitable des parties prenantes.
- Les processus d'élaboration des règles et des politiques – les processus d'élaboration des règles et des politiques devraient favoriser la protection des investisseurs et promouvoir des marchés financiers équitables, efficaces et concurrentiels.
- L'adhésion ou l'accès – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait avoir des procédures et des politiques en matière d'adhésion ou d'accès à ses installations ou services de réglementation, de façon à prévenir la discrimination entre les membres et à éviter la création de barrières à l'entrée injustifiées.
- Les systèmes et les contrôles – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait avoir des systèmes et des contrôles internes qui lui permettent de remplir ses fonctions avec efficacité et efficience.
- Les frais ou les coûts – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait avoir une procédure de fixation des frais équitable et des frais proportionnels pour garantir qu'il dispose des ressources financières et d'une dotation en personnel adéquates afin d'exercer ses fonctions sans créer de barrières à l'entrée injustifiées.
- La communication de renseignements et la transparence – les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient, le cas échéant, échanger des renseignements et les communiquer aux commissions de valeurs mobilières, selon ce que permettent les lois applicables, pour assurer une supervision efficace, réduire au minimum les chevauchements et les contradictions et maximiser la coordination.
- La reddition de comptes aux autorités de reconnaissance – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait rendre des comptes aux autorités de reconnaissance en démontrant qu'elle s'acquitte de son mandat et se conforme à ces normes de haut niveau.

Les procédures de gouvernance et de réglementation constituent des domaines clés où le rendement d'un organisme de réglementation ou d'une entité d'infrastructure de marché peut avoir une influence sur le degré de confiance accordé par les ACVM. Dans le présent rapport, nous formulons des recommandations dans ces domaines et en vue de l'amélioration de la coordination, de la transparence et de la reddition de comptes.

Gouvernance

Évidemment, une gouvernance efficace est la condition sine qua non de l'augmentation de la confiance. C'est pourquoi les OAR et les entités d'infrastructure de marché doivent démontrer qu'ils exercent une gouvernance efficace pour que les ACVM puissent augmenter le niveau de confiance qu'elles leur accordent. Les structures de gouvernance

efficaces nécessitent une représentation convenable d'administrateurs indépendants ou publics au conseil d'administration ou d'autres mécanismes comme un comité de supervision de la réglementation pour aider les entités à s'acquitter des responsabilités de réglementation qui leur incombent sans influence injustifiée de la part de leurs membres ou de leurs activités commerciales. Le comité du projet reconnaît également l'importance du processus de mise en candidature des membres du conseil d'administration. Il recommande que les OAR et les entités d'infrastructure de marché examinent leurs processus de mise en candidature et d'élection existants et se demandent s'il y a lieu de les modifier.

Pouvoirs d'application de la réglementation

Les OAR ont indiqué qu'ils ne possèdent actuellement pas suffisamment de pouvoirs d'application pour exécuter leurs fonctions de réglementation de la façon la plus efficace et la plus efficace possible. L'ACCOVAM, la MFDA et SRM ont présenté une proposition conjointe au Comité d'étude de cinq ans de l'Ontario afin de demander qu'on leur attribue certains pouvoirs d'application de la réglementation par voie législative afin d'appuyer leur compétence et leur processus d'application de la réglementation. Au cours du projet des ACVM sur la supervision des organismes d'autoréglementation, un OAR a renouvelé sa demande d'attribution des pouvoirs législatifs suivants :

- le pouvoir de déposer auprès des tribunaux des décisions en matière de discipline;
- le pouvoir d'obliger des tiers à produire des documents et à comparaître en tant que témoins dans le cadre d'enquêtes et d'audiences;
- l'immunité légale;
- la compétence à l'égard des salariés actuels et anciens non inscrits des membres;
- la compétence à l'égard des membres et personnes autorisées actuels et anciens;
- le pouvoir de solliciter la nomination par les tribunaux d'un administrateur provisoire.

Dans les territoires où ces pouvoirs n'existent pas encore⁴, le comité du projet appuie unanimement, sous réserve de l'évaluation de la part de chaque territoire du moment opportun pour la mise en œuvre d'une telle recommandation, l'attribution du pouvoir de déposer auprès des tribunaux des décisions en matière de discipline. Les membres du comité du projet, à l'exception de la Colombie-Britannique, appuient également l'octroi de l'immunité légale aux OAR. En Colombie-Britannique, l'immunité légale existe déjà relativement à l'exercice de fonctions prévues par la loi et autorisées par la British Columbia Securities Commission.

Le comité du projet n'est pas disposé à recommander que d'autres pouvoirs réglementaires soient accordés aux OAR pour le moment, mais il comprend les motifs de la demande des OAR. Les ACVM continueront à discuter avec eux de la pertinence de ces recommandations.

⁴ Certains territoires attribuent déjà certains de ces pouvoirs ou mécanismes de protection et ne les ont pas réexaminés dans le cadre du projet.

C. Lacunes, chevauchements et contradictions

Au sein de notre système de réglementation, plusieurs OAR et entités d'infrastructure de marché possèdent des compétences différentes et peuvent assurer la supervision des mêmes participants au marché ou de participants différents. Il en résulte inéluctablement certains chevauchements, des contradictions et des lacunes. Les OAR ont reconnu que la réglementation impose un fardeau croissant à leurs membres. Certains ont formulé des suggestions précises en vue de le réduire. Le comité du projet craignait également qu'il y ait un manque de clarté au sujet des rôles des OAR et des entités d'infrastructure de marché.

Transparence du rôle des OAR et des entités d'infrastructure de marché et rationalisation

Nous estimons qu'il devrait y avoir une meilleure coopération entre les OAR et les entités d'infrastructure de marché, ainsi qu'une transparence accrue en ce qui concerne leurs rôles et responsabilités. Ils devraient préciser et annoncer publiquement leurs rôles respectifs en matière de réglementation et exposer les processus utilisés pour éliminer les chevauchements, les contradictions et les lacunes entre eux.

Regroupement des OAR

Au cours des réunions organisées dans le cadre du projet des ACVM sur la supervision des organismes d'autoréglementation, on a observé qu'une façon de remédier aux inefficiences associées à l'existence de plusieurs OAR consisterait à fusionner l'ACCOVAM, la MFDA et SRM. Le comité du projet recommande que toute proposition de fusion évalue les avantages et les coûts prévus et explique en quoi la fusion est dans l'intérêt public. En outre, nous proposons plusieurs critères d'évaluation de haut niveau afin d'orienter les décisions des ACVM à l'égard des fusions.

D. Amélioration du mode de supervision actuel

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché exercent des fonctions importantes pour les marchés des capitaux en particulier et pour l'économie en général. Il est nécessaire de les surveiller pour vérifier qu'ils s'acquittent de leur obligation de reddition de comptes et de leur mandat d'intérêt public.

La supervision des OAR et des entités d'infrastructure de marché qui exercent leurs activités dans plusieurs territoires incombe à plusieurs autorités de réglementation. Les ACVM ont reconnu l'existence d'inefficiences causées par l'intervention de plusieurs autorités de réglementation, et elles ont établi des protocoles d'entente et des processus informels afin de coordonner la supervision.

Inspections

En ce qui concerne les inspections, qui sont généralement coordonnées dans une certaine mesure, on pourrait améliorer la cohérence des méthodes employées par les autorités de

reconnaissance. Une solution consisterait à faire en sorte que le personnel des différentes autorités de reconnaissance travaille en équipe dans le cadre des inspections.

Les ACVM devraient également établir des critères de rendement qualitatifs et quantitatifs de haut niveau qui soient clairs en vue de l'évaluation des entités qu'elles surveillent. Ces critères doivent être objectifs et significatifs. Il s'agit d'un défi de taille, mais nous sommes d'avis que l'adoption de telles mesures du rendement améliorerait la qualité et la cohérence des inspections.

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient, quant à eux, autoévaluer et documenter de façon plus probante les efforts accomplis pour respecter leurs plan et objectifs stratégiques, leur mandat de réglementation et toute norme et tout critère de haut niveau pertinents. Ils devraient mesurer les résultats et non les activités. Ces renseignements seraient utilisés par les ACVM, avec les résultats des inspections, afin d'évaluer le rendement global des entités qu'elles surveillent.

Examen des règles

Nous recommandons une simplification du processus d'examen des règles par les ACVM, en vertu duquel ces dernières limiteraient leur examen aux projets de règles importants. Les ACVM, les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient s'entendre sur ce qui est « important » et énoncer leurs attentes sur la manière dont les entités évalueraient et attesteraient l'importance des projets de modification aux règles existantes ou de nouvelles règles. Les projets réglementaires non importants seraient réputés approuvés au terme d'une période de consultation publique et il existerait une procédure d'examen périodique de la pertinence des critères et procédures de classification.

E. Conclusion

Il semble pertinent de faire davantage confiance aux OAR et, le cas échéant, aux entités d'infrastructure de marché, de plus en plus perfectionnés, dans l'exercice de leurs fonctions de réglementation. Le défi, toutefois, consiste à établir un juste milieu entre la confiance et la supervision. Dans la mesure où ces entités sont en mesure de démontrer qu'elles s'acquittent de leur mandat de réglementation respectif de manière efficace, les ACVM devraient en tenir compte afin d'établir le niveau de supervision approprié. En outre, les ACVM examineront et amélioreront leurs processus de supervision actuels afin de les simplifier et d'en augmenter l'efficacité globale.

I. LE RÔLE DES OAR ET DES ENTITÉS D'INFRASTRUCTURE DE MARCHÉ DANS UN ENVIRONNEMENT EN ÉVOLUTION

A. *Le principe de la confiance et le projet des ACVM sur la supervision des OAR*

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché élaborent des normes de pratique et de conduite professionnelle, assurent le contrôle de la conformité de leurs membres ou participants à ces normes et prennent les mesures d'application de la réglementation voulues contre ceux qui contreviennent à ces normes⁵.

Le régime de réglementation en vigueur au Canada repose sur l'intervention gouvernementale tout en mettant à contribution les OAR et les entités d'infrastructure de marché, comme les bourses et les chambres de compensation, pour protéger les investisseurs et promouvoir des marchés financiers équitables, efficaces et concurrentiels. La législation canadienne en valeurs mobilières donne aux commissions de valeurs mobilières le pouvoir de reconnaître les OAR, les bourses et les chambres de compensation⁶ et encourage l'utilisation des OAR⁷, qui constitue l'un des objectifs et principes de la régulation financière de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), selon laquelle « [e]n fonction de la taille et de la complexité des marchés, le système de régulation doit faire un usage approprié des autorités professionnelles qui exercent des responsabilités de supervision directe dans leur domaine de compétence propre⁸ ».

Les OAR, et notamment l'ACCOVAM, la MFDA et SRM, sont reconnus comme organismes d'autorégulation au sens de la législation en valeurs mobilières de certains territoires⁹ et, dans certains territoires, la législation en valeurs mobilières leur

⁵ Le régime de réglementation actuel prévoit une réglementation concurrente des membres et participants de ces organismes et entités. Par exemple, les commissions de valeurs mobilières établissent des règles générales pour les courtiers, tandis que les OAR établissent des règles qui sont compatibles avec celles-ci, mais qui peuvent être plus restrictives dans le même domaine; donc, les commissions de valeurs mobilières et les OAR peuvent prendre des mesures d'application de la réglementation contre les membres.

⁶ La partie 4 du *Securities Act* (Alberta) (ASA), la partie 4 du *Securities Act* (Colombie-Britannique) (BCSA), l'article 14 de la *Loi sur les contrats à terme de marchandises* (Manitoba), l'article 31.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Manitoba), la partie VIII de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) (LVMO) et le titre III de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* (Québec) autorisent les commissions de valeurs mobilières respectives à reconnaître les organismes d'autorégulation, les bourses et les chambres de compensation.

⁷ Par exemple, l'article 2.1 de la LVMO dispose notamment : « Dans la réalisation des objets de la présente loi, la Commission tient compte des principes fondamentaux suivants : ... 4. Sous réserve d'un système de supervision adéquat, la Commission devrait faire appel à la capacité des organismes d'autorégulation reconnus en matière d'application de la loi et à leurs compétences en matière de réglementation ».

⁸ Voir *Objectifs et Principes de la régulation financière*, Organisation internationale des commissions de valeurs, septembre 1998, page 14.

⁹ La *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* ne définit pas « organisme d'autorégulation » mais prévoit ce qui suit à l'article 60 : « Une personne morale, une société ou toute autre entité ne peut encadrer ou réglementer la conduite de ses membres ou ses participants [...] que si elle est reconnue [...] à titre d'organisme d'autorégulation ». La LVMO en donne la définition suivante : « Personne ou

délègue certains pouvoirs, notamment en matière d'inscription et de conformité¹⁰. Les entités d'infrastructure de marché, qui sont les bourses, les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations, les chambres de compensation et les fonds de garantie, exploitent des installations et des systèmes visant à faciliter les opérations et réduire les risques sur les marchés financiers tout en améliorant l'efficacité de ces marchés. Elles fixent et appliquent également des règles et vérifient que leurs participants s'y conforment. Constituent des entités d'infrastructure de marché la Bourse de Montréal¹¹, le CNQ, la Bourse de Toronto, le Winnipeg Commodity Exchange Inc. (WCE), la CDS, la CDCC et le FCPE. Certaines de ces entités sont des organismes à but lucratif et d'autres non, et certains ont des concurrents alors que d'autres sont en position de monopole.

La nature et l'ampleur du rôle que les ACVM confient aux OAR et aux entités d'infrastructure de marché peut varier en fonction de l'entité. Nous nous attendons à ce que certains OAR, comme la Bourse de Montréal, l'ACCOVAM, la MFDA et SRM, exercent une gamme étendue de fonctions de réglementation de première ligne et détectent, dans le cadre de leurs activités réglementaires courantes, les problèmes qui seront soumis aux commissions de valeurs mobilières, le cas échéant (par exemple, une bourse peut détecter et signaler des délits d'initiés). D'autres entités sont limitées à certaines fonctions¹².

Les commissions de valeurs mobilières exercent une supervision régulière des OAR et des entités d'infrastructure de marché pour évaluer leur efficacité, confirmer qu'ils agissent dans l'intérêt public et veiller à la bonne gestion de tout conflit entre les intérêts du public et ceux de leurs membres et utilisateurs et entre ces membres et utilisateurs. Les *Objectifs et principes de la régulation financière*¹³ de l'OICV et la législation de nombreux territoires¹⁴ énoncent cette responsabilité en matière de supervision.

Le présent rapport est le fruit d'un examen effectué par le comité du projet pour déterminer comment améliorer le régime de supervision des ACVM, préciser les rôles

compagnie qui représente des personnes ou des compagnies inscrites et qui est constituée pour réglementer les activités ainsi que les normes d'exercice et de conduite professionnelle de ses membres et de leurs représentants dans le but de promouvoir la protection des investisseurs et l'intérêt public ». Le *Securities Act* (C.-B.) (2004) (non encore en vigueur) en donne la définition suivante : [TRADUCTION] « une personne, à l'exception d'un marché, qui établit des normes pour ses membres ou participants en ce qui touche les opérations sur valeurs mobilières et l'activité de conseil en valeurs mobilières ou qui assure le contrôle de la conduite de ses membres dans ce domaine ».

¹⁰ La BCSC, l'ASC et la CVMO ont délégué à l'ACCOVAM certaines fonctions en matière d'inscription; l'Autorité des marchés financiers a délégué à l'ACCOVAM certaines fonctions et certains pouvoirs en matière d'inscription et d'inspection.

¹¹ Nous notons que la Bourse de Montréal est aussi un OAR reconnu au Québec.

¹² Le FCPE exerce certaines fonctions de supervision sur les activités de conformité financière de l'ACCOVAM. Une modification de son rôle est proposée ci-après.

¹³ Selon les principes de l'autorégulation énoncés dans les *Objectifs et principes de la régulation financière*, « [l]es autorités professionnelles doivent être supervisées par le régulateur et doivent respecter des normes de confidentialité et d'équité dans l'exercice de leurs pouvoirs et de leurs responsabilités déléguées ».

¹⁴ Par exemple, l'article 2.1 de la LVMO.

respectifs des OAR, des entités d'infrastructure de marché et des commissions de valeurs mobilières, et remettre à jour et analyser d'autres questions relatives à l'autoréglementation.

De février 2005 à février 2006, le comité du projet a tenu des réunions de recherche avec des représentants du conseil d'administration et de la direction des OAR et des entités d'infrastructure de marché. Les questions abordées à l'occasion de ces réunions comprenaient notamment :

- les grands défis auxquels font face ces entités dans une perspective stratégique, et l'incidence des grandes mutations du marché sur la nature de l'autoréglementation;
- la gouvernance, y compris la façon dont ils établissent un équilibre entre leur mandat d'intérêt public et les intérêts de leurs membres ou participants;
- le rôle de réglementation des OAR et entités d'infrastructure de marché, ainsi que le rôle de leurs comités sectoriels dans les processus de réglementation;
- la façon dont ces entités interprètent et exécutent leur mandat d'intérêt public;
- le partage des responsabilités entre les OAR, entre certains OAR et certaines entités d'infrastructure de marché ainsi qu'entre les autorités de réglementation et les entités qu'elles surveillent.

Le projet des ACVM sur la supervision des OAR portait sur les questions liées au régime actuel et ne visait pas à réexaminer les arguments pour et contre l'autoréglementation en partant de leurs prémisses ni la pertinence de s'en remettre aux OAR et aux entités d'infrastructure de marché. Nous notons toutefois que ce projet n'empêchera pas de procéder à cet examen à une date ultérieure, si cela est justifié. Les ACVM continueront à analyser régulièrement la relation entre les ACVM, les OAR et les entités d'infrastructure de marché. Ce faisant, nous étudierons d'autres méthodes de réglementation.

Pendant la même période, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) et la Securities and Exchange Commission (SEC) ont commencé un examen de leurs régimes d'autoréglementation respectifs¹⁵ et de supervision des OAR. La CFTC a commencé son étude des OAR en 2003, elle a procédé à une consultation en 2004¹⁶ et en 2005¹⁷, puis a tenu une audience publique en février 2006 sur divers aspects de l'autoréglementation. La SEC a publié pour consultation, en novembre 2004, un exposé conceptuel sur l'autoréglementation¹⁸ et des projets de règlement visant à améliorer l'autoréglementation et la supervision exercée par les organismes de réglementation¹⁹. On trouvera à l'Annexe A un résumé des sujets traités dans l'examen de la CFTC et de la SEC. Ni la CFTC ni la SEC n'ont achevé leur étude à l'heure actuelle.

¹⁵ Nous notons que les études de la SEC et de la CFTC portent principalement sur les organismes d'autoréglementation qui exploitent aussi des marchés.

¹⁶ Release No. 4936-04.

¹⁷ Release No. 5138-05.

¹⁸ Release No. 34-50700.

¹⁹ Release No. 34-50699.

Parmi les études récentes dans ce domaine qui ont été publiées avant le présent projet, il convient de mentionner celles du Comité d'étude de cinq ans et du Comité permanent des finances et des affaires économiques (CPFAE)²⁰. Ces deux comités se sont penchés sur les sujets suivants :

- le conflit d'intérêts potentiel en raison du double rôle d'un OAR comme association professionnelle et comme autorité de réglementation;
- le rôle des OAR;
- l'opportunité d'obliger les OAR et les autres entités d'infrastructure de marché à être reconnus par la commission des valeurs mobilières;
- l'opportunité de conférer par voie législative des pouvoirs d'application de la réglementation aux OAR reconnus.

On trouvera à l'Annexe B une description plus ample des questions traitées dans ces rapports. Nous notons que d'autres publications traitent de certaines de ces questions²¹.

Le présent document résume les principales questions que nous avons définies au cours de nos discussions avec les OAR et les entités d'infrastructure de marché ainsi que nos recommandations sur les mesures à prendre. La partie II traite de la confiance accordée aux OAR et aux entités d'infrastructure de marché, ainsi que de leur supervision. La partie III traite des lacunes, des chevauchements et des contradictions découlant de la multiplicité des OAR et des entités d'infrastructure de marché. La partie IV traite des améliorations possibles de la supervision exercée par les ACVM. Enfin, la partie V traite de la façon dont les recommandations du comité du projet devraient être mises en œuvre.

B. *Expérience des ACVM en matière de supervision des OAR*

Les ACVM ont procédé à un examen approfondi de leurs programmes de supervision des OAR en 1999. Jusque-là, la supervision était axée sur l'examen et l'approbation des statuts et des règles des OAR ou des bourses. À la suite de cet examen, les ACVM ont aussi intégré dans leurs programmes de supervision l'examen d'un éventail plus large de fonctions et d'activités de chaque OAR et de chaque entité d'infrastructure de marché. Cet éventail comprend les ressources et la situation financière de l'OAR, ses décisions, les changements importants dans son fonctionnement et les rapports fournis sur ses activités de réglementation. Les ACVM ont aussi établi des protocoles d'entente entre elles pour coordonner les activités de supervision de manière à réduire au minimum les inconvénients pour les entités qu'elles surveillent²².

²⁰ Ontario, Comité d'étude de cinq ans (Purdy Crawford, c.r., président), *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans – Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)*, 21 mars 2003; et CPFAE, *Rapport sur l'étude de cinq ans de la Loi sur les valeurs mobilières*, octobre 2004.

²¹ Par exemple, Autorité des marchés financiers, *Encadrement des marchés des dérivés au Québec*, 1^{er} mai 2006, et rapport intérimaire du comité consultatif sur la Loi sur les contrats à terme sur marchandises de l'Ontario, 26 mai 2006.

²² Comme exemples de ces protocoles d'entente, on peut citer le Protocole d'entente sur la supervision des Bourses et des systèmes de cotation et de déclaration d'opérations entre l'ASC, la BCSC, la CVMQ (devenue l'Autorité des marchés financiers), la CVMM et la CVMO, daté du 13 septembre 2002, et l'*Agreement on the Co-ordination of Oversight of the IDA by the CSA among the IDA, the ASC, the BCSC, the OSC, the NSSC and the SFSC*, daté du 5 juin 2001 (le Protocole d'entente sur la supervision

Avec l'élargissement de la portée de la supervision exercée par les ACVM, les OAR et les entités d'infrastructure de marché sont devenus l'objet d'un contrôle et d'un examen de plus en plus poussés. Certains ont exprimé des préoccupations au sujet de la nature et du fardeau de la supervision, ainsi que des retards potentiels qu'elle entraîne, par exemple en raison du processus d'approbation des projets réglementaires par les ACVM. On a également soutenu que le mode de supervision des ACVM devrait tenir compte de la qualité de la gouvernance des entités qu'elles surveillent et qu'il faudrait faire plus confiance à leur conseil d'administration lorsque cela est justifié.

C. Changements dans le secteur des valeurs mobilières et portée du projet des ACVM sur la supervision des OAR

Des changements majeurs sont intervenus dans le secteur des valeurs mobilières. Par exemple, l'évolution de la technologie a facilité la création de nouvelles structures de marché concurrentielles, comme les systèmes de négociation parallèles (SNP); la négociation électronique a changé la nature des marchés et l'accès à ceux-ci; et des modifications de la législation ont élargi l'éventail d'options qui s'offre aux participants aux marchés. Pour répondre au contexte de plus en plus concurrentiel, de nombreuses bourses, comme la Bourse de Montréal, la Bourse de Toronto et le WCE, se sont démutualisées et sont devenues des organismes à but lucratif. Aux États-Unis, le New York Stock Exchange s'est également démutualisé et on a soulevé au sujet de sa gouvernance et de sa supervision des questions touchant à des problématiques plus larges concernant le cadre réglementaire de l'autoréglementation du marché et entraînant des pressions pour un réexamen de ce cadre²³.

Il n'est plus facultatif d'être membre de l'ACCOVAM et de la MFDA. Ce changement tient compte de l'importance accrue des OAR pour la protection des investisseurs et l'intégrité du marché. Grands et petits investisseurs s'attendent à ce que les OAR utilisent leurs ressources au mieux pour vérifier la conformité des intervenants du secteur aux exigences applicables. Ils comptent également sur la supervision des OAR par les ACVM. Ces dernières ont augmenté leurs ressources en matière de supervision des membres et des marchés par les OAR à mesure que ceux-ci ont vu leurs fonctions de protection des investisseurs et de l'intégrité des marchés se développer. Nous reconnaissons que les OAR doivent jouir de l'indépendance nécessaire à l'exécution de leurs fonctions, mais nous estimons également que les ACVM doivent continuer d'exercer une supervision efficace. L'efficacité de la supervision est tributaire d'une définition claire des rôles, y compris une communauté de vues en ce qui concerne le degré de confiance accordée aux OAR et l'exercice approprié du pouvoir de supervision des ACVM.

de l'ACCOVAM) (la CVMQ, maintenant devenue l'Autorité des marchés financiers, a participé à la rédaction de cet accord avec l'ACCOVAM et coopère avec les autres autorités de réglementation pour la supervision de celle-ci selon les termes de cet accord, bien qu'elle ne l'ait pas signé).

²³ *Reinventing Self-Regulation, White Paper for the Securities Industry Association*, 5 janvier 2000 et mis à jour au 14 octobre 2003 par le personnel de la SIA, section I.

II. COMMENT DÉTERMINER LE NIVEAU APPROPRIÉ DE CONFIANCE?

Dans son examen des critères permettant de déterminer le degré approprié de confiance, le comité du projet a considéré les normes, les processus et les mécanismes de supervision qui devraient être en place ainsi que la nature et les fonctions des entités. Les normes de haut niveau auxquelles les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient se conformer selon nous sont exposées ci-dessous. Dans l'application de ces normes, les ACVM tiendraient compte de la structure et des fonctions particulières de chaque organisme.

- 1) La structure de gouvernance – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait avoir une structure de gouvernance appropriée qui lui permette de gérer les conflits d'intérêts et d'assurer une représentation équitable des parties prenantes.
- 2) Les processus d'élaboration des règles et des politiques – les processus d'élaboration des règles et des politiques devraient favoriser la protection des investisseurs et promouvoir des marchés financiers équitables, efficaces et concurrentiels.
- 3) L'adhésion ou l'accès – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait avoir des procédures et politique en matière d'adhésion ou d'accès à ses installations ou services de réglementation, de façon à prévenir la discrimination entre les membres et à éviter la création de barrières à l'entrée injustifiées.
- 4) Les systèmes et les contrôles – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait avoir des systèmes et des contrôles internes qui lui permettent de remplir ses fonctions avec efficacité et efficience.
- 5) Les frais ou les coûts – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait avoir une procédure de fixation des frais équitable et des frais proportionnels pour garantir qu'il dispose des ressources financières et d'une dotation en personnel adéquates afin d'exercer ses fonctions sans créer de barrières à l'entrée injustifiées.
- 6) La communication de renseignements et la transparence – les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient, le cas échéant, échanger des renseignements et les communiquer aux commissions de valeurs mobilières, selon ce que permettent les lois applicables, pour assurer une supervision efficace, réduire au minimum les chevauchements et les contradictions et maximiser la coordination.
- 7) La reddition de comptes aux autorités de reconnaissance – chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché devrait rendre des comptes aux autorités de reconnaissance en démontrant qu'elle s'acquitte de son mandat et se conforme à ces normes de haut niveau.

En général, ces normes sont définies dans les décisions de reconnaissance et les documents connexes. Dans la mesure où les OAR et les entités d'infrastructure de marché démontrent de façon transparente qu'ils s'acquittent de leur mandat d'intérêt public et se conforment à ces normes de haut niveau, les ACVM peuvent accroître la confiance qu'elles leur accordent et adopter une démarche moins interventionniste en matière de supervision.

La présente partie examine certains facteurs clés qui influent sur l'idée que nous nous formons du degré approprié de confiance, c'est-à-dire la façon dont les OAR et les entités d'infrastructure de marché interprètent leur mandat d'intérêt public et la nécessité d'une gouvernance et d'une procédure de réglementation appropriées pour qu'ils s'acquittent de leur mandat d'intérêt public. Enfin, nous examinons les pouvoirs d'application de la réglementation dont les OAR disposent.

A. Intérêt public

1. Vue d'ensemble

Bien que la plupart des décisions de reconnaissance des OAR et des entités d'infrastructure de marché prévoient qu'ils doivent prendre leurs décisions en fonction de l'intérêt public ou, dans quelques cas, d'une manière qui ne soit pas contraire à l'intérêt public²⁴, ceux-ci n'ont pas de critères précis pouvant leur servir de guide pour satisfaire à cette obligation.

2. Définition de l'intérêt public et façon dont les OAR s'acquittent de leur mandat d'intérêt public

Tout le monde n'a pas la même définition de l'« intérêt public ». Le mandat d'intérêt public des commissions de valeurs mobilières est généralement interprété en fonction de leurs objectifs de protection des investisseurs, de développement de marchés financiers équitables et efficaces et de raffermissement de la confiance dans ces marchés²⁵.

Nous reconnaissons que les OAR et les entités d'infrastructure de marché doivent interpréter leur mandat d'intérêt public en fonction de leurs objectifs et de leurs fonctions, et c'est en cela que leur mandat ressemble le plus à celui des commissions de valeurs mobilières, parce qu'ils ont les mêmes objectifs de protection des investisseurs, d'efficacité et d'équité des marchés financiers. Par contre, les bourses ont indiqué qu'elles s'intéressent surtout aux intérêts de leurs participants, du marché et des utilisateurs finaux. De la même façon, une chambre de compensation a déclaré qu'elle se préoccupait surtout du fonctionnement ininterrompu, des risques systémiques du système de compensation et de règlement et de la protection des dépôts de ses utilisateurs. Étant donné ces différences, nous jugeons important que les ACVM, les OAR et les entités

²⁴ SRM (alinéa 4(c) de l'Annexe de la décision de reconnaissance des autorités ayant reconnu SRM), la Bourse de Toronto (paragraphe 3 de la décision de reconnaissance de la CVMO) et la Bourse de croissance TSX (paragraphe 4 et 30 de la décision de reconnaissance de l'ASC et de la BCSC) sont tenus de fonctionner ou d'exercer leurs fonctions dans l'intérêt public ou de manière conforme à l'intérêt public. La décision de reconnaissance de la CVMO à l'égard de la MFDA porte que la protection de l'intérêt public est le but premier de la MFDA. En outre, les décisions de reconnaissance ou les protocoles d'entente sur l'examen des règles à l'égard de la Bourse de Montréal, de l'ACCOVAM, de SRM et de la Bourse de croissance TSX prévoient que ces organismes doivent établir des règles qui ne soient pas contraires à l'intérêt public.

²⁵ Cette interprétation est déduite de la mission des commissions de valeurs mobilières (p. ex., de la BCSC et de la CVMO) et de l'objet de la législation en valeurs mobilières dans les différents territoires (p. ex., l'ASC).

d'infrastructure de marché collaborent de façon à ce que l'interprétation de leur mandat d'intérêt public reste appropriée et conforme à celle des ACVM.

Bien que le conseil d'administration et le personnel professionnel des OAR et des entités d'infrastructure de marché aient une compréhension générale de leur mandat d'intérêt public, nos discussions nous portent à croire que les entités ne disposent d'aucune procédure claire permettant d'évaluer et de documenter si elles s'acquittent de leur mandat lors de la prise de décisions. Certaines entités estimaient qu'elles prenaient en compte l'intérêt public au moyen d'une structure de gouvernance qui réduit au minimum les conflits et facilite l'expression d'une pluralité de positions et d'intérêts. D'autres ont dit qu'ils s'acquittent de leur mandat d'intérêt public par la consultation du secteur et du public.

Le comité du projet s'est demandé si tous les OAR et toutes les entités d'infrastructure de marché devraient être tenus de s'acquitter de leur mandat d'intérêt public de la même manière ou d'appliquer les mêmes critères dans l'exercice de ce mandat. Nous avons toutefois noté que toutes les entités ne sont pas chargées d'exercer les mêmes fonctions ou de fournir les mêmes services. Par exemple, les OAR traditionnels sont chargés du contrôle de la conformité de leurs membres aux règles qu'ils ont établies et de l'application de ces règles par leurs membres; les bourses sont chargées du fonctionnement de marchés équitables et efficaces; et les chambres de compensation sont chargées de réduire le risque systémique en fournissant des services efficaces de compensation et de règlement. Bien que nous ayons mis en lumière certains critères de haut niveau que les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient prendre en considération de manière générale, le comité du projet a conclu qu'il n'est pas nécessairement approprié d'attendre de toutes ces entités qu'elles aient les mêmes objectifs ou qu'elles s'acquittent de leur mandat d'intérêt public de la même manière.

Recommandations

Chaque OAR et entité d'infrastructure de marché devrait expliquer par écrit de quelle façon il veille à s'acquitter de son mandat d'intérêt public de manière générale. À l'avenir, en ce qui concerne les décisions pertinentes (par exemple l'établissement de règles), les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient expliquer de quelle façon ils tiennent compte de l'intérêt public et pourquoi une proposition d'approbation par les ACVM est dans l'intérêt du public. Toutes les entités devraient tenir compte des critères de haut niveau suivants, bien que l'importance de chaque facteur puisse différer selon les OAR et les entités d'infrastructure de marché et que d'autres facteurs puissent être pertinents à chaque décision :

- la décision serait dans l'intérêt des investisseurs ou n'aurait pas d'incidence défavorable sur eux;
- la décision n'entraverait pas indûment l'innovation ou la concurrence;
- la décision n'opérerait pas de discrimination injuste contre certains types d'entreprises, de participants, de produits ou d'investisseurs;
- la décision établirait un équilibre approprié entre la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés financiers;
- tout autre critère qui est jugé approprié compte tenu de l'objet de la décision.

B. Gouvernance

1. Vue d'ensemble

Selon le comité du projet, pour que les membres des ACVM puissent confier un rôle aux entités qu'elles surveillent, il faut que celles-ci disposent d'une structure de gouvernance qui fasse en sorte qu'elles s'acquittent de leur mandat et qu'elles le fassent de façon apparente. Nous nous sommes demandé s'il fallait prescrire des éléments spécifiques de gouvernance pour faire en sorte que les OAR et les entités d'infrastructure de marché tiennent compte de leur mandat d'intérêt public et se conforment à la décision de reconnaissance. La présente section traite de trois éléments de la gouvernance : les administrateurs indépendants, le comité de supervision de la réglementation et le processus de mise en candidature et d'élection des administrateurs.

2. Indépendance

Un OAR ou une entité d'infrastructure de marché doit faire face à des conflits d'intérêts potentiels entre ses membres et participants et le public, entre différents types de membres et participants et, dans certains cas, entre son activité commerciale et son activité de réglementation. Il doit mettre en place des mécanismes pour apporter une solution à ces conflits et pour être en mesure d'exercer ses fonctions de réglementation dans l'intérêt public sans influence indue de ses membres et participants ou de son activité commerciale. Voici deux mécanismes qui ont été adoptés par plusieurs entités à ces fins : a) des administrateurs indépendants pour favoriser l'indépendance du conseil et b) le comité de supervision de la réglementation qui encadre les fonctions de réglementation des entités qui exercent à la fois des activités commerciales et des fonctions de réglementation.

i) Membres indépendants du conseil d'administration

Au Canada, les OAR et les entités d'infrastructure de marché sont tenus de respecter des critères concernant la représentation équitable relativement à leur structure de gouvernance. Ils doivent gérer leurs conflits convenablement et agir indépendamment du secteur, tout en tenant compte des intérêts de leurs membres, des participants et du public dans le cadre de la prise de décisions. Nous nous sommes posé la question de savoir si ces entités devraient posséder un certain nombre ou un pourcentage déterminé d'administrateurs indépendants ou publics au sein de leur conseil.

Dans le cas des sociétés ouvertes, l'idée que la majorité du conseil d'administration soit composée d'administrateurs indépendants est de plus en plus répandue, et l'indépendance, dans ce contexte, s'entend généralement de l'indépendance à l'égard de la direction et de l'absence de tout intérêt dans la société ou de toute relation commerciale avec elle²⁶.

²⁶ *The Combined Code on Corporate Governance*, Financial Reporting Council, Royaume-Uni, juillet 2003, *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*, ACVM, 30 juin 2005, et *Corporate Governance Listing Standards*, New York Stock Exchange (NYSE), 3 novembre 2004 (article 303A) prévoient que les sociétés ouvertes doivent avoir une majorité d'administrateurs indépendants. Ce principe est également donné comme pratique exemplaire dans les publications suivantes : *Au delà de la*

La décision de reconnaissance de chaque OAR ou entité d'infrastructure de marché, à l'exception de la CDS et de l'ACCOVAM, prévoit une disposition exigeant que le conseil d'administration de l'OAR soit composé en majorité, ou au moins à 50 %, d'administrateurs indépendants ou publics, à l'exclusion du chef de la direction. En outre, les décisions de reconnaissance ou les statuts de la plupart des OAR et entités d'infrastructure de marché contiennent une définition des expressions « administrateur indépendant » ou « administrateur public »²⁷. Un administrateur indépendant n'a pas de relation importante directe ou indirecte avec l'OAR ou l'entité d'infrastructure de marché qu'il représente. De manière générale, un administrateur a une relation importante avec l'entité si on peut raisonnablement s'attendre à que cette relation ait une incidence sur l'indépendance de son jugement. Les employés, associés, membres de la haute direction administrateurs d'un membre ou d'une organisation participante d'une entité ne sont généralement pas considérés comme indépendants. Pour le Groupe TSX en tant que société ouverte, ces deux notions d'indépendance, soit l'indépendance à l'égard de la direction, l'absence de tout intérêt dans la société ou de toute relation commerciale avec elle, ainsi que l'indépendance à l'égard des organisations participantes, sont regroupées²⁸.

La SEC a proposé des règles qui exigent qu'une majorité du conseil d'administration d'un OAR soit formée de membres indépendants²⁹, et elle définit un administrateur indépendant comme un administrateur qui n'a aucune relation importante avec l'entité ou les membres du même groupe que celle-ci qui pourrait raisonnablement avoir une incidence sur l'indépendance du jugement ou des décisions de l'administrateur³⁰.

Tout le monde ne convient pas qu'une structure de gouvernance qui nécessite au moins 50 % d'administrateurs indépendants soit nécessairement indiquée pour une entité d'infrastructure de marché qui exerce des fonctions spécialisées et dont les administrateurs doivent posséder un certain degré d'expertise afin de comprendre les

conformité, la gouvernance, Comité mixte sur la gouvernance d'entreprise, novembre 2001; *Corporate Governance Guidelines for Building High Performance Boards*, Canadian Coalition for Good Governance, novembre 2005. Certains textes sur les pratiques exemplaires n'exigent pas expressément une majorité d'administrateurs indépendants, mais recommandent que le conseil d'administration comprenne un nombre « suffisant » ou une « présence forte » d'administrateurs indépendants ne faisant pas partie de la direction pour veiller à ce que le conseil d'administration soit en mesure d'exercer un jugement indépendant objectif. C'est le cas notamment des textes suivants : *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*, Organisation de coopération et de développement économiques, 2004, *ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles*, International Corporate Governance Network, 8 juillet 2005, et Commission des communautés européennes, *Recommandation de la Commission du 15 février 2005* (voir http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/oj/2005/l_052/l_05220050225fr00510063.pdf).

²⁷ Ces définitions sont prévues par les décisions de reconnaissance de la Bourse de Montréal, de la CDS, du FCPE, du CNQ, de la MFDA, de SRM et de la Bourse de Toronto, ainsi que dans le Statut 10 de l'ACCOVAM.

²⁸ Critères de l'indépendance du conseil d'administration pour le Groupe TSX et la Bourse de Toronto. Publiés au bulletin (2005) 28 OSCB 7287.

²⁹ Afin de préserver l'élément « auto » de l'autoréglementation, la SEC a proposé de permettre aux membres d'un OAR de choisir au moins 20 % des administrateurs.

³⁰ Les règles proposées 6(a)-5(b)(12) et 15Aa-3(b)(13) de la SEC prévoient des circonstances précises dans lesquelles un administrateur ne serait pas jugé indépendant.

activités, de veiller à ce que les risques soient gérés correctement et de participer de façon constructive au conseil. Le comité du projet conclut toutefois que les OAR et les entités d'infrastructure de marché doivent disposer d'une structure de gouvernance dotée d'un nombre d'administrateurs publics ou indépendants approprié et que le pourcentage d'administrateurs indépendants devrait être d'au moins 50 %. Comme nous l'avons vu ci-dessus, un administrateur indépendant n'a pas de relation importante directe ou indirecte avec l'entité.

Nous estimons toutefois que d'autres structures de gouvernance peuvent être appropriées, du moment que l'entité peut prouver que les personnes chargées de la supervision de la réglementation sont suffisamment indépendantes, que le conseil d'administration est efficace, qu'il y a une représentation juste et efficace de toutes les parties prenantes ou que celles-ci ont voix au chapitre, et que des mécanismes existent pour tenir compte de l'intérêt public.

ii) Comité de supervision de la réglementation

Une autre façon de conforter l'indépendance des OAR et d'améliorer les fonctions de réglementation des entités d'infrastructure de marché consiste à mettre sur pied un organe indépendant en son sein dans le but de surveiller ses fonctions de réglementation, c'est-à-dire un comité de supervision de la réglementation.

Le recours à un comité de supervision de la réglementation est répandu tant au Canada qu'aux États-Unis pour les entités qui remplissent des fonctions à la fois commerciales et réglementaires, particulièrement les bourses. La Bourse de Montréal, le Chicago Board Options Exchange, le Chicago Stock Exchange, le Chicago Mercantile Exchange, le Chicago Board of Trade, le National Stock Exchange, le New York Board of Trade et le WCE possèdent un comité de supervision de la réglementation ou un comité correspondant³¹. L'ACCOVAM possède également un comité de supervision de la réglementation qui surveille la façon dont l'ACCOVAM exécute les obligations de réglementation qui lui incombent.

En règle générale, le mandat du comité de supervision de la réglementation consiste à surveiller l'exécution des fonctions de réglementation, assurer la pertinence des ressources affectées à ces fonctions et examiner les projets réglementaires. Les membres du comité peuvent être des administrateurs ou des personnes désignées par le conseil³². La plupart de ces comités sont composés d'au moins une majorité de membres indépendants ou publics³³. Les comités de supervision de la réglementation de la Bourse

³¹ Le New York Stock Exchange possédait un comité de supervision de la réglementation qui a été dissolu après la fusion du New York Stock Exchange et d'Archipelago Holdings, Inc. NYSE Regulation Inc., une entité juridique distincte de la bourse, a été mise sur pied afin d'exécuter des fonctions de réglementation.

³² Les membres du comité de supervision de la réglementation du New York Mercantile Exchange, de la National Stock Exchange, de la Bourse de Montréal et de la WCE ne sont pas membres du conseil d'administration mais sont nommés par celui-ci.

³³ Les comités de supervision de la réglementation du Chicago Board Options Exchange, du Chicago Mercantile Exchange, du New York Board of Trade et de la National Stock Exchange sont composés uniquement de membres indépendants, et l'ancien comité de supervision de la réglementation du New

de Montréal et de la WCE relèvent du conseil de ces entités et sont également responsables devant les autorités de réglementation : ils doivent faire rapport annuellement à l'Autorité des marchés financiers et à la CVMM, respectivement, sur les questions de réglementation.

La SEC a proposé que les bourses et OAR possèdent un comité de supervision de la réglementation composé uniquement de membres indépendants et chargé de responsabilités déterminées, semblables à celles indiquées ci-dessus, à l'égard de la réglementation³⁴.

Nous estimons qu'un comité de supervision de la réglementation chargé de surveiller les responsabilités de réglementation d'une entité d'infrastructure de marché est utile lorsque l'entité exerce à la fois des fonctions de réglementation et des activités commerciales, en raison des conflits importants qui peuvent survenir entre ces fonctions et activités. Puisque le comité de supervision de la réglementation est chargé de surveiller les responsabilités de réglementation de l'entité, y compris, dans la plupart des cas, le financement de ces responsabilités, il peut assurer un degré plus élevé d'objectivité dans la prise de décisions de l'entité.

Nous avons examiné la question de savoir si le comité de supervision de la réglementation devrait être composé entièrement de membres indépendants. Nous sommes conscients du fait qu'en l'absence de représentants du secteur, un comité de supervision de la réglementation pourrait ne pas disposer des connaissances ou de l'expertise nécessaires au sujet du secteur pour surveiller efficacement les activités de réglementation de l'entité qu'il représente. Il pourrait également être difficile pour certaines entités, particulièrement celles de moins grande envergure, de trouver des membres indépendants qui disposent des compétences et de l'expertise nécessaires pour siéger à ce comité. Par conséquent, nous ne recommandons pas qu'un comité de supervision de la réglementation soit entièrement indépendant.

Pour que le comité de supervision de la réglementation possède les pouvoirs nécessaires à l'exercice de sa fonction de supervision, nous sommes d'avis qu'il devrait relever directement du conseil d'administration. Toutefois, nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire que les commissions de valeurs mobilières déterminent les responsabilités du comité de supervision de la réglementation. Chaque entité d'infrastructure de marché devrait avoir la possibilité de déterminer les responsabilités de son comité de supervision de la réglementation et la manière dont il exécute son mandat.

York Stock Exchange l'était aussi. Les comités de supervision de la réglementation de la Bourse de Montréal, de la Chicago Stock Exchange et de la Winnipeg Commodity Exchange sont formés d'une majorité de membres indépendants.

³⁴ *Proposed SEC Rules regarding governance, administration, transparency and ownership of SROs that are national securities exchanges or registered securities association* (release no. 34-50699), SEC, 9 novembre 2004.

Recommandations

Chaque OAR et entité d'infrastructure de marché doit disposer d'une structure de gouvernance efficace, et notamment prévoir des processus capables de détecter et de gérer les conflits d'intérêts de manière appropriée, de façon à permettre aux ACVM de lui faire davantage confiance. Voici des exemples de structures de gouvernance efficaces :

- a) le conseil d'administration devrait, de manière générale, comporter au moins 50 % d'administrateurs indépendants, à l'exclusion du chef de la direction, un administrateur étant considéré comme indépendant s'il n'a pas de relation importante avec l'entité;
- b) un comité de supervision de la réglementation devrait être créé pour toute entité d'infrastructure de marché, comme une bourse ou une chambre de compensation, ou toute autre entité qui exerce à la fois des activités commerciales et des fonctions de réglementation;
- c) l'entité peut avoir une autre structure de gouvernance qui n'est pas conforme aux recommandations a) et b), mais elle devrait évaluer la pertinence d'avoir 50 % d'administrateurs indépendants ou un comité de supervision de la réglementation et expliquer la façon dont sa structure de gouvernance assurerait une supervision efficace et indépendante et la gestion des conflits d'intérêts sans ces outils;
- d) un comité de supervision de la réglementation devrait être composé d'au moins 50 % de membres indépendants qui peuvent siéger au conseil d'administration ou être désignés par le conseil;
- e) un comité de supervision de la réglementation devrait relever directement du conseil d'administration afin de lui accorder les pouvoirs et l'indépendance nécessaires à l'exécution de ses responsabilités;
- f) les lignes de communication devraient être ouvertes afin de permettre au comité de supervision de la réglementation de soulever toute question importante directement auprès des ACVM.

3. *Processus de mise en candidature et d'élection*

Une autre question liée à la gouvernance qui a été soulevée consiste à savoir si un OAR ou une entité d'infrastructure de marché représente la diversité des intérêts des différents membres ou participants. Certains membres d'OAR, particulièrement des membres régionaux ou de moins grande envergure, ont fait la critique que leur OAR est dominé par les grands intervenants du secteur et que leur point de vue n'était pas bien représenté. La plupart des OAR et des entités d'infrastructure de marché disposent de processus visant à assurer qu'ils ne défavorisent pas un membre ou un groupe de membres ou qu'ils ne créent pas de barrières injustifiées à l'entrée.

L'une des façons d'y parvenir consiste à faire en sorte que le conseil d'administration représente la diversité des membres ou participants. Les décisions de reconnaissance de la Bourse de Montréal, de CDS, de CNQ, de la MFDA, de SRM et de la Bourse de Toronto comprennent une disposition qui impose cette obligation. Par exemple, la MFDA est tenue de constituer un conseil d'administration qui tient compte de la diversité de ses membres en fonction de leur répartition géographique, de la taille de leur entreprise, du type d'entreprise, et de leur structure de propriété (par exemple, les petites maisons de

courtage exploitées par le propriétaire et les groupes importants de courtiers indépendants de sociétés de gestion). Le conseil d'administration de SRM doit comprendre des administrateurs qui représentent les marchés canadiens de capital à risque et les SNP.

La Bourse de Montréal, le FCPE, l'ACCOVAM, la MFDA et SRM possèdent chacun un comité du conseil qui est responsable d'examiner les qualifications des candidats et de recommander des candidats à l'élection au conseil d'administration. Le comité de mise en candidature de SRM est uniquement responsable de la mise en candidature d'administrateurs indépendants. Dans le cas de l'ACCOVAM, les membres peuvent proposer des candidats supplémentaires afin de combler des postes d'administrateurs issus du secteur. Les comités de mise en candidature du FCPE, de l'ACCOVAM, de la MFDA et de SRM présentent une liste de candidats en vue du scrutin de liste.

L'Organisation de coopération et de développement économiques recommande que les actionnaires aient le droit de participer à la mise en candidature et à l'élection des membres du conseil d'administration³⁵. L'International Corporate Governance Network recommande que les actionnaires aient le droit de proposer, de nommer et de destituer des administrateurs individuellement³⁶. La Canadian Coalition for Good Governance (CCGG) propose que les actionnaires aient la faculté de voter « pour » ou « contre » des administrateurs individuels, ce qui permettrait au candidat qui reçoit une majorité des voix exprimées de l'emporter, ou encore, qu'un administrateur soit obligé de démissionner du conseil d'administration si le nombre d'actions à l'égard desquelles il y a eu abstention de vote dépasse le nombre d'actions dont le droit de vote a été exercé en sa faveur³⁷. La CCGG préconise également l'élimination éventuelle du scrutin de liste³⁸.

Nous avons également examiné le processus de mise en candidature et d'élection des membres du conseil d'administration de certains organismes membres sans but lucratif, notamment l'Institut des comptables agréés de l'Ontario (ICAO), le Barreau du Haut-Canada (le Barreau) et le CFA Institute. Dans le cas de l'ICAO et du Barreau, tout membre peut proposer des candidats à l'élection. Le CFA Institute est doté d'un comité du conseil d'administration qui est responsable d'examiner les qualifications des candidats et de recommander des candidats à l'élection au conseil d'administration, mais ses membres peuvent proposer des candidats supplémentaires à l'élection.

Les publications sur la gouvernance d'entreprise donnent également des conseils sur la manière dont les entités devraient chercher et sélectionner des candidats³⁹.

³⁵ *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*, Organisation de coopération et de développement économiques, 2004, page 18.

³⁶ *ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles*, International Corporate Governance Network, juillet 2005, page 4.

³⁷ Pratiques exemplaires de la Canadian Coalition for Good Governance : www.ccg.ca/web/ccgg.nsf/web/ccggbestpractices

³⁸ Commentaires de la CCGG rapportés par Janet McFarland dans le *Globe and Mail* du 14 octobre 2004 : « [TRADUCTION] Pour les investisseurs militants, la question est de savoir qui a le pouvoir : l'une des priorités d'un groupe de pression consiste à prôner la fin des scrutins de liste au Canada ».

³⁹ Voir par exemple *Au delà de la conformité, la gouvernance*, Comité mixte sur la gouvernance d'entreprises, novembre 2001; *The Combined Code on Corporate Governance*, Financial Reporting

Quel que soit le système utilisé, l'entité doit faire preuve d'une représentation équitable, tenir compte de toutes contraintes imposées par sa décision de reconnaissance (par exemple, la répartition géographique ou la taille des membres) et veiller à ce que la participation de tous les membres soit encouragée et prise en compte.

Recommandation

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché qui ne l'ont pas fait devraient examiner leurs processus de mise en candidature et d'élection au conseil d'administration pour déterminer s'ils respectent les pratiques exemplaires actuelles et s'il conviendrait de les modifier. Ils devraient profiter de l'occasion pour étudier d'autres processus.

C. *Le rôle joué par les membres dans les processus d'élaboration des règles et des politiques*

Les membres participent au processus d'établissement des politiques d'un OAR ou d'une entité d'infrastructure de marché de différentes façons : en participant à des comités sectoriels, au moyen de la représentation au sein du conseil d'administration de l'OAR, et en formulant des commentaires à l'égard des règles proposées.

Nous sommes conscients de la valeur des commentaires du secteur dans le cadre de l'élaboration de politiques par l'entremise de comités sectoriels. L'apport sectoriel et régional de ces comités est au cœur de l'autoréglementation. Toutefois, les rôles que jouent les comités sectoriels divergent et leurs mandats ne sont pas toujours clairs. Certains comités sectoriels n'ont agi qu'à titre consultatif en fournissant des commentaires soit au personnel soit au conseil d'administration sur des politiques proposées, tandis que d'autres possèdent un pouvoir plus vaste leur permettant, par exemple, d'établir des normes et d'approuver des politiques proposées. À la connaissance du comité du projet, il n'existe actuellement aucun comité sectoriel des OAR ou des entités d'infrastructure de marché qui ait le pouvoir d'opposer son veto aux propositions émanant du personnel de ces entités. Toutefois, il peut y avoir des conflits apparents lorsque l'entité n'a pas clairement indiqué le rôle que jouent ses comités sectoriels et n'a pas prouvé qu'elle a tenu compte de l'intérêt public dans le cadre de délibérations sur les questions de réglementation.

Recommandation

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient préciser et documenter, tant pour leurs membres ou participants que pour le public, la façon dont ils s'appuient sur leurs comités sectoriels dans les processus d'élaboration des règles et des politiques.

Council, Royaume-Uni, juillet 2003; *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*, ACVM, 30 juin 2005; *ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles*, International Corporate Governance Network, 8 juillet 2005; et *Director Independence Policy*, New York Stock Exchange, février 2005.

D. Moyens d'application de la réglementation conférés aux OAR

1. Vue d'ensemble

Les OAR ont présenté une proposition conjointe au Comité d'étude de cinq ans de l'Ontario afin de demander qu'on leur attribue par voie législative certains pouvoirs d'application de la réglementation afin d'appuyer leur compétence et leur processus d'application de la réglementation. Le Comité d'étude de cinq ans et le CPFAE ont tous deux recommandé que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) examine l'opportunité d'accorder aux OAR des pouvoirs supplémentaires⁴⁰. Un OAR a renouvelé au cours du présent projet sa demande d'attribution de pouvoirs d'application de la réglementation par voie législative. Sa demande allait dans le même sens que celle que les OAR avaient faite au Comité d'étude de cinq ans. Certains territoires attribuent déjà certains de ces pouvoirs et il ne faut pas conclure, à la lecture du présent rapport, que ces territoires réexaminent les pouvoirs existants.

2. Demande d'attribution de pouvoirs d'application de la réglementation par voie législative

Les mécanismes de protection et les pouvoirs légaux suivants ont été demandés :

- a) le pouvoir de déposer auprès des tribunaux des décisions en matière de discipline de manière à ce qu'elles aient la même force et produisent les mêmes effets que s'il s'agissait d'ordonnances des tribunaux;
- b) le pouvoir d'obliger des tiers à produire des documents dans le cadre d'une enquête et d'une audience disciplinaire;
- c) le pouvoir de contraindre la comparution de témoins tiers dans le cadre d'une enquête et d'une audience disciplinaire;
- d) la même immunité légale en matière de responsabilité civile que celle dont bénéficient les commissions de valeurs mobilières et leur personnel, immunité qui serait accordée à l'OAR, à ses administrateurs, à ses dirigeants et à ses salariés pour des actes accomplis de bonne foi dans l'exercice de leurs fonctions de réglementation;
- e) compétence à l'égard des salariés non inscrits et mandataires actuels et anciens de leurs membres;
- f) compétence à l'égard des anciens membres et des anciennes personnes autorisées;
- g) compétence à l'égard des membres actuels et des personnes autorisées actuelles;
- h) le pouvoir de solliciter la nomination par le tribunal d'un administrateur provisoire lorsqu'il y a risque de préjudice imminent pour les investisseurs, l'OAR ou le secteur.

⁴⁰ *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans – Étude de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)*, Comité d'étude de cinq ans, 21 mars 2003, pages 114 à 116; et *Rapport sur l'étude de cinq ans de la Loi sur les valeurs mobilières*, Comité permanent sur les finances et les affaires économiques, octobre 2004, pages 19 et 20.

3. *Situation actuelle*

Cette rubrique décrit les pouvoirs que les OAR et les bourses, en général, et l'ACCOVAM, en particulier, possèdent dans plusieurs territoires. Les bourses et les OAR reconnus par l'Alberta Securities Commission (ASC) en vertu de la *Securities Act* (Alberta) (ASA) possèdent déjà les pouvoirs suivants en Alberta :

- a) le pouvoir de déposer auprès des tribunaux des décisions en matière disciplinaire de manière à ce qu'elles aient le même effet que s'il s'agissait d'ordonnances des tribunaux⁴¹;
- b) le pouvoir d'obliger des tiers à produire des documents lors d'une audience disciplinaire⁴²;
- c) le pouvoir d'obliger des témoins tiers à comparaître lors d'une audience disciplinaire⁴³;
- d) compétence à l'égard des anciens membres et des anciennes personnes autorisées⁴⁴;
- e) compétence à l'égard des membres actuels et des personnes autorisées actuelles⁴⁵.

Au Québec, en raison de la délégation des fonctions d'inscription et d'inspection par l'Autorité des marchés financiers, l'ACCOVAM possède certains des pouvoirs d'application de la réglementation et des mécanismes de protection demandés à l'égard des fonctions et pouvoirs délégués, notamment les suivants :

- a) le pouvoir de déposer des décisions disciplinaires auprès du tribunal – l'ACCOVAM peut demander l'homologation (c'est-à-dire l'octroi de l'approbation par une autorité) d'une décision rendue en vertu de ses pouvoirs délégués, de sorte que la décision devient exécutoire en vertu de l'autorité du tribunal qui l'a homologuée;⁴⁶
- b) l'immunité légale en matière de responsabilité civile – cette immunité est limitée aux personnes qui exercent les fonctions et pouvoirs d'inscription et d'inspection délégués à l'ACCOVAM par l'Autorité des marchés financiers, et n'est pas consentie à l'ACCOVAM et à l'ensemble de ses administrateurs, dirigeants et salariés⁴⁷.

⁴¹ Paragraphe 69(2) de l'ASA.

⁴² Paragraphe 69(1) de l'ASA.

⁴³ Paragraphe 69(1) de l'ASA.

⁴⁴ Paragraphes 63(3) et 64(5) de l'ASA.

⁴⁵ Paragraphes 63(3) et 64(5) de l'ASA.

⁴⁶ L'article 320.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec prévoit qu'« [u]ne décision de l'Autorité des marchés financiers ou d'une personne exerçant un pouvoir délégué peut être homologuée à la demande de l'Autorité des marchés financiers par la Cour supérieure ou par la Cour du Québec, selon leur compétence respective, à l'expiration du délai pour demander la révision de la décision devant le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières et la décision devient exécutoire sous l'autorité du tribunal qui l'a homologuée. »

⁴⁷ L'article 63 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* prévoit qu'« [u]n organisme reconnu par l'Autorité des marchés financiers ou une personne qui exerce une fonction ou un pouvoir délégué par celui-ci ne peut être poursuivi en justice en raison d'un acte accompli de bonne foi dans l'exercice de ces fonctions et pouvoirs ».

En Colombie-Britannique, l'ACCOVAM ainsi que l'ensemble de ses dirigeants, employés ou mandataires qui exécutent des fonctions d'inscription autorisées par la British Columbia Securities Commission bénéficient également d'une immunité légale à l'égard de ces fonctions⁴⁸.

4. *Évaluation de la demande*

i) Pouvoir de déposer des décisions en matière disciplinaire auprès des tribunaux

Le pouvoir de déposer des décisions en matière disciplinaire auprès des tribunaux garantirait que les décisions des OAR ont la même force et produisent les mêmes effets qu'une décision rendue par un tribunal et il augmenterait la probabilité de paiement des amendes et, par conséquent, la crédibilité des OAR. Puisque le régime de réglementation canadien repose sur l'autoréglementation et que, dans certains territoires, la loi prévoit expressément le recours aux pouvoirs d'application de la réglementation des OAR, l'amélioration de la crédibilité de ces derniers contribuerait à la crédibilité du régime de réglementation. Malgré ces avantages, des préoccupations ont été soulevées sur la question de savoir s'il convient d'accorder un tel pouvoir aux OAR, puisqu'il ne s'agit pas d'organismes gouvernementaux et qu'ils peuvent infliger des amendes plus élevées que les commissions de valeurs mobilières. Nous observons que le processus disciplinaire des OAR et le système d'autoréglementation comportent des mécanismes de protection intégrés pour les maisons de courtage et les personnes physiques touchées par leurs décisions, par exemple la faculté des personnes visées d'en appeler au conseil d'administration des OAR et aux commissions de valeurs mobilières. En outre, le processus de supervision des ACVM examine régulièrement le processus disciplinaire des OAR. En conséquence, le comité du projet appuie l'octroi de ce pouvoir aux OAR dans les territoires où il n'a pas encore été accordé.

ii) Pouvoir de contraindre des tiers à produire des documents

Dépourvus du pouvoir d'obliger des tiers à produire des documents, les OAR ne sont pas toujours en mesure de recueillir les éléments de preuve pertinents afin de poursuivre leurs enquêtes ou la procédure disciplinaire. Toutefois, l'OAR qui a renouvelé sa demande en vue d'obtenir ce pouvoir a reconnu que, dans certains cas, il avait sollicité et reçu l'aide du personnel de la commission en vue de recueillir ces documents sans difficultés importantes. La faculté de contraindre la production de documents par des tiers conférerait de vastes pouvoirs aux OAR, et on craint que cela ne soit pas approprié, car ils ne sont pas des autorités de réglementation établies par la loi et tenues de rendre des comptes au gouvernement. En conséquence, le comité du projet n'appuie pas l'ajout du pouvoir de contraindre des tiers à produire des documents dans le cadre d'enquêtes et d'audiences disciplinaires dans les territoires où il n'existe pas encore. Toutefois, le comité du projet est d'avis que les ACVM devraient harmoniser le processus lorsque les OAR sollicitent de l'aide, et les OAR devraient faire le suivi de leurs processus

⁴⁸ Le paragraphe 170(1) de la *Securities Act* (Colombie-Britannique) (1996) (BCSA) prévoit une immunité accordée à une *designated organization* et à ses dirigeants, employés ou mandataires qui appliquent la BCSA. L'ACCOVAM est considérée comme une organisation désignée puisqu'elle est autorisée en vertu de l'alinéa 184(2)e) de la BCSA à exécuter une obligation (les fonctions d'inscription) du directeur général.

d'application de la réglementation et en faire rapport aux ACVM afin d'établir si des améliorations sont nécessaires.

iii) Pouvoir d'obliger la comparution de témoins tiers

Comme nombre de plaignants peuvent perdre intérêt à donner suite à leur plainte et hésiter à prêter leur concours dans le cadre des enquêtes et des procédures disciplinaires des OAR après qu'ils ont reçu une indemnisation satisfaisante, le manque de témoins a empêché certaines actions d'aller de l'avant. Le personnel des commissions peut aider les OAR à interroger les témoins pour recueillir des éléments de preuve, mais sa participation peut retarder les enquêtes puisqu'il a besoin de temps afin de comprendre le dossier et de procéder aux interrogatoires. À l'instar du pouvoir de contraindre des tiers à produire des documents, ce pouvoir est très large et soulève la question de la reddition de comptes. Par conséquent, le comité du projet n'appuie pas pour l'heure la demande présentée par les OAR en vue d'obtenir le pouvoir d'obliger des témoins tiers à comparaître dans le cadre d'enquêtes et d'audiences disciplinaires dans les territoires où ce pouvoir supplémentaire n'existe pas encore. Toutefois, nous estimons que le processus d'assistance des ACVM aux OAR devrait être simplifié. Encore une fois, les OAR devraient suivre de près leur application de la réglementation et en faire rapport aux ACVM afin d'établir si des améliorations sont nécessaires.

iv) Immunité légale en matière de responsabilité civile

Dans un contexte de plus en plus litigieux, il y a un plus grand risque que les autorités de réglementation, les OAR et les entités d'infrastructure de marché qui exercent des fonctions de réglementation soient tenus de défendre leurs actes. Dans l'affaire *Morgis v. Thomson Kernaghan & Co*⁴⁹, toutefois, la Cour d'appel de l'Ontario a statué que l'ACCOVAM n'avait pas d'obligation de diligence envers un investisseur particulier. L'immunité légale éviterait la paralysie dans laquelle se trouveraient les membres du personnel de l'ACCOVAM craignant d'être poursuivis pour des actes accomplis de bonne foi. Puisque les commissions de valeurs mobilières font confiance aux OAR pour réglementer et sanctionner les courtiers, les OAR et leurs représentants devraient théoriquement disposer de la même protection que les commissions de valeurs mobilières et les membres de leur personnel. Les membres du comité du projet, à l'exception de la Colombie-Britannique⁵⁰, appuient l'octroi de cette immunité aux OAR. Ces membres du comité du projet estiment qu'il faut aussi étudier la demande des autres entités d'infrastructure de marché qui ont besoin de cette protection dans l'exercice de leurs fonctions de réglementation.

v) Compétence à l'égard des salariés non inscrits et mandataires actuels et anciens

Certains OAR n'ont aucune compétence à l'égard des personnes physiques non inscrites employées par leurs membres, notamment celles qui travaillent dans certains domaines clés, comme le financement des sociétés et la recherche. En outre, d'autres personnes physiques non inscrites disposent de renseignements pertinents au sujet des activités d'un

⁴⁹ *Morgis v. Thomson Kernaghan & Co.* (2003), 174 O.C.A. 104 (*Morgis*).

⁵⁰ Même si la Colombie-Britannique n'appuie pas l'octroi à l'ACCOVAM et à ses représentants d'une vaste immunité légale, elle ne réexamine pas l'immunité dont bénéficient actuellement l'ACCOVAM et ses représentants à l'égard des fonctions d'inscription autorisées par la BCSC.

membre et pourraient aider les OAR en matière d'application de la réglementation. Puisque les membres des OAR sont responsables de la supervision de leurs salariés et mandataires, qu'ils soient ou non inscrits, nous estimons qu'une solution de rechange viable à l'octroi de ce pouvoir consisterait à faire en sorte que les OAR exigent de leurs membres qu'ils obligent leurs salariés et mandataires à se soumettre à l'autorité des OAR ou à collaborer avec eux sur les questions d'ordre réglementaire. En conséquence, nous n'appuyons pas pour l'heure l'octroi de ce pouvoir dans les territoires où il n'existe pas encore.

vi) Compétence à l'égard des anciens membres et des anciennes personnes autorisées

L'ACCOVAM et la MFDA ont actuellement compétence à l'égard des membres et des personnes autorisées pendant une période de cinq ans à compter de la date à laquelle ils cessent d'être membres et personnes autorisées, selon leurs statuts⁵¹. L'ACCOVAM a également reconnu dans sa proposition au Comité d'étude de cinq ans de l'Ontario que, dans la majorité des cas, cette compétence contractuelle à l'égard de ses membres suffit pour lui permettre d'exécuter son mandat⁵². Toutefois, cette compétence a été contestée. Dans une décision récente, la Saskatchewan Financial Services Commission a statué que l'ACCOVAM ne possédait pas de pouvoirs à l'égard des anciens membres ou des anciennes personnes autorisées⁵³. Malgré l'incertitude qui existe dans ce domaine, nous estimons que l'octroi d'une telle compétence légale aux OAR n'est pas nécessaire pour le moment dans les territoires où elle n'existe pas encore. Le comité du projet encourage les autres OAR, s'ils disposent des outils nécessaires pour atteindre ces objectifs (comme des modifications de leurs statuts et règles), à les utiliser comme l'ACCOVAM et la MFDA.

vii) Compétence à l'égard des membres actuels et des personnes autorisées actuelles
Même si l'on craint que la compétence des OAR à l'égard des membres actuels et des personnes autorisées actuelles puisse être remise en cause dans un contexte de plus en plus litigieux, tel qu'il a été observé ci-dessus, l'ACCOVAM a indiqué que la compétence contractuelle suffit habituellement pour lui permettre d'exécuter son mandat. En conséquence, nous n'appuyons pas l'octroi de ce pouvoir pour l'heure dans les territoires où il n'existe pas encore.

viii) Pouvoir de solliciter la nomination par le tribunal d'un administrateur provisoire
Le Statut 20 de l'ACCOVAM prévoit actuellement que celle-ci a le pouvoir de nommer un administrateur provisoire⁵⁴. Nous encourageons les autres OAR, s'ils qui disposent des outils nécessaires pour atteindre ces objectifs (comme des modifications de leurs statuts et règles), à les utiliser à cette fin.

⁵¹ Article 7 du Statut 20 de l'ACCOVAM et article 24.1.4 du Statut n°1 de la MFDA.

⁵² On peut consulter cette proposition à l'adresse suivante :

http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/FiveYearReview/fyr_20040324_list_comments.jsp.

⁵³ *MacBain, Neufeld, Smith v. Investment Dealers Association of Canada*, Saskatchewan Financial Services Commission, 6 février 2006.

⁵⁴ Article 46 du Statut 20 de l'ACCOVAM.

5. *Freins et contrepoids assurant l'équité procédurale et des mécanismes de protection*

Le Comité d'étude de cinq ans de l'Ontario a recommandé que les commissions de valeurs mobilières examinent quels freins et contrepoids, le cas échéant, sont nécessaires pour assurer l'équité procédurale et des mécanismes de protection à ceux qui seraient assujettis aux nouvelles compétences légales. Pour ce qui est du pouvoir de déposer des décisions auprès des tribunaux, les mécanismes de protection prévus dans les procédures de OAR et la procédure judiciaire, ainsi que la supervision des OAR exercée par les ACVM, suffiraient censément à prévenir des abus éventuels des OAR dans l'application de leurs décisions. Pour ce qui est de l'immunité légale, nous avons observé que le système d'autoréglementation actuel accorde le droit aux personnes physiques touchées par une décision des OAR de les porter en appel devant les commissions de valeurs mobilières. En outre, la supervision exercée par les ACVM prévoit des freins et contrepoids en ce qui concerne les processus et décisions des OAR. En conséquence, nous ne recommandons pas de freins et contrepoids supplémentaires.

6. *Application des pouvoirs*

Nous n'avons pas examiné la question de savoir si les pouvoirs d'application de la réglementation et les mécanismes de protection légaux que nous avons recommandés devraient s'appliquer aux autres entités d'infrastructure de marché dans l'exercice de leurs fonctions de réglementation. Nous recommandons que toute demande future d'attribution de pouvoirs supplémentaires faite par une entité d'infrastructure de marché, par exemple, une bourse, soit examinée séparément.

Recommandations

- a) Sous réserve des priorités législatives de chaque commission et de chaque gouvernement provincial, le comité du projet recommande que les commissions de valeurs mobilières recommandent, pour leur part, à leur gouvernement respectif d'accorder la protection et les pouvoirs légaux suivants à l'ACCOVAM, à la MFDA et à SRM dans les territoires où ils n'existent pas encore :
 - i) le pouvoir de déposer auprès des tribunaux des décisions disciplinaires comme des décisions des tribunaux;
 - ii) sauf en Colombie-Britannique, une immunité légale en matière de responsabilité civile pour les OAR et leurs administrateurs, dirigeants et salariés (ce qui suppose l'existence du pouvoir législatif d'accorder l'immunité à une entité qui n'est pas prévue par loi à l'égard de fonctions ou de pouvoirs qui n'ont pas été expressément délégués).
- b) Les commissions de valeurs mobilières devraient simplifier le processus d'assistance aux OAR en vue de contraindre des tiers à comparaître comme témoins et à produire des documents dans le cadre d'enquêtes ou d'audiences. Les OAR devraient faire le suivi de leurs expériences en matière d'application de la réglementation et faire rapport aux commissions de valeurs mobilières, afin de permettre aux commissions d'établir si des améliorations supplémentaires devraient être envisagées.

III. LACUNES, CHEVAUchemENTS ET CONTRADICTIONS

Au sein de notre système de réglementation, plusieurs OAR et certaines entités d'infrastructure de marché possèdent des compétences différentes par rapport aux mêmes participants au marché ou à des participants différents. Il en résulte inéluctablement certains chevauchements, des contradictions et des lacunes. La présente rubrique traite de la coordination entre les OAR et les entités d'infrastructure de marché, des chevauchements sur le plan de la réglementation en raison de la supervision exercée par le FCPE sur l'ACCOVAM, ainsi que du regroupement des OAR.

A. Coordination entre les OAR et les entités d'infrastructure de marché

1. OAR multiples

Au Canada, les OAR exercent par rapport à leurs membres ou participants un pouvoir principalement fondé sur les fonctions (par exemple la réglementation des membres) et les produits (par exemple les organismes de placement collectif). Il en résulte les chevauchements suivants :

- l'ACCOVAM et SRM réglementent tous les deux les courtiers en valeurs mobilières, mais dans des secteurs d'activité différents. L'ACCOVAM est responsable de la réglementation des membres en général et réglemente les marchés des titres à revenu fixe, tandis que SRM est responsable de la réglementation des marchés des titres de participation; la distinction entre la réglementation des membres et des marchés peut sembler floue pour les intervenants du secteur et du public;
- la MFDA et l'ACCOVAM réglementent leurs membres de façon similaire, mais à l'égard d'entités et de produits différents : l'ACCOVAM réglemente les courtiers en valeurs mobilières et tous les types d'activités de négociation, tandis que la MFDA réglemente les courtiers en épargne collective et uniquement la négociation des titres d'organisme de placement collectif et des titres dispensés;
- la Bourse de Montréal, à titre d'OAR, et SRM exercent les mêmes fonctions de réglementation du marché mais à l'égard de produits différents, c'est-à-dire, respectivement, les dérivés et les titres de participation.

Ces chevauchements et toute la confusion qui en découle peuvent nuire aux activités des membres et augmenter leurs coûts de conformité. En outre, il peut exister des contradictions entre les modes de réglementation ou chaque OAR peut se trouver à traiter ses problématiques isolément, alors que la coopération et la coordination pourrait donner des résultats moins coûteux et plus efficaces.

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché ont reconnu que la réglementation impose un fardeau croissant à leurs membres. Certains ont formulé des suggestions précises sur la manière de le réduire ou conclu des ententes entre eux à cette fin. Nous estimons que, même si certains OAR et entités d'infrastructure de marché ont établi des protocoles d'entente afin de prévoir la répartition des tâches se rapportant à certaines

fonctions de réglementation, la coordination entre eux pourrait être améliorée. Au cours de nos discussions, certains participants ont aussi indiqué que les OAR et les entités d'infrastructure de marché pourraient déployer des efforts plus importants afin de réduire le chevauchement des activités de réglementation et qu'une réglementation plus cohérente et mieux coordonnée de la part de ces entités serait utile.

Par le passé, certains OAR et entités d'infrastructure de marché portaient relativement peu d'attention aux processus visant à déterminer si leurs manuels de réglementation sont cohérents et clairs et s'ils comportent des règles compatibles qui demeurent efficaces sans imposer un fardeau inutile à leurs membres et participants. Récemment, toutefois, la plupart des entités ont entrepris cette analyse. Nous sommes favorables à cette démarche.

2. *Lacunes réglementaires*

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché ont également observé qu'il existe des lacunes et des contradictions dans la réglementation. Par exemple, ils peuvent éprouver une difficulté accrue dans la réglementation de leurs membres au fur et à mesure que ceux-ci se lancent dans le placement de nouveaux produits d'investissement qui relèvent soit de la compétence d'une autre autorité de réglementation (par exemple les produits d'assurance-vie) ou qui sont placés sous le régime d'une dispense de prospectus ou d'inscription (par exemple les fonds de couverture ou les certificats de placement garantis).

Les limites de compétence constituent également un problème pour SRM. En tant que fournisseur de services de réglementation aux marchés des titres de participation uniquement, et seulement à l'égard des marchés qu'il réglemente, SRM pourrait ne pas être en mesure de comprendre l'interrelation de toutes les activités de marché (notamment la négociation de dérivés) auxquelles se livrent les courtiers en placement. Cela soulève certaines préoccupations au sujet de la pertinence et de l'efficacité de la supervision intermarchés et interproduits. L'importance d'assurer la coordination avec les autres autorités de réglementation, par exemple la Bourse de Montréal, est évidente.

Enfin, des contradictions peuvent survenir dans la réglementation des différents participants du secteur des organismes de placement collectif. Par exemple, bien que les courtiers en épargne collective et les sociétés de gestion de fonds placent des parts d'organismes de placement collectif auprès du public, les premiers font l'objet d'une supervision plus rigoureuse par la MFDA.

3. *Transparence du rôle des OAR et des entités d'infrastructure de marché auprès du public*

Un système dans lequel il existe plusieurs OAR et entités d'infrastructure de marché soulève également des préoccupations au sujet du manque de clarté et de transparence de leurs rôles.

4. *Faits nouveaux aux États-Unis*

La multiplicité des OAR constitue une préoccupation particulière également aux États-Unis, où les autorités de réglementation ont mis en œuvre des règles afin de régler les

inefficacités entraînées par l'existence de multiples OAR⁵⁵ dont les compétences se chevauchent.

Par exemple, lorsqu'un membre adhère à plus d'un OAR, la SEC doit attribuer à un OAR (l'OAR désigné) la responsabilité de vérifier la conformité du membre aux règles applicables en matière de responsabilité financière⁵⁶. Dans le même ordre d'idées, les règles de la CFTC prévoient la coopération entre les OAR et réservent à la CFTC un rôle d'approbation et de supervision de ce système de coopération afin de s'assurer qu'il demeure approprié et permet de renforcer la protection des consommateurs sur les marchés des contrats à terme⁵⁷. Les règles de la SEC et de la CFTC exigent que les OAR à qui certaines responsabilités de réglementation ont été enlevées par des ententes de coordination qu'elles avisent leurs membres de leurs responsabilités limitées, une fois que leurs plans de coordination ont été approuvés par les autorités de réglementation.

La SEC et la CFTC ont chacune reconnu récemment que leur système actuel d'utilisation des OAR désignés nécessitait encore d'autres améliorations. En février 2004, la CFTC a annoncé qu'elle entreprendrait un examen de son système d'OAR désignés, y compris ses ententes et programmes de coopération. En outre, dans son exposé conceptuel sur l'autoréglementation⁵⁸, la SEC a sollicité des commentaires sur des modèles de réglementation de rechange qui permettraient de réduire les inefficacités se rapportant au nombre important d'OAR américains. Ces solutions de rechange, qui sont exposées en détail à l'annexe A du présent document, supposeraient une restructuration de fond en comble du système de réglementation des États-Unis. La majorité des répondants à l'exposé conceptuel estimaient que la solution qui s'imposait davantage consisterait à préserver le système de réglementation actuel, à la condition que des mesures soient prises en vue de l'améliorer⁵⁹.

Recommandations

- a) Les OAR et, le cas échéant, les entités d'infrastructure de marché devraient préciser leurs rôles respectifs en matière de réglementation et décrire les processus instaurés pour éviter les chevauchements, les contradictions et les lacunes. Ils devraient notamment établir, au besoin, des procédures de coordination et d'échange de renseignements en vue de réduire au minimum les inconvénients et les coûts imposés

⁵⁵ Nous remarquons que la définition américaine d'« OAR » inclut les bourses.

⁵⁶ *Securities Exchange Act of 1934* (la « Loi de 1934 »), paragraphe 17(d) et règle 17d-1.

⁵⁷ Plus précisément, la règle 1.52 de la *Commodity and Securities Exchange Act* énonce que la CFTC, après avoir donné l'avis approprié et donné la possibilité de formuler des commentaires, peut, au moyen d'un avis écrit, approuver un tel plan de coordination ou une partie de celui-ci si elle juge, entre autres : 1) qu'il est nécessaire ou indiqué dans l'intérêt public; 2) qu'il est conçu en vue de la protection des consommateurs; 3) qu'il réduit la supervision et la vérification de la conformité aux règles financières minimales de l'OAR qui présente le plan; 4) qu'il réduit la multiplicité des communications d'information; et 5) qu'il favorise la coopération et la coordination entre les marchés des contrats.

⁵⁸ Release no. 34-50700.

⁵⁹ À cet égard, la NASD et le NYSE Group ont annoncé le 28 novembre 2006 la signature d'une lettre d'intention en vue de consolider les activités de réglementation de leurs membres au sein d'un nouvel OAR qui sera l'autorité de réglementation du secteur privé pour tous les courtiers en valeurs exerçant leur activité au États-Unis. Ce plan vise à augmenter l'efficacité et la cohérence de la supervision du secteur des valeurs mobilières.

- à leurs membres, par exemple, aux fins de la surveillance intermarchés ou de la coordination des inspections chez les membres.
- b) Les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient augmenter la transparence de leurs rôles et responsabilités pour le public, notamment en publiant toutes ententes et tous protocoles d'entente énonçant les rôles qu'ils jouent sur le plan de la réglementation et les processus visant à éviter les chevauchements, les contradictions et les lacunes.
 - c) Les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient réviser leurs règles, règlements et politiques afin de s'assurer qu'ils sont clairs et faciles à comprendre, que les règles désuètes soient supprimées et que les obligations soient simplifiées afin de favoriser la conformité des membres et participants.
 - d) Les OAR et, le cas échéant, les entités d'infrastructure de marché devrait collaborer plus étroitement sur les questions de fond et les modes de réglementation de manière à réduire au minimum les lacunes, les chevauchements et les contradictions, à aborder des questions opérationnelles qui les concernent tous (par exemple les modes de réglementation axés sur le risque ou les procédures de sélection des maisons de courtage pour l'inspection chez les membres) et les pratiques exemplaires connexes, et à élaborer des solutions de réglementation économiques en vue de réaliser des objectifs communs.

B. Le rôle de supervision du FCPE sur l'ACCOVAM

1. Chevauchement entre le FCPE et l'ACCOVAM

Il existe depuis longtemps un certain chevauchement entre les fonctions de l'ACCOVAM et celles du FCPE. Plus précisément, l'ACCOVAM impose des règles de prudence à ses membres, et tant l'ACCOVAM que le FCPE veillent à ce qu'ils les respectent. En outre, les deux entités procèdent à l'inspection des membres, de leur capital et de son calcul, ainsi que de leurs rapports financiers mensuels et annuels.

L'examen des propositions présentées par l'ACCOVAM fait également l'objet de chevauchements. Le FCPE examine toutes les règles de prudence proposées par l'ACCOVAM afin d'évaluer leur incidence sur les membres de l'ACCOVAM et sur les risques auxquels s'expose le fonds, ainsi que d'évaluer toutes questions liées à la mise en œuvre. Toutefois, les ACVM examinent également les règles proposées par l'ACCOVAM afin d'établir si elles sont dans l'intérêt public en évaluant, entre autres, si elles pourraient mener à l'imposition d'un fardeau réglementaire inutile aux maisons de courtage ou si elles limitent la concurrence de façon injustifiée.

2. Solution proposée par le secteur

Pour résoudre les problèmes causés par ces chevauchements, l'ACCOVAM et le FCPE ont mis sur pied un comité de travail conjoint qui s'est réuni en janvier 2006 pour examiner et approuver sur le principe une proposition visant à éliminer les chevauchements sur le plan de la réglementation et de la supervision. La proposition traitait des chevauchements dans plusieurs domaines, dont les inspections chez les membres de l'ACCOVAM et l'examen des projets de règles. Elle vise à améliorer la coordination, notamment en ce qui concerne les démarches axées sur le risque. Elle a été

approuvée par le conseil d'administration de l'ACCOVAM et celui du FCPE et examinée par le comité du projet. Les deux entités modifient actuellement les documents pertinents pour tenir compte de cette proposition et demanderont officiellement aux ACVM de l'étudier pour que les commissions de valeurs mobilières donnent leur approbation. Le comité du projet est d'avis que cette proposition réduira les chevauchements à l'égard de la supervision des fonctions de conformité financière et d'établissement de politiques de l'ACCOVAM.

Recommandation

Le comité du projet appuie la proposition faite par le conseil d'administration du FCPE et celui de l'ACCOVAM. Une fois que les deux entités auront finalisé leur proposition, elles devraient la présenter aux commissions de valeurs mobilières compétentes pour approbation et mise en œuvre de modifications corrélatives du protocole d'entente intervenu entre le FCPE et les ACVM, du protocole d'entente sur la supervision de l'ACCOVAM, des décisions d'approbation du FCPE et des décisions de reconnaissance de l'ACCOVAM, ainsi que des statuts pertinents⁶⁰.

C. *Regroupement des OAR*

Dans le cadre des réunions avec les OAR et les entités d'infrastructure de marché qui se sont déroulées de février à décembre 2005, on a fait remarquer qu'une façon de remédier aux inefficiences causées par la multiplicité des OAR consisterait à fusionner l'ACCOVAM, la MFDA et SRM. Certains participants partageaient leurs vues concernant les avantages d'une fusion⁶¹. Ces vues étaient notamment les suivantes :

- a) le regroupement permettrait la rationalisation du régime de réglementation et améliorerait l'efficacité de la réglementation;
- b) une fusion entre l'ACCOVAM et SRM se traduirait par une réglementation plus efficace car la réglementation des membres et des marchés serait assurée par un seul OAR;
- c) certains problèmes de fragmentation de la réglementation seraient réglés;
- d) les coûts de conformité des maisons de courtage seraient réduits car elles traiteraient avec moins d'OAR;
- e) il existerait davantage de possibilités de perfectionnement des employés dans le cadre d'une organisation de plus grande envergure et plus diversifiée;
- f) il y aurait moins de confusion car les maisons de courtage et les investisseurs traiteraient avec un seul OAR;
- g) les ACVM exerceraient moins d'activités de supervision.

⁶⁰ En date du présent rapport, l'ACCOVAM a soumis aux ACVM des projets de modification des Statuts 21 et 41 et du formulaire 1 pour tenir compte des changements apportés au rôle de supervision du FCPE.

⁶¹ Le 26 avril 2006, le conseil d'administration de l'ACCOVAM et celui de SRM ont annoncé l'approbation de principe d'une proposition de fusion. Les deux OAR ont établi un comité de direction conjoint qui collaborera étroitement avec les ACVM et les intervenants des marchés financiers en vue d'élaborer un projet détaillé de mise en œuvre de la fusion qui sera assujéti à l'approbation des membres de l'ACCOVAM, des actionnaires de SRM et des ACVM.

Toutefois, les participants aux réunions ont indiqué que tout avantage associé à une fusion devrait être soigneusement pondéré en fonction des coûts avant qu'une décision ne soit prise.

Plusieurs questions soulevées par une fusion ont aussi été abordées dans le cadre des réunions. Il s'agissait notamment des questions suivantes :

- a) des difficultés surviendraient dans le regroupement d'OAR dotés de structures de réglementation, de processus d'approbation, de structures de gouvernance et de cultures différents;
- b) il y aurait certaines difficultés à parvenir à une entente sur la structure de gouvernance pertinente pour l'OAR regroupé, prévoyant des administrateurs ayant des compétences et une expertise adéquates dans tous les domaines de réglementation et garantissant une représentation sectorielle appropriée;
- c) il y aurait des interruptions éventuelles dans les activités des OAR et une incidence défavorable éventuelle sur le moral du personnel;
- d) certaines difficultés se présenteraient afin d'établir la priorité des questions que doit traiter un OAR qui représente des membres ayant des activités et des cultures différentes (par exemple des courtiers en placement et des courtiers en épargne collective);
- e) certaines difficultés se présenteraient pour maintenir l'attention sur les questions d'intégrité du marché chez un OAR qui régleme également les activités des courtiers et peut se concentrer davantage sur les questions qui touchent ces derniers;
- f) un OAR fusionné pourrait ne pas être aussi proche du marché, ne coûterait vraisemblablement pas beaucoup moins cher et pourrait décourager le perfectionnement et la fidélisation du personnel doté de l'expertise nécessaire;
- g) une fusion pourrait ne pas être appropriée parce que les marchés sont de plus en plus complexes, ce qui signifie que la spécialisation des OAR peut être nécessaire pour assurer une réglementation efficace et efficiente.

Une autre possibilité de fusion a été abordée dans le cadre des rencontres : le regroupement des deux fonds d'indemnisation principaux qui existent présentement au Canada, soit le FCPE (pour le secteur des courtiers en placement) et l'Investor Protection Corporation (IPC) de la MFDA (pour le secteur des organismes de placement collectif). Une fusion entre ces fonds serait à l'avantage de tous car elle réduirait la confusion concernant la protection dont bénéficient différents investisseurs, il existerait des efficiences au sein de l'entité fusionnée et les membres de la MFDA et de l'ACCOVAM auraient la possibilité de regrouper leurs fonctions administratives et ainsi augmenter les efficiences.

Recommandation

Les ACVM devraient évaluer toute proposition de fusion pour déterminer si elle est conforme à l'intérêt public. La fusion ne devrait pas se traduire par une diminution de la performance de la fonction de réglementation des entités fusionnées.

Les critères d'évaluation seraient notamment les suivants :

1. L'entité fusionnée serait en mesure d'exécuter les fonctions de réglementation qui lui incomberaient au moins aussi efficacement que les entités individuelles et d'assurer une prestation de services appropriée et continue dans les régions et les marchés touchés?
2. La gouvernance de l'entité fusionnée permettrait-elle d'assurer une gestion et une supervision efficaces, de maintenir l'indépendance et de régler les conflits d'intérêts, tout en représentant également les membres ou les participants?
3. L'incidence sur les coûts pour le secteur, y compris les frais et les droits, aurait-elle été évaluée par rapport aux avantages escomptés?
4. L'entité fusionnée disposerait-elle d'un personnel doté de compétences suffisantes pour traiter les problématiques qui surviendront dans des domaines variés?
5. L'incidence d'une fusion sur les ententes de service actuelles, par exemple les services fournis par un OAR à une autre entité réglementée et l'impartition des fonctions de réglementation de l'OAR à des tiers, aurait-elle été évaluée?
6. Y aurait-il une reddition de comptes régionale?
7. La fusion nuirait-elle à la concurrence ou à la structure du marché?

Dans le cadre de toute proposition, les entités devraient prendre les mesures suivantes :

1. évaluer les avantages escomptés de la fusion par rapport aux coûts prévus;
2. expliquer en quoi la fusion est dans l'intérêt public en tenant compte des critères d'évaluation ci-dessus et de tout autre critère pertinent.

IV. POUR UNE SUPERVISION EFFICACE PAR LES ACVM

A. Amélioration du mode de supervision actuel

1. Mode de supervision actuel

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché exercent des fonctions importantes pour les marchés des capitaux. Il est nécessaire de les surveiller pour vérifier qu'ils s'acquittent de leur obligation de reddition de comptes et de leur mandat d'intérêt public.

La supervision des OAR et des entités d'infrastructure de marché qui exercent leurs activités dans plusieurs territoires incombe à plusieurs autorités de réglementation. Pour réduire l'inefficience qui découle de la participation de plusieurs autorités de réglementation, les ACVM ont élaboré des protocoles d'entente⁶² et des processus informels⁶³ en vue de coordonner la supervision.

Un comité de supervision composé de membres du personnel des ACVM a été mis sur pied pour surveiller l'ensemble des OAR. Des sous-comités ont été créés pour la supervision de l'ACCOVAM, de la MFDA et de SRM. Un autre comité, le comité de

⁶² Voir la note 22.

⁶³ En règle générale, le personnel des autorités de reconnaissance coordonnent leurs efforts pour inspecter les entités ou formuler des recommandations sur des questions concernant les entités qui ne sont visées par aucun protocole d'entente.

supervision des bourses et des structures de marché, a été créé pour traiter les questions liées à la supervision des bourses et à la structure des marchés. Les comités chargés de la supervision de l'ACCOVAM, de la MFDA et de SRM sont composés de membres du personnel de chaque autorité de reconnaissance responsable de la supervision de l'OAR visé. Chacun de ces trois comités vise à offrir un point de contact unique aux OAR qui auraient des questions à soulever ou des commentaires à formuler. Les membres des comités participent à des conférences téléphoniques tous les trimestres et tiennent des réunions en personne une fois l'an pour discuter de certaines questions et partager de l'information sur la supervision dans le but de repérer et de corriger les pratiques incohérentes ou inefficaces dans le traitement des questions de supervision ou des questions réglementaires s'y rapportant. En outre, les membres du personnel des autorités de reconnaissance de l'ACCOVAM, de la MFDA et de SRM coordonnent leur examen des projets de règles des OAR, les inspections et l'examen des rapports de leurs OAR respectifs (notamment les rapports périodiques). Les membres du comité de supervision des bourses et des structures de marché tiennent des réunions annuelles en personne et des conférences téléphoniques ponctuelles pour traiter des questions qui nécessitent une coordination (telles que les questions touchant à la fois la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX).

2. *Coordination des inspections*

Les membres du personnel des autorités de reconnaissance de l'ACCOVAM, de la MFDA et de SRM coordonnent les inspections de la façon suivante :

- en mettant sur pied un plan de supervision commun;
- en évaluant chacun des bureaux de l'OAR en fonction du plan commun;
- en remédiant aux incohérences entre les recommandations à l'égard de lacunes communes;
- en effectuant l'inspection à chacun des bureaux de l'OAR séparément, mais en visant à publier leur rapport en même temps.

Les inspections des entités selon le régime de l'autorité responsable sont menés par l'autorité responsable. Le protocole d'entente sur la supervision des bourses exige que l'autorité responsable (appelée « autorité principale » dans le protocole) communique les résultats aux autorités de dispense.

3. *Examen et approbation des règles*

Pour coordonner leur examen et leur approbation des projets de règles, les autorités de reconnaissance de l'ACCOVAM, de la MFDA et de SRM ont élaboré des protocoles conjoints s'appliquant à chacun des OAR. La supervision de ces OAR est effectuée sous le régime de l'autorité principale, selon lequel l'autorité principale recueille tous les commentaires des autres autorités de reconnaissance et les communique à l'OAR. Ce processus de coordination exige de l'autorité principale qu'elle s'efforce de remédier à toute incohérence dans les commentaires et recommandations reçus à l'égard du projet. Il comporte également un mécanisme permettant au personnel de transmettre les avis divergents aux présidents des autorités en valeurs mobilières pour qu'ils tranchent les questions non résolues. Conformément au régime de l'autorité principale, certaines autorités de reconnaissance dont le personnel est limité peuvent s'en remettre entièrement

à l'autorité principale. Ces autorités de reconnaissance ne commentent ni n'approuvent les projets de règles des OAR.

Dans le cas des entités d'infrastructure de marché visées par le régime de l'autorité responsable (par exemple, la Bourse de Montréal, le CNQ, la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX), toutes les autorités de dispense s'en remettent à l'autorité responsable pour l'examen et l'approbation des projets de règle. Elles n'exigent pas que ces entités demandent leur approbation, mais peuvent faire part de leurs commentaires sur des questions importantes à l'autorité responsable.

4. Problématiques et solutions relatives aux processus de supervision

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché ont reconnu que les efforts de coordination déployés ont porté fruit à certains égards, mais ont néanmoins fait remarquer que certaines inefficiences subsistent, par exemple :

- 1) les délais requis pour résoudre les questions soulevées par différentes autorités de réglementation sur les projets de règle et les inspections;
- 2) les chevauchements de fonctions dans le processus de supervision;
- 3) les inspections parfois trop détaillées;
- 4) les divergences d'opinions ou l'orientation des autorités en valeurs mobilières sur la réglementation.

Les entités réglementées sous le régime de l'autorité responsable estiment que le régime a simplifié le processus de supervision et réduit les inefficiences découlant de la participation de plusieurs autorités de réglementation. Au cours des réunions, on a fait remarquer que, même s'il est encore possible de l'améliorer, le modèle de l'autorité responsable fonctionne bien, car il permet aux autorités de réglementation de devenir les spécialistes d'un OAR donné et de réduire les délais de traitement des demandes d'approbation des projets de règles. Un OAR dont la supervision est fondée sur le régime de l'autorité principale, pense également que le régime de l'autorité responsable peut présenter des avantages. Un autre a souligné que le régime de l'autorité principale a pour inconvénient de compliquer la résolution des questions soulevées en raison de la coordination entre les autorités participantes et des efforts de celles-ci pour regrouper leurs commentaires auprès de l'autorité principale, car il est alors difficile de savoir de quelle autorité de réglementation ils émanent.

La plupart des membres des ACVM qui participent à la supervision ne croient pas que le régime de l'autorité responsable convienne à l'ACCOVAM, à la MFDA ou à SRM. À leur avis, en raison de la délégation par les autorités de reconnaissance de certaines fonctions de réglementation à ces OAR et de l'importance des fonctions remplies par les OAR dans leur territoire en général (où, pour s'inscrire dans les principales catégories, comme courtier en valeurs ou courtier en épargne collective, il faut devenir membre d'un OAR), les autorités de réglementation doivent continuer d'exercer une supervision au lieu de s'en remettre entièrement à une autre autorité. Les membres du comité du projet ont convenu que, si le régime de l'autorité principale était utilisé, il faudrait apporter d'autres améliorations en réponse aux réserves légitimes exprimées par les OAR.

Nous avons discuté de la possibilité de mettre sur pied un régime de supervision concertée. Ce régime reposerait sur des principes semblables à ceux énoncés dans l'*Avis 12-201 relatif au régime d'examen concerté des demandes de dispense*. Il ne serait pas très différent du régime actuel de l'autorité principale, mais viendrait simplifier la supervision en exigeant que les autorités de reconnaissance ne soulèvent que des questions importantes touchant les documents déposés et les demandes qui doivent faire l'objet d'une décision (par exemple, l'approbation d'un projet de règle ou de modification à une décision de reconnaissance) et en imposant des délais stricts.

Les principes du régime de supervision concertée seraient les suivants :

1. les autorités autres que l'autorité principale ne soulèveraient que des questions importantes dans les délais prévus (par exemple, dix jours ouvrables) et expliqueraient pourquoi ces questions sont importantes; les questions importantes seraient celles qui, selon les autorités autres que l'autorité principale, seraient contraires à la décision de reconnaissance ou à l'intérêt public si elles n'étaient pas résolues; le personnel de l'autorité principale tiendrait compte des questions importantes soulevées par les autres autorités de reconnaissances dans sa recommandation d'approuver ou non la demande;
2. les OAR ne traiteraient qu'avec l'autorité principale en ce qui a trait à leur demande et à toute question importante;
3. l'autorité principale communiquerait sa décision à l'égard de la demande de l'OAR aux autorités autres que l'autorité principale; ces dernières disposeraient d'un délai limité pour accueillir favorablement la décision ou pour demander à ce qu'elle soit examinée par les présidents ou vice-présidents si elles s'y opposent;
4. les membres des comités de supervision des ACVM participeraient à des conférences téléphoniques chaque trimestre et à des réunions annuelles en personne pour avoir l'occasion de soulever des questions et de partager de l'information sur les OAR et la supervision.

Pour que le personnel de chaque autorité de reconnaissance conserve son expertise sur son OAR, la fonction d'autorité principale pourrait être remplie à tour de rôle par les autorités de reconnaissance. La rotation pourrait s'effectuer en fonction des critères suivants :

- la rotation devrait réduire au minimum les interruptions dans les relations entre les OAR et l'autorité principale;
- la rotation devrait être simple et bien comprise des OAR;
- la durée du mandat devrait permettre à l'autorité de reconnaissance de se spécialiser dans la supervision des OAR.

Nous avons également examiné la possibilité de faire la rotation du rôle d'autorité principale selon le type d'activités (c'est-à-dire les inspections ou les examens des règles).

Un mandat de cinq ans pourrait être approprié, car cette période est assez longue, d'une part, pour réduire au minimum les interruptions découlant du changement d'autorité principale et, d'autre part, pour permettre à l'autorité de reconnaissance qui remplit ce rôle de se spécialiser. Les autorités de reconnaissance dont le personnel est limité pourraient choisir de s'en remettre aux autres autorités pour les inspections et de ne pas remplir le rôle d'autorité principale. En outre, les autorités pourraient décider au cas par cas de s'en remettre entièrement à l'autorité principale.

Les parties suivantes du présent document exposent les questions soulevées par les entités à propos du processus de supervision actuel, notamment :

- les inspections;
- le processus d'examen des règles;
- les orientations des autorités en valeurs mobilières en matière de réglementation et d'interprétation des politiques;
- le partage des responsabilités entre les OAR ou les entités d'infrastructure de marché et les autorités de réglementation;
- la transparence de notre supervision.

Nous proposons également pour discussion des solutions à ces questions et formulons des recommandations précises, le cas échéant.

B. Inspections

1. Nature des inspections

L'inspection est un outil important dans la supervision efficace des OAR, puisqu'il donne aux autorités de réglementation l'occasion de visiter l'établissement commercial des entités qu'elles surveillent, de rencontrer les membres de leur personnel, de leur poser des questions, d'écouter leurs opinions et préoccupations et d'examiner leurs dossiers. Les résultats de cette inspection sont présentés dans un rapport qui sert ensuite de document de travail à la direction de l'entité réglementée, car il constitue un compte rendu des constatations portées à l'attention de la direction.

L'inspection a toutefois ses limites : elle ne couvre pas tous les secteurs d'activités ni tous les risques propres aux entités visées. Même si le personnel chargé de l'inspection s'efforce de bien comprendre leurs activités, il examine le rendement des OAR et des entités d'infrastructure de marché et la manière dont ils s'acquittent de leurs obligations réglementaires en se fondant principalement sur les modalités de reconnaissance.

Les OAR et les entités d'infrastructure de marché ont exprimé des réserves à l'égard de l'inspection. Ils ont fait remarquer qu'elle avait tendance à porter davantage sur l'analyse détaillée des dossiers que sur la vérification de l'atteinte des objectifs réglementaires. Ils ont proposé que les autorités de réglementation évaluent plutôt la manière dont les entités répondent aux normes de rendement les plus strictes. Ils ont recommandé de formuler les critères ou les points de référence servant à les évaluer et de les leur communiquer afin de préciser les attentes des autorités de réglementation.

La nature des inspections devrait suivre le développement de l'autoréglementation et de la supervision exercée par les autorités de réglementation. Nous convenons que les ACVM devraient établir des critères quantitatifs et qualitatifs de haut niveau qui soient clairs aux fins de l'évaluation du rendement. Ces critères doivent être objectifs et significatifs. Il s'agit d'un défi de taille, mais nous estimons que l'adoption de telles mesures du rendement pourrait améliorer la supervision. En fait, l'ACCOVAM travaille actuellement avec un consultant à l'élaboration de points de référence qualitatifs pour évaluer son rendement. Nous comptons qu'ils nous communiqueront les conclusions de ces travaux.

Une autre façon d'améliorer la supervision et de remédier aux limites de l'inspection consiste à perfectionner les autres outils de supervision à notre disposition ainsi que leur utilisation. Par exemple, bien que certains OAR fassent leur autoévaluation chaque année et la déposent auprès de leur autorité de reconnaissance, les renseignements qu'elle contient sont de peu d'utilité, étant donné que l'accent est souvent mis sur les activités au lieu des résultats. Bien qu'il y ait une évaluation limitée de l'adéquation des processus et procédures des OAR, il n'y a pas d'évaluation, en fonction de critères qualitatifs, de l'efficacité avec laquelle les OAR respectent leur mandat réglementaire en général ni des décisions de reconnaissance en particulier. De même, les autoévaluations ne font pas état de la façon dont les OAR ont atteint leurs propres objectifs stratégiques ni ne présentent les tendances importantes d'une année à l'autre.

Le comité du projet est d'avis que, si elle était améliorée, l'information présentée dans les autoévaluations compléterait les inspections et aiderait les autorités de réglementation à se faire une idée claire et complète de l'efficacité et de l'efficacités des OAR et des entités d'infrastructure de marché. Ces autoévaluations leur fourniraient également davantage de renseignements utiles pour améliorer la nature des inspections et s'assurer que l'accent y est mis sur les secteurs d'activités prioritaires et à haut risque.

Recommandations

- a) Les ACVM, les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient mettre sur pied un groupe de travail pour examiner les normes de haut niveau décrites au début de la partie II du présent document et élaborer des critères qualitatifs et quantitatifs ou des points de référence pour évaluer les OAR et les entités d'infrastructure de marché en fonction de ces normes, et pour évaluer la supervision exercée par les ACVM. Ils retiendraient les services d'un facilitateur ou d'un consultant pour les aider à veiller à ce que ces critères soient significatifs et objectifs. Les critères dont les OAR et les entités d'infrastructure de marché sont déjà pourvus devraient être pris en compte.
- b) Ces critères serviront à évaluer les OAR et les entités d'infrastructure de marché dans le cadre des inspections et à affecter les ressources des ACVM en priorité aux éléments à haut risque des entités qu'elles surveillent. Les critères devraient leur être communiqués de façon claire et à l'avance.
- c) La pertinence des normes de haut niveau susmentionnées devrait être révisée périodiquement en fonction des résultats des inspections.
- d) Les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient évaluer et documenter de

façon plus significative leur efficacité et leur efficacité à atteindre leurs objectifs stratégiques, à s'acquitter de leur mandat réglementaire et à respecter les normes de haut niveau et critères applicables.

- e) L'information incluse dans l'autoévaluation améliorée devrait être utilisée par les ACVM, en plus des inspections, pour évaluer le rendement global des entités qu'elles surveillent et déterminer si le degré de confiance faite aux OAR et aux entités d'infrastructure de marché ainsi que l'étendue et la nature de cette supervision sont toujours appropriés.

2. *Déroulement des inspections*

Même si les inspections sont actuellement coordonnées de la façon susmentionnée, certaines entités sont d'avis que les autorités de reconnaissance peuvent en améliorer le processus. La préoccupation la plus importante à avoir été mentionnée concerne les différentes méthodes adoptées par les autorités de réglementation dans le cadre de leur inspection. Les OAR et entités d'infrastructure de marché ont fait remarquer que ces méthodes devraient être uniformes en ce qui a trait, par exemple, à l'étendue de l'inspection et, comme il est exposé ci-après, à la publication des rapports. La nature et l'étendue de l'inspection devraient être uniformes dans les cas où les politiques, processus et structures d'entités apparentées (comme la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX) sont identiques. D'autres entités ont souligné que des autorités en valeurs mobilières avaient recommandé des solutions différentes pour remédier aux mêmes lacunes. Un OAR estime que les autorités de réglementation pourraient publier un seul rapport d'inspection afin d'éviter les recommandations contradictoires.

Pour améliorer la cohérence, une solution consisterait à faire en sorte que le personnel des différentes autorités de reconnaissance travaille en équipe dans le cadre des inspections. Cette façon de procéder nécessiterait ce qui suit :

- les équipes mixtes effectueraient une inspection dans chacun des bureaux des diverses sections des OAR ou des entités d'infrastructure de marché;
- chaque équipe évaluerait chacun des bureaux des diverses sections en suivant le même programme et la même méthode d'inspection;
- toutes les équipes s'entendraient sur les recommandations à formuler à l'égard des lacunes observées.

Ces équipes mixtes ont pour avantage de permettre aux membres de l'équipe relevant des différents membres des ACVM de mieux comprendre les préoccupations et objectifs de chacun (qui devraient être conformes à ceux de leur autorité en valeurs mobilières respective) et de s'entendre sur une démarche uniforme qui réponde aux préoccupations de tous. Cette façon de procéder a aussi pour avantage de réduire les incohérences. Elle comporte néanmoins certains désavantages, dont les suivants :

- on ne pourrait éliminer toute probabilité d'incohérence, car, en raison de l'existence de plusieurs autorités de réglementation, les opinions et priorités différeront et pourraient parfois être contradictoires; le processus pourrait donc encore être retardé par la nécessité de régler les questions soulevées par les

- différentes autorités de réglementation et de mettre en place un mécanisme de règlement des conflits;
- cette approche obligerait le personnel des différentes autorités de réglementation à se rendre dans les autres territoires, ce qui ferait augmenter les coûts et les délais nécessaires à l'inspection, et certains membres du personnel pourraient ne pas avoir la possibilité de s'y rendre pendant de longues périodes;
 - les diverses autorités de reconnaissance ont des positions différentes en ce qui concerne la publication des rapports d'inspection; par conséquent, elles ne seraient pas en mesure de remettre un rapport unique; la formation d'équipes mixtes pourrait compliquer le processus de publication des rapports d'inspection des différentes sections.

Nous sommes d'avis que les membres des ACVM devraient continuer de s'appliquer à améliorer la coordination des inspections afin de remédier aux lacunes soulevées par les entités qu'elles surveillent. Même si l'option des équipes mixtes présente des désavantages, nous estimons qu'elle peut servir de point de départ à une réflexion sur d'autres façons d'améliorer la coordination.

C. Examen des projets de règles des OAR

1. Rapidité et niveau de détail de l'examen des projets de règles des OAR

Comme il est mentionné ci-dessus, les autorités de reconnaissance coordonnent entre elles l'examen et l'approbation des projets de règles des OAR suivants : l'ACCOVAM⁶⁴, la MFDA⁶⁵ et SRM.⁶⁶ Dans le cas des bourses, l'autorité responsable examine et approuve les projets de règles et de règlements de ces entités⁶⁷. Dernièrement, la CVMO a également mis en place un protocole d'examen et d'approbation des règles de la CDS⁶⁸.

Malgré les efforts de coordination déployés, la plupart des entités qui ont participé au projet des ACVM sur la supervision des OAR se sont dit préoccupées du degré élevé de détail et des retards pris par les ACVM dans l'examen et l'approbation de leurs projets de règles. C'est le cas plus particulièrement des bourses et de SRM, qui ont souligné qu'un long processus examen et d'approbation des règles (tant pour les règles des bourses que pour les RUIM) nuirait à l'intégrité de leurs marchés, ce qui pourrait être préjudiciable pour le public et pour la réputation des marchés. Certains participants aux rencontres

⁶⁴ Le protocole d'examen et d'approbation conjoints des règles applicable à l'ACCOVAM est énoncé dans le *Coordination of Oversight of the IDA by the CSA Plan* adopté en juin 2001.

⁶⁵ Le processus d'examen et d'approbation des règles de la MFDA est décrit dans un projet de protocole mis en place à titre expérimental. Le projet de protocole sera arrêté définitivement lorsque le projet sur la supervision des OAR aura été parachevé.

⁶⁶ Le protocole d'examen et d'approbation conjoints des règles applicable à SRM fait partie du *Protocole d'entente sur la supervision de Services de réglementation du marché inc.* conclu entre SRM et les autorités de reconnaissance et mis en œuvre en mai 2002.

⁶⁷ Le processus pour l'examen par la CVMO des projets de règles de la Bourse de Toronto est énoncé dans le *Protocol for Commission Oversight of Toronto Stock Exchange Rule Proposals* adopté en octobre 1997. En ce qui concerne la Bourse de Montréal, le processus d'examen des règles est énoncé dans la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*.

⁶⁸ En juillet 2005, la CVMO a modifié la décision de reconnaissance et de désignation de la CDS et a inclus un protocole d'examen et d'approbation des règles de la CDS.

étaient également d'avis que les processus ne devraient pas toucher aux décisions opérationnelles des bourses d'une façon qui pourrait réduire leur compétitivité à l'échelle internationale. D'autres entités partageaient les préoccupations exprimées au sujet des retards, mais elles ont reconnu que les projets de règles complexes nécessiteraient un examen long et détaillé.

En outre, en ce qui concerne certaines entités d'infrastructure de marché qui doivent modifier des règles pour apporter des modifications aux systèmes, le processus d'examen des règles doit tenir compte des dates de livraison strictes associées à ce genre de modifications. Les règles de ces entités peuvent aussi être très techniques et mettre à contribution les connaissances et l'expérience spécialisées du personnel des autorités en valeurs mobilières appelé à les examiner. Le personnel devrait donc participer au processus le plus tôt possible afin d'acquérir les connaissances nécessaires et réduire le temps requis pour l'examen et l'approbation des projets de règles. Une entité a souligné l'importance de maintenir la communication pour que les connaissances du personnel des commissions restent à jour.

Dans le cadre des rencontres, on a étudié la question de savoir si un processus de traitement accéléré serait souhaitable pour certaines règles. Selon une entité, les ACVM ne devraient pas nécessairement examiner et approuver tous les projets de règles et de règlements.

Bien que les retards soient parfois attribuables au temps supplémentaire requis pour coordonner l'examen des règles entre les autorités de reconnaissance sous le régime de l'autorité principale, les participants aux rencontres les attribuent également en partie au degré élevé de détail des examens des projets de règles effectués par le personnel des autorités en valeurs mobilières. Ils estiment que ces dernières devraient se fonder sur l'expertise et le processus d'élaboration des orientations des OAR et des entités d'infrastructure de marché. Une entité recommande l'adoption d'un processus dans lequel les ACVM n'interviendraient qu'exceptionnellement, et seulement dans les cas où l'entité n'aurait pas suivi la procédure établie.

2. La formule américaine

Aux États-Unis, le processus d'examen des règles par les autorités de réglementation est simplifié. Par exemple, le processus de la SEC comporte différents niveaux d'examen des projets de règles des OAR en fonction de leur nature. Sauf dans le cas décrit dans le paragraphe qui suit, tous les projets de règles et de règlements soumis par les OAR sont publiés⁶⁹ et approuvés dès la fin de la période de consultation, à moins que la SEC n'ait

⁶⁹ La règle 19(b)(1) de la Loi de 1934 exige des OAR qu'ils déposent toutes les nouvelles règles et tous les projets de règles auprès de la SEC. Dès le dépôt, la SEC doit publier aux fins de consultation des avis relatifs aux nouvelles règles ou projets en exposant la teneur et en décrivant les enjeux. La période de consultation est de 35 jours à compter de la date de publication de l'avis de dépôt (et peut être prolongée d'au plus 90 jours, au besoin).

entamé des procédures en vue d'établir si elle doit les refuser. Les délais prévus pour ces procédures sont stricts⁷⁰.

Certains projets de règles et de règlements que les OAR désignent comme étant de nature administrative⁷¹ n'ont pas besoin d'être publiés, sont approuvés par la SEC dès leur dépôt et peuvent être mis en œuvre sur-le-champ. La SEC peut abroger des règles mises en œuvre de cette façon dans un délai déterminé. En outre, des modifications au projet de règle peuvent être mises en vigueur de façon sommaire lorsque la SEC estime qu'une telle mesure est nécessaire à la protection des investisseurs, au maintien de marchés équitables et ordonnés, ou à la protection des titres ou des fonds.

En 1998, le bureau de l'inspecteur général de la SEC a vérifié le processus d'examen des règles des OAR de cette dernière pour en évaluer la pertinence⁷². Les résultats de la vérification ont démontré que, dans l'ensemble, le processus de la SEC est efficace et efficace. Les lacunes repérées avaient trait aux faits suivants : les retards pris par le personnel de la SEC dans l'examen et l'approbation⁷³; l'insuffisance de la documentation relative à l'examen et à l'approbation des règles; le manque de motifs écrits justifiant les retards pris dans l'examen des règles; et une tenue de registre déficiente pour les dépôts de règles. Le rapport recommandait d'améliorer la communication avec les OAR de manière à ce qu'ils comprennent clairement la procédure d'examen des règles.

Le processus de la CFTC pour l'examen et l'approbation des règles des marchés des contrats désignés (*designated contract markets*) et des chambres de compensation des dérivés inscrites (*registered derivatives clearing organizations*) est encore plus simplifié⁷⁴. Le processus, qui s'applique à toutes les règles de ces entités (dont les règles sur le fonctionnement et les conditions dont sont assortis les produits inscrits à la cote des bourses), sauf une exception⁷⁵, leur permet de prendre de nouvelles règles ou de modifier

⁷⁰ La règle 19(b)(2) de la Loi de 1934 exige que la SEC approuve le projet de modification avant la fin de la période de consultation ou qu'elle entame et conclut des procédures en vue d'établir si elle doit refuser le projet, dans les 180 jours suivant sa publication.

⁷¹ Les modifications de cette nature : i) constituent une politique ou une pratique déclarée en matière d'administration ou de mise en application d'une règle en vigueur d'un OAR, ou une interprétation du sens de celle-ci; ii) fixent ou modifient une cotisation, des frais ou d'autres charges imposées par l'OAR; ou iii) concernent seulement l'administration de l'OAR ou toute autre matière que la SEC est tenue de préciser par règlement.

⁷² Se reporter à l'Audit Report No. 272, intitulé *Commission Review of Self-Regulatory Organization Rules*, daté du 14 juillet 1998.

⁷³ Le rapport indique, cependant, que les plus anciens documents à avoir été déposés portaient sur des projets complexes ou controversés, ce qui avait donné lieu à des examens plus longs.

⁷⁴ Le processus de la CFTC est énoncé dans les règlements 38.4 et 40.6 de la CFTC. La demande d'approbation soumise par l'OAR doit comprendre : le texte de la règle, la date prévue de sa mise en œuvre et un bref exposé de toute opinion divergente sur le fond exprimée à l'OAR par son conseil, ses comité ou ses membres, dans le cas où aucun changement n'a été apporté à la règle à la suite de ces commentaires.

⁷⁵ Les seules règles ou modifications aux règles des marchés des contrats désignés qui ne peuvent pas être attestées par l'OAR même sont celles qui modifient de façon importante une modalité d'un contrat pour livraison à terme d'une marchandise agricole énumérée à l'article 1a(4) du *Commodity Exchange*

les règles en vigueur sans obtenir au préalable l'approbation de la CFTC⁷⁶, pourvu qu'elles attestent de la conformité des règles avec le *Commodity Exchange Act*. L'OAR doit déposer sa demande (accompagnée de son attestation) au plus tard à la fermeture des bureaux le jour ouvrable précédant la mise en œuvre du projet de règle. La CFTC peut suspendre l'application d'une règle mise en œuvre de la sorte lorsqu'elle estime que l'OAR a déposé une attestation fautive. L'OAR peut mettre en œuvre certaines règles ou modifications à des règles sans les déposer auprès de la CFTC, pourvu qu'il en avise cette dernière sur une base hebdomadaire, et peut mettre en œuvre d'autres règles sans lui fournir ni attestation ni avis.

Le manque de transparence de cette formule soulève certaines inquiétudes. Par exemple, un intervenant ayant formulé des commentaires à la CFTC dans le cadre de la consultation sur l'autoréglementation et les OAR a fait remarquer que les membres n'avaient pas l'occasion de commenter les règles des OAR avant que ceux-ci ne soient pris en raison de l'absence de consultation publique. Ce commentaire a été réitéré au cours d'une récente audience sur l'autoréglementation tenue par la CFTC le 15 février 2006. Toutefois, l'un des OAR présents à l'audience a indiqué que, puisqu'ils doivent suivre l'évolution rapide des marchés et être en mesure de prendre des règles rapidement, il ne serait guère commode d'ajouter une période de consultation après le dépôt du projet de règle auprès de la CFTC. Il a ajouté que les membres peuvent formuler des commentaires par l'entremise des comités dans le cadre du processus d'élaboration des règles.

3. *Attestation par les OAR et les entités d'infrastructure de marché canadiens*

Malgré les différences existant entre les protocoles d'examen des règles actuellement en vigueur pour les entités canadiennes, les membres du comité du projet ont observé que la plupart des OAR et des entités d'infrastructure de marché sont tenus d'indiquer dans leurs demandes si les projets sont importants par leur incidence sur les investisseurs ou les participants au marché. Par exemple, le protocole d'examen et d'approbation conjoints des règles de l'ACCOVAM exige de cette dernière qu'elle évalue si les projets de règles qu'elle soumet aux ACVM pour approbation sont d'intérêt public (dans le cas où le conseil de l'ACCOVAM estime qu'ils auront une incidence sur l'application de la législation en valeurs mobilières ou pourraient en avoir une sur les investisseurs, les émetteurs, les membres, les personnes inscrites ou les marchés des capitaux dans une province ou un territoire du Canada) ou d'ordre administratif (lorsqu'ils ne correspondent pas à la définition d'une règle d'intérêt public). De même, le protocole d'examen et d'approbation des règles de la Bourse de Toronto exige de celle-ci qu'elle classe ses projets de règles comme étant d'intérêt public ou non d'intérêt public. Les règles d'intérêt public sont celles qui, selon la Bourse de Toronto, touchent l'application de la législation en valeurs mobilières de l'Ontario ou ont une incidence importante, positive ou négative,

Act, ou d'une option sur un tel contrat ou une telle marchandise, pendant un mois de livraison où la position est ouverte.

⁷⁶ La règle 40.5 de la CFTC autorise les OAR à lui soumettre volontairement leurs règles pour examen et approbation. La CFTC doit réputer les règles approuvées 45 jours après réception, ou plus tard s'il est nécessaire de prolonger le délai.

sur les investisseurs du public, les sociétés inscrites à la cote ou non ou les personnes inscrites qui ne sont pas membres.

Dans la pratique, nous estimons que l'analyse fournie par les OAR et les entités d'infrastructure de marché à l'appui du classement des projets dans la catégorie des règles d'intérêt public ou d'ordre administratif est souvent insuffisante, peut-être en raison d'une incompréhension des critères de classification. Les entités qui souhaitent que les ACVM réduisent le niveau de détail des examens des projets de règles devront faire davantage attention à ce point à l'avenir.

En outre, nous estimons que le processus d'examen et d'approbation des règles par les ACVM devrait être simplifié, mais demeurer transparent et autoriser le public à examiner les règles et à les commenter. Si les ACVM adoptent un régime de supervision concertée, le processus d'examen des règles intégrerait les principes à la base de ce modèle.

Recommandations

1. Les ACVM, les OAR et les entités d'infrastructure de marché devraient convenir des critères d'évaluation de ce qui est « important » en procédant de la façon suivante :
 - a) les ACVM devraient énoncer leurs attentes sur la manière dont les OAR et les entités d'infrastructure de marché évalueraient et attesteraient l'importance des projets de nouvelles règles ou de modification de règles existantes;
 - b) les critères d'évaluation de l'importance devraient tenir compte du fait que le projet touche ou non à l'application de la législation en valeurs mobilières ou pourrait avoir une incidence notable (favorable ou défavorable) sur les investisseurs, les membres de l'OAR ou d'autres participants au marché.
2. Une fois ces critères établis, les ACVM devraient revoir les processus d'examen des règles des OAR et des entités d'infrastructure de marché pour améliorer la coordination des commentaires de fond des membres des ACVM et la transparence des processus d'examen des règles, comme suit :
 - a) les entités seraient tenues d'évaluer et d'attester si les projets de nouvelles règles ou de modification de règles existantes sont « importants » ou non en fonction des critères établis;
 - b) elles seraient tenues de publier *pour consultation*, pendant une période d'au moins 30 jours, tous les projets de règles, importants ou non (sauf ceux d'ordre purement administratif, auxquels s'appliquerait le processus décrit au point c) ci-dessous) et de traiter les commentaires reçus du public;
 - c) les entités publieraient, à titre informatif seulement et sans consultation préalable du public, les règles d'ordre purement administratif relatives notamment à la correction des fautes d'orthographe, de ponctuation ou de grammaire, ou les erreurs typographiques, de renvois ou de mise en forme (la fréquence de publication serait déterminée par les OAR ou les entités d'infrastructure de marché et l'avis adressé au public indiquerait que les modifications sont de nature purement administratives et que l'approbation des ACVM n'est pas requise);
 - d) en général, les ACVM se fieraient à la classification des projets de règles établie

par les OAR ou les entités d'infrastructure de marché, mais elles pourraient s'opposer à la classification de projets de règles dans la catégorie « non important » avant la fin de la période de consultation, si elles estimaient qu'ils sont importants;

- e) les projets de règles importants seraient alors soumis à l'examen normal et le personnel des ACVM ne ferait des commentaires que sur le fond, pourvu que les projets de règles soumis par les OAR ou les entités d'infrastructure de marché en vue de l'approbation soient complets et étayés par une analyse pertinente, notamment par une analyse de leur incidence sur l'intérêt public;
- f) les projets de règles qui ne sont pas importants et ne touchent pas l'administration seraient réputés approuvés à la fin de la période de consultation;
- g) les règles d'ordre purement administratif ne seraient pas soumises à l'approbation des ACVM⁷⁷;
- h) la procédure et les critères d'élaboration des règles des OAR et des entités d'infrastructure de marché, ainsi que leur classification, seraient évalués périodiquement dans le cadre du processus de supervision;
- i) les OAR et les entités d'infrastructure de marché joindraient une analyse appropriée à leurs projets de règles.

D. Incompatibilité des modes d'application et d'interprétation de la réglementation

Dans le cadre des rencontres, nous avons discuté des cas où les modes d'application de la réglementation des diverses autorités en valeurs mobilières ne concordaient pas en raison d'obligations différentes. Par exemple, en ce qui concerne le placement de titres dispensés, la CVMO et la Securities Commission of Newfoundland and Labrador exigent l'inscription à titre de courtier sur le marché des valeurs dispensées, la BCSC impose une obligation de diligence raisonnable et l'ASC rend des ordonnances selon le produit visé. Il existe parfois différentes interprétations de la même règle. Par exemple, certaines autorités en valeurs mobilières considèrent que les droits sur un terrain sont des titres et d'autres non, même si la définition du terme « titre » donnée dans leur législation respective est similaire. En raison de ces écarts, les courtiers qui exercent leurs activités dans plusieurs territoires éprouvent des difficultés à se conformer aux obligations réglementaires. Le dialogue et la coordination entre les autorités en valeurs mobilières sont donc nécessaires pour remédier à ces incohérences.

Recommandations

- a) Les autorités en valeurs mobilières devraient accroître leurs efforts de communication et de coordination pour éliminer le plus possible les incohérences dans la législation et dans son interprétation. Par exemple, elles pourraient tenir des discussions suivies sur les problèmes nouveaux ou les nouveaux produits et sur les moyens de les réglementer.
- b) Les autorités de reconnaissance devraient inviter les OAR et les entités d'infrastructure de marché à rencontrer leurs commissaires (ou, dans le cas de

⁷⁷ L'Autorité des marchés financiers fait remarquer qu'au Québec, il serait nécessaire d'apporter des modifications à la législation pour mettre en œuvre ce nouveau processus.

l'Autorité des marchés financiers, leur équivalent) tous les ans pour discuter et échanger leurs points de vue sur des questions réglementaires.

E. Manque de critères précis sur le partage des responsabilités

Au cours des réunions, nous avons demandé aux participants s'ils croyaient que leurs activités de réglementation et celles des ACVM se chevauchaient. Les commentaires recueillis portaient sur les fonctions de mise en application de la réglementation. Certains OAR ont indiqué qu'ils s'inquiétaient de la confusion entourant les rôles respectifs de chacun et des différences de vues à cet égard dans des champs de compétence communs particulièrement en ce qui a trait aux mesures d'application. Il n'existe pas de critères précis servant à établir à qui il incombe de prendre des mesures d'application en premier lieu lorsqu'il y a chevauchement de compétence entre l'OAR et ses autorités de reconnaissance. Nous convenons que les rôles doivent être mieux définis en ce qui concerne les mesures d'application.

Recommandation

Les ACVM et les OAR devraient établir des critères pour décider des mesures d'application de la réglementation qui incombent aux autorités en valeurs mobilières et de celles dont les OAR se chargeraient avec leur aide, au besoin. Ces critères leur serviraient à se répartir les dossiers devant faire l'objet d'une enquête et à établir les modalités de renvoi des dossiers entre eux.

F. Transparence des activités de supervision

Ces dernières années, des autorités de reconnaissance ont commencé à faire preuve de plus de transparence dans certaines de leurs activités de supervision en publiant intégralement les rapports d'inspection des OAR et les réponses de ceux-ci. Elles visaient ainsi à répondre de façon pratique aux demandes de consultation des rapports d'inspection des OAR faites en vertu de la *Loi sur l'accès à l'information et la protection de la vie privée*.

La publication des rapports n'est toutefois pas uniforme dans tous les territoires. Par exemple, la BCSC et l'ASC publient intégralement les rapports d'inspection des activités de supervision de tous les OAR qu'elles inspectent. La CVMO, qui a toujours préservé la confidentialité des rapport d'inspection, songe à les publier. L'Autorité des marchés financiers et la Nova Scotia Securities Commission ne publient pas les rapports d'inspection des activités de supervision parce qu'elles estiment qu'il vaut mieux les garder confidentiels pour éviter de nuire au processus d'inspection.

On craint notamment que le public ne conclue à tort qu'une entité inspectée par une autorité qui publie subséquemment son rapport d'inspection compte davantage de lacunes et devrait être assujettie à une réglementation plus stricte que les entités au sujet desquelles aucun rapport d'inspection n'a été publié.

Nous avons étudié les positions actuelles à l'égard de la publication et avons conclu que chacune comporte ses avantages et ses inconvénients. La publication de l'intégralité des rapports de supervision, par exemple, donne au public un portrait complet des résultats. Toutefois, outre les inconvénients évoqués ci-dessus, les points suivants ont été soulevés :

- les questions soulevées dans un rapport rendu public peuvent être prises hors contexte et interprétées de façon erronée par le public;
- l'information confidentielle contenue dans le rapport peut nuire à leur position concurrentielle;
- les nouvelles entités auraient probablement davantage de lacunes au cours de leurs premières années d'existence et il serait donc injuste de publier le premier rapport d'inspection.

En outre, les inspections ne représentent qu'une partie de la supervision et leur publication peut éclipser d'autres éléments, comme l'examen des projets de règles, d'autres projets et les rapports d'autoévaluation.

Enfin, la publication des rapports d'inspection dans leur intégralité peut avoir pour effet de limiter la portée des inspections effectuées par les autorités de reconnaissance aux domaines qui peuvent être testés de façon plus objective, comme les éléments relatifs au fonctionnement et aux procédures. Même si, en publiant les résultats de l'inspection, on réduit le risque que le public les interprète de façon erronée, il peut être difficile d'inclure des constatations de nature plus qualitative ou sensible dans un rapport qui sera publié.

Le fait de publier un rapport portant sur toutes les activités de supervision peut contribuer à renseigner le public sur la portée et la nature détaillées de la supervision, mais des constatations plus qualitatives ou sensibles pourraient en être omises. En outre, un tel rapport peut ne pas comporter le degré de détail souhaité par le public, notamment parce qu'il présente uniquement les constatations importantes.

Préserver la confidentialité des rapports peut favoriser une attitude d'ouverture de la part du personnel des entités inspectées dans les échanges avec les ACVM, particulièrement dans le cadre des inspections, étant donné que l'effet dissuasif de la publication est alors évité.

Puisqu'elles s'en remettent à l'ACCOVAM, à la MFDA et à SRM pour la réglementation directe des courtiers, nous estimons que les ACVM doivent être responsables envers le public des activités de supervision de ces entités. Certains membres du comité du projet estiment que la meilleure solution serait de publier les rapports d'inspection de ces entités et les réponses de ces dernières dans leur intégralité. Pour éviter que l'information figurant dans les rapports publiés ne soit prise hors contexte ou mal interprétée, les ACVM devraient continuer de rédiger des rapports objectifs exposant les constatations tant positives que négatives de l'inspection.

Les discussions ont également porté sur la question de savoir si les rapports d'inspection des entités d'infrastructure de marché devraient être publiés. De l'avis de certains membres du comité du projet, les ACVM ont la même obligation de reddition de comptes

au public en ce qui concerne la supervision des fonctions de réglementation de ces entités. D'autres membres ont souligné que, même si elles ont des fonctions de réglementation, ces entités ne les exercent pas au même niveau que les OAR. De plus, ces membres du comité sont conscients que certaines entités d'infrastructure de marché exercent leurs activités dans un environnement concurrentiel et que certaines d'entre elles, comme la Bourse de Toronto, sont des sociétés ouvertes.

Recommandation

L'opinion qui prévaut est que les ACVM devraient publier les rapports d'inspection de l'ACCOVAM, de la MFDA et de SRM ainsi que les réponses de celles-ci, dans leur intégralité.

V. MISE EN ŒUVRE

Les recommandations du comité du projet devraient être mises en œuvre en deux étapes : de façon informelle, au moyen de lettres ou de protocoles d'entente, et de façon officielle, par des modifications aux décisions de reconnaissance et aux protocoles d'examen et d'approbation conjoints des règles, au besoin. Les ACVM devraient revoir en profondeur les divers protocoles et décisions de reconnaissance afin d'harmoniser les modifications apportées à ces documents et de les refléter dans chacun d'eux.

Recommandations

- a) Les autorités de reconnaissance devraient avoir recours à des mécanismes informels, comme des lettres ou des protocoles d'entente, pour mettre par écrit ce qui suit :
 - les critères et processus utilisés par chaque OAR et chaque entité d'infrastructure de marché pour démontrer que ses décisions sont conformes à l'intérêt public (ou n'y sont pas contraires);
 - si les ACVM adoptent un régime de supervision concertée, le régime proprement dit ainsi que les processus révisés d'examen et d'approbation des projets de règles des OAR et la rotation de l'autorité principale;
 - la méthode suivie pour effectuer les inspections, y compris si des équipes mixtes seront formées et l'autorité de reconnaissance qui sera responsable d'une inspection en particulier.
- b) Les autorités de reconnaissance devraient modifier les protocoles d'examen et d'approbation conjoints des règles dans le temps requis pour mettre officiellement par écrit ce qui précède et modifier les décisions de reconnaissance pour refléter toute modification des normes de haut niveau (ou des résultats escomptés).
- c) Dans le cadre de la mise en œuvre des modifications aux décisions de reconnaissance, les autorités en valeurs mobilières devraient harmoniser les décisions pour chaque OAR en plus d'harmoniser le processus d'examen des règles pour l'ensemble des OAR et des entités d'infrastructure de marché.

VI. CONCLUSION

Au cours des dernières décennies, les OAR et les entités d'infrastructure de marché ont étendu leurs programmes de réglementation et embauché du personnel pour répondre à l'expansion, à la complexification et à l'évolution rapide des marchés. Parallèlement, les programmes de supervision des autorités en valeurs mobilières se sont multipliés.

L'augmentation des activités de supervision et le degré élevé de détail des inspections soulèvent des questions sur le chevauchement des fonctions, sur l'étendue de l'analyse des projets présentés par les OAR et les entités d'infrastructure de marché et sur leurs processus d'élaboration des règles, politiques, principes directeurs et programmes, ainsi que sur le niveau de supervision en général.

La supervision sera toujours nécessaire, mais les ACVM devraient ajuster le degré de supervision et le niveau de confiance envers les OAR et les entités d'infrastructure de marché en fonction de la capacité de ces derniers à s'acquitter de façon efficiente et efficace de leurs responsabilités. Pour ce faire, nous devons énoncer plus clairement nos attentes envers les entités que nous surveillons. De leur côté, celles-ci doivent également améliorer leur façon de communiquer aux ACVM les moyens pris pour répondre à ces attentes, voire les dépasser. Le comité du projet a formulé certaines recommandations à cet égard et d'autres recommandations visant à améliorer l'efficience et l'efficacité de notre supervision.

ANNEXE A

Études de la CFTC et de la SEC sur l'autoréglementation

A) Étude de la CFTC sur l'autoréglementation

La CFTC a publié deux avis de consultation sur l'autoréglementation, le 9 juin 2004⁷⁸ et le 21 novembre 2005⁷⁹. Les domaines d'intérêt de la CFTC comprennent la composition des conseils des OAR, l'incidence sur l'autoréglementation de l'évolution des structures de propriété et des modèles opérationnels, la structure des comités de discipline des OAR et la transparence envers le public. Nombre des questions soulevées par la CFTC dans ses avis de consultation sont également abordées dans l'énoncé conceptuel et le projet de règlement de la SEC.

B) Étude de la SEC sur l'autoréglementation

En novembre 2004, la SEC a publié pour consultation un énoncé conceptuel sur l'autoréglementation⁸⁰ et un projet de règlement sur l'autoréglementation et la supervision⁸¹. L'énoncé conceptuel analyse l'équité et l'efficacité de la structure et du mode de supervision actuels des OAR et relève parmi les questions devant être étudiées : les conflits d'intérêts inhérents entre les obligations réglementaires des OAR et les intérêts de leurs membres, leurs activités sur le marché, les émetteurs inscrits ou, dans le cas des OAR démutualisés, leurs actionnaires; la suffisance du financement des OAR; les inefficiences liées à un régime comptant de multiples OAR. La SEC a recommandé des améliorations au régime actuel d'utilisation des OAR et a présenté pour discussion des modèles de réglementation de remplacement.

Les modèles de réglementation de remplacement s'établissent comme suit : 1) un modèle selon lequel tous les OAR créeraient des filiales indépendantes pour la réglementation et les activités sur le marché; 2) un modèle hybride selon lequel la SEC chargerait un OAR unique et neutre à l'égard du marché de réglementer l'adhésion de tous les membres des OAR, tout en laissant à chaque OAR exerçant des activités sur un marché la responsabilité de ces activités et de la réglementation du marché; 3) un modèle hybride concurrent qui permettrait l'existence de multiples OAR membres concurrents; 4) un modèle d'autorité d'autoréglementation universelle issue du secteur selon lequel un OAR sectoriel serait responsable de toutes les règles relatives aux marchés et aux membres applicables à tous les membres et les marchés; 5) un modèle d'autorité de réglementation universelle non issue du secteur selon lequel une entité non sectorielle serait responsable de la réglementation des marchés et des membres applicable à tous les membres et les marchés; 6) un modèle selon lequel la SEC serait exclusivement responsable de la réglementation des marchés et des membres applicable à tous les membres et les marchés.

⁷⁸ Release No. 4936-04.

⁷⁹ Release No. 5138-05.

⁸⁰ Release No. 34-50700.

⁸¹ Release No. 34-50699.

Le projet de règlement visait à améliorer le régime actuel d'utilisation des OAR. La SEC a présenté les principales propositions suivantes quant à l'indépendance des OAR⁸² :

- le conseil d'administration d'un OAR devrait être composé en majorité d'administrateurs indépendants, et un administrateur indépendant⁸³ est un administrateur n'ayant avec l'entité ou un membre de son groupe aucune relation importante raisonnablement susceptible d'avoir une incidence sur l'indépendance de son jugement ou de ses décisions⁸⁴;
- chaque OAR devrait établir les comités du conseil suivants, composés exclusivement d'administrateurs indépendants : le comité des candidatures, le comité de gouvernance, le comité de la rémunération, le comité de vérification et le comité de supervision réglementaire⁸⁵;
- un OAR devrait séparer ses activités de réglementation et ses activités commerciales, de façon soit structurelle, soit fonctionnelle;
- les sommes perçues sous forme de frais, de droits, d'amendes ou de pénalités réglementaires (les fonds réglementaires) devraient être affectées exclusivement au financement des activités de réglementation d'un OAR;
- il devrait être interdit au courtier membre d'un OAR d'être propriétaire de plus de 20 % des participations dans l'OAR ou dans un mécanisme de celui-ci et d'exercer les droits de vote rattachés à plus de 20 % de telles participations.

D'autres propositions comprenaient la présentation d'information supplémentaire par les OAR sur leur gouvernance, leurs programmes de réglementation et leur propriété, ainsi que des déclarations supplémentaires des OAR à la SEC destinées à permettre à celle-ci d'améliorer sa supervision des OAR.

Le public a répondu massivement à l'énoncé conceptuel et au projet de règlement de la SEC. En dépit de différences d'une réponse à l'autre, dans l'ensemble, les intervenants semblaient appuyer les modifications et les améliorations touchant le régime américain d'utilisation des OAR et de supervision, mais préconisaient une méthode moins normative.

⁸² Projet de règles de la SEC ayant trait à la gouvernance, à l'administration, à la transparence et à la propriété des OAR qui sont des bourses nationales ou des associations de valeurs mobilières inscrites (Release No. 34-50699), SEC, 9 novembre 2004.

⁸³ Les projets de règles 6a-5(b)(12) et 15Aa-3(b)(13) de la SEC décrivent aussi des circonstances particulières où un administrateur ne serait pas considéré comme indépendant, par exemple si ce dernier ou un membre de sa famille immédiate est employé par l'entité, ses membres ou un émetteur inscrit auprès de l'entité au cours des trois années précédentes.

⁸⁴ Pour préserver l'élément d'« auto » de l'autoréglementation, la SEC a proposé de permettre aux membres d'un OAR de choisir au moins 20 % des administrateurs.

⁸⁵ Les projets de règles 6a-5(f)(2), 6a-5(g)(2), 6a-5(h)(2), 6a-5(i)(2), 6a-5(j)(2), 15Aa-3(f)(2), 15Aa-3(g)(2), 15Aa-3(h)(2), 15Aa-3(i)(2) et 15Aa-3(j)(2) de la SEC exigent aussi que le mandat de ces comités comporte au minimum certaines responsabilités précises.

ANNEXE B
Rapports du Comité d'étude de cinq ans et
du Comité permanent des finances et des affaires économiques de l'Ontario

A) Comité d'étude de cinq ans

Un comité d'étude présidé par Purdy Crawford (le Comité d'étude de cinq ans) a publié son rapport final⁸⁶ le 21 mars 2003 (le rapport Crawford), recommandant de modifier la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la Loi de l'Ontario) à plusieurs égards reliés aux OAR⁸⁷. Le rapport Crawford étudie l'opportunité d'obliger des OAR réglementés par les Commissions à être reconnus par la Commission⁸⁸, ainsi que d'autres questions liées à l'autoréglementation.

Reconnaissant l'importance de la souplesse de la loi et la pertinence d'une prescription législative obligeant les OAR à être reconnus dans certaines situations, mais non dans toutes, le Comité d'étude de cinq ans n'a pas recommandé que chaque OAR en Ontario doive être reconnu. Cependant, il a recommandé de modifier la Loi de l'Ontario de façon à autoriser la CVMO à obliger un OAR n'ayant pas demandé sa reconnaissance à l'obtenir s'il se charge d'activités normalement exercées par la Commission ou assujetties à sa supervision. En outre, le Comité d'étude de cinq ans a recommandé que les chambres de compensation soient tenues d'être reconnues et que la Commission révise la définition du terme « agence de compensation » dans la Loi de l'Ontario de manière à ce qu'elle englobe correctement les activités qui exigeraient la reconnaissance.

Le rapport Crawford aborde aussi l'opportunité de conférer par voie législative aux OAR reconnus des pouvoirs d'application de leurs propres règles. Le Comité d'étude de cinq ans a recommandé que la Commission étudie s'il convient de modifier la Loi de l'Ontario pour conférer aux OAR les pouvoirs légaux suivants et que la CVMO détermine les freins et les contrepoids nécessaires afin d'assurer l'équité procédurale et des mécanismes de protection à ceux qui seront assujettis à ces nouveaux pouvoirs légaux :

- la compétence à l'égard des membres actuels et antérieurs ou des « personnes réglementées » actuelles et antérieures et de leurs administrateurs, dirigeants, associés et salariés actuels et antérieurs;
- le pouvoir de contraindre des témoins à comparaître aux audiences disciplinaires et de les obliger à y produire des documents;
- le pouvoir de déposer les décisions des comités de discipline comme des décisions du tribunal;

⁸⁶ Ontario, Comité d'étude de cinq ans (Purdy Crawford, c.r., président), *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans : Examen de la Loi sur les valeurs mobilières* (Toronto, Imprimeur de la Reine, 2003).

⁸⁷ Les modifications apportées à la Loi de l'Ontario en 1994 (en vigueur en 1995) exigent du ministre des Finances de l'Ontario qu'il charge un comité d'examiner la loi tous les cinq ans.

⁸⁸ En vertu de la Loi de l'Ontario, il est possible pour un organisme qui a pour objet de réglementer les activités et les normes d'exercice de ses membres de se constituer en OAR sans obtenir la reconnaissance. Par exemple, l'ACCOVAM a agi pendant des décennies comme un OAR jusqu'à ce qu'elle soit officiellement reconnue par la CVMO en 1995.

- l'immunité légale pour les OAR en matière la responsabilité civile pour des actes accomplis de bonne foi dans l'exercice de leurs fonctions réglementaires;
- le pouvoir de demander une ordonnance judiciaire pour imposer un « surveillant » aux sociétés qui sont en situation chronique ou systématique de non-conformité ou qui présentent un risque d'insolvabilité, ou pour d'autres raisons d'intérêt public appropriées.

Le Comité d'étude de cinq ans a aussi examiné si les OAR reconnus devaient avoir le pouvoir et l'obligation explicites de faire appliquer la législation ontarienne en valeurs mobilières et a conclu, en réponse aux commentaires de l'ACCOVAM et de la Bourse de croissance TSX, que les OAR ne devraient pas y être tenus⁸⁹. Le rapport Crawford recommande toutefois que les bourses et les OAR reconnus soient tenus de déclarer à la Commission toute violation effective ou possible de la législation en valeurs mobilières. De plus, le rapport Crawford analyse en profondeur le conflit d'intérêts potentiel rattaché au double rôle d'un OAR à titre d'association professionnelle et d'autorité de réglementation⁹⁰.

Après examen des commentaires, dont ceux de l'ACCOVAM et de la Nova Scotia Securities Commission, le Comité d'étude de cinq ans a révisé sa recommandation et exprimé l'avis qu'une séparation des fonctions d'association professionnelle et d'autorité de réglementation de l'ACCOVAM occasionnerait pour celle-ci un changement structurel énorme dont la nécessité ou les avantages n'étaient guère prouvés. Cependant, le Comité a encouragé l'ACCOVAM à rester en tout temps sensible au conflit inhérent à l'autoréglementation et à adopter une forme d'organisation et une conduite propres à assurer aux tiers que, si le secteur pratique l'autoréglementation, il le fait correctement. Le Comité d'étude de cinq ans s'est penché sur le processus d'examen des plaintes d'investisseurs par l'ACCOVAM et a souligné l'importance d'un traitement juste et impartial des plaintes reçues. Le rapport Crawford recommande que l'ACCOVAM détermine si des améliorations peuvent être apportées à certaines de ses structures, telles que la composition de ses comités de discipline et de son conseil d'administration, afin d'atténuer l'image de conflit d'intérêts dans l'autoréglementation⁹¹.

⁸⁹ Dans ses observations, l'ACCOVAM s'est opposée à l'idée d'obliger les OAR à faire appliquer la législation en valeurs mobilières, soutenant qu'il en résulterait de la confusion à l'égard de ces rôles ainsi qu'une multiplication des risques pour les personnes inscrites. La Bourse de croissance TSX est du même avis, déclarant ce qui suit : « [TRADUCTION] Il n'est pas approprié de déléguer aux OAR la responsabilité de l'application de la législation en valeurs mobilières (...) n'étant pas des organismes gouvernementaux, les OAR ont un fardeau de la preuve différent, des règles de preuve différentes et des procédures différentes de ceux des commissions sur les valeurs mobilières. » Selon la Bourse de croissance TSX, les rôles des commissions de valeurs mobilières et des OAR devraient demeurer distincts.

⁹⁰ L'ACCOVAM est le seul OAR canadien à avoir été à la fois une autorité de réglementation et une association professionnelle. Le 14 décembre 2005, après un vote unanime du conseil de l'ACCOVAM visant à séparer officiellement les fonctions de réglementation et d'association professionnelle de celle-ci, 88 % des membres de l'ACCOVAM ont voté en faveur d'une séparation du mandat.

⁹¹ Certaines modifications ont été apportées au Statut 20 de l'ACCOVAM, et cette dernière a annoncé l'adoption d'une structure de conseil comptant 50 % d'administrateurs publics.

Enfin, le Comité d'étude de cinq ans a aussi tenté de déterminer s'il fallait modifier la Loi de l'Ontario pour résoudre la question de la fonction de supervision des OAR et fournir à la CVMO les outils nécessaires à l'exercice efficace de sa fonction de supervision. Le Comité n'a pas jugé nécessaire d'accorder de nouveaux pouvoirs de supervision pour le moment.

B) Comité permanent des finances et des affaires économiques de l'Ontario (CPFAE)

Le 29 juin 2004, un ordre de la Chambre a ordonné au CPFAE de remplir les obligations d'examen, de consultation et de rapport prévues au paragraphe 143.12(5) de la Loi de l'Ontario et les recommandations prioritaires du rapport Crawford, y compris la réglementation des valeurs mobilières au Canada. En octobre 2004, le CPFAE a publié un rapport qui portait principalement sur les recommandations prioritaires du rapport Crawford nécessitant une intervention⁹². Pour ce qui est des OAR, le rapport du CPFAE recommande notamment que le gouvernement charge un groupe de travail d'examiner le rôle des OAR, notamment l'opportunité de séparer leurs fonctions d'association professionnelle et de réglementation.

⁹² Sur les 95 recommandations du rapport Crawford, 20 étaient déjà mises en œuvre ou ne nécessitaient plus d'intervention.