



**AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS**

Notes pour une allocution
prononcée par

Jean St-Gelais
Président-directeur général
Autorité des marchés financiers

devant le
Cercle Canadien de Montréal
Hôtel Fairmont Le Reine Elisabeth

Seul le texte prononcé fait foi.

Permettez-moi d'abord de remercier les organisateurs (M. Norman Steinberg et Mme Anne-Marie Hubert) pour l'aimable invitation qui m'a été faite de vous adresser la parole. C'est aussi un grand plaisir d'avoir avec nous à Montréal, aujourd'hui, M. David Wilson, président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

Je travaille depuis novembre dernier avec David Wilson et je considère que c'est un privilège de le côtoyer, tant sur les plans personnel que professionnel. M. Wilson a de nombreuses réalisations à son actif, et sous sa direction, les marchés des capitaux de l'Ontario et du Canada ont d'intéressantes perspectives d'avenir.

J'aimerais d'abord présenter brièvement les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les ACVM), le conseil composé des autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières. Je ferai ensuite un survol des projets réglementaires au Canada. Enfin, M. Wilson vous entretiendra plus en détail de la gouvernance des entreprises et des fonds d'investissement, et de la proposition récente d'obliger les

émetteurs à fournir de l'information sur leurs processus de contrôle interne.

Les ACVM ont pour mission de protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales et frauduleuses tout en favorisant l'équité, l'efficacité et le dynamisme des marchés financiers.

Par le truchement des ACVM, les autorités en valeurs mobilières travaillent à l'élaboration d'instructions et de règlements qui sont harmonisés à l'échelle du pays et qui garantissent le bon fonctionnement du secteur des valeurs mobilières.

Les membres des ACVM travaillent en étroite collaboration à l'atteinte de deux objectifs principaux :

1. l'harmonisation des lois, règlements et instructions sur les valeurs mobilières;
2. l'application plus efficace des lois et règlements.

Mon allocution d'aujourd'hui a pour thème le premier de ces objectifs.

L'harmonisation des lois, règlements et instructions sur les valeurs mobilières est à l'ordre du jour des ACVM depuis plusieurs années et demeure une priorité. Un ambitieux projet d'harmonisation et de simplification des lois sur les valeurs mobilières a été entrepris récemment. Le projet, connu sous sa désignation anglaise HHSL (*Highly Harmonized and Streamlined Securities Legislation*), auquel participent tous les territoires, marque une étape dans les efforts entrepris en vue d'améliorer l'efficacité de nos marchés des capitaux.

À n'en pas douter, les modifications législatives qui seront adoptées par l'ensemble des territoires permettront aux émetteur d'accéder plus facilement aux marchés des capitaux et il sera ainsi possible de mettre en œuvre le principe « une loi, une autorité de réglementation ». Permettez-moi de citer quelques projets réglementaires qui viendront appuyer le projet d'harmonisation des lois.

Le projet de réforme de l'inscription, qui vise à harmoniser les obligations d'inscription dans tous les territoires, apportera également d'importantes simplifications. Lorsque le nouveau règlement sera en vigueur, il sera plus facile pour les entités de s'inscrire dans une province et d'accéder à l'ensemble des marchés du Canada. Cette réforme, qui devrait être mise en place l'an prochain, éliminera bien des irritants pour les personnes inscrites.

Dans le cadre de ces travaux d'harmonisation, nous avons aussi publié récemment, aux fins de consultation, un projet de règlement sur les offres publiques d'achat, qui harmonise les obligations et les restrictions des différents territoires et les regroupe dans un texte réglementaire. Les ACVM prévoient également publier sous peu un projet de règlement sur les obligations d'information dans les prospectus, notamment pour les fonds d'investissement.

Mentionnons également l'entrée en vigueur, en décembre dernier, d'un règlement en vertu duquel la plupart des émetteurs inscrits à la cote d'une bourse canadienne peuvent se prévaloir du régime du prospectus simplifié. Auparavant,

environ 1 200 émetteurs seulement pouvaient se prévaloir de ce régime simplifié pour faire appel public à l'épargne ; plus de 3 000 émetteurs peuvent dorénavant faire ce choix.

Outre ces réalisations en matière d'harmonisation, les ACVM sont à l'affût de l'évolution rapide des marchés financiers.

Les produits financiers ont non seulement gagné en complexité, mais sont aussi offerts désormais à une vaste gamme d'investisseurs. Cela pose des défis de taille aux autorités de réglementation.

Nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire de créer un régime réglementaire distinct pour les fonds de couverture proprement dits. Cependant, nous devons nous assurer que les obligations qui s'appliquent actuellement à tous les fonds en gestion commune sont appropriées et efficaces compte tenu des innovations et de la croissance rapide du secteur des fonds de couverture.

Il est important, par exemple, d'étudier les arrangements en matière de recommandation. En outre, il y a lieu de reconsidérer la décision d'accorder une dispense de prospectus pour les billets à capital protégé. Nous devons examiner attentivement la pertinence d'offrir une telle dispense pour des produits à la structure très complexe destinés au grand public, c'est-à-dire aux petits investisseurs.

Il est clair que la voie empruntée par les autorités de réglementation pour améliorer la protection des investisseurs consiste à exiger la présentation d'une information plus abondante. C'est la voie à suivre. Cependant, les autorités de réglementation ont pour priorité depuis plusieurs années de rendre cette information plus compréhensible pour les investisseurs et, surtout, plus pertinente.

Le projet relatif à l'information au point de vente illustre bien cette préoccupation. L'objectif ultime est de fournir à l'investisseur, au moment de la vente d'un produit financier, un document clair et pertinent dont le contenu aura été déterminé par règlement et harmonisé dans l'ensemble des territoires du Canada.

Autre sujet d'importance dont j'aimerais vous entretenir : la surveillance des organismes d'autoréglementation (OAR). Un comité s'est vu confier un projet particulier sur la surveillance des OAR et visant à améliorer de façon ponctuelle le système actuel d'autoréglementation et de surveillance. La proposition de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et de Services de réglementation du marché inc. (SRM) de fusionner les OAR en un seul organisme arrive au bon moment et elle est très importante tant sur le plan de l'efficacité des marchés que sur celui de la protection des investisseurs.

Je souhaiterais maintenant vous faire part d'un projet qui revêt une grande importance pour l'évolution du secteur financier au Québec, mais également dans l'ensemble du Canada. Il s'agit du projet d'encadrement du marché des dérivés. Le marché des dérivés est en plein essor, et tant les sociétés que les investisseurs s'y intéressent de plus en plus. Adoptés comme outils de gestion des risques par les sociétés, les dérivés sont également utilisés à des fins de spéculation par les

investisseurs ayant une tolérance au risque plus élevée ou pour diversifier des portefeuilles conventionnels.

Nous considérons qu'une mise à jour du régime d'encadrement de ce marché s'impose. À cette fin, l'Autorité des marchés financiers a publié récemment un document de consultation afin de solliciter des commentaires et de promouvoir l'élaboration d'un régime d'encadrement des dérivés. Nous y proposons la création d'une loi fondée sur des grands principes plutôt qu'un cadre normatif reposant sur des règles précises. Nous jugeons ce projet prometteur pour le Québec et entendons travailler de concert avec les ACVM dans une perspective commune, applicable partout au Canada.

Voilà qui complète cet aperçu de quelques projets réglementaires entrepris par les autorités de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Bon nombre de ces projets sont sous la direction de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, l'organisme présidé par David Wilson, et nous nous réjouissons à la perspective de poursuivre notre collaboration étroite avec elle.

En terminant, je veux encore une fois remercier M. Wilson d'avoir accepté d'être avec nous à Montréal et sans plus tarder, je lui cède la parole.



**Allocution de David Wilson
président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario**

La réglementation des valeurs mobilières au Canada : orientations 2006-2007

Le Cercle canadien de Montréal

Montréal (Québec)

Le 29 mai 2006

Seul le texte prononcé fait foi

Merci beaucoup.

Mesdames et Messieurs, bonjour. Je suis heureux d'être ici aujourd'hui à Montréal, une ville qu'il me fait toujours plaisir de visiter.

J'ai le plaisir de partager cette tribune avec Jean. Après mes remarques, il viendra me rejoindre pour répondre à vos questions.

Je tiens à féliciter Jean pour sa contribution inappréciable à la collaboration des autorités de réglementation à l'échelle du pays. Nous nous connaissons bien maintenant.

Comme vous le savez, les questions de réglementation des valeurs mobilières ne connaissent pas de frontières provinciales.

Cela présente certains défis, mais, comme Lee Iacocca l'a dit, « des occasions fantastiques se présentent constamment à nous sous forme de problèmes insolubles ». Or, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont l'occasion de travailler ensemble régulièrement. Je voudrais aborder certaines des questions qui nous occupent actuellement.

- Nous travaillons sur la gouvernance, notamment la gouvernance des sociétés contrôlées par un petit nombre d'actionnaires et la communication d'information sur la rémunération des dirigeants.
- Nous travaillons sur la gouvernance des fonds en gestion commune.
- Nous travaillons enfin sur le contrôle interne et la réponse canadienne à l'article 404 de la loi dite *Sarbanes-Oxley*.

Je n'aborderai pas aujourd'hui la question de la structure de réglementation des valeurs mobilières commune à tout le Canada. D'ici deux semaines, le ministre chargé de la réglementation des valeurs mobilières en Ontario accueillera ses homologues des provinces et territoires. Cette réunion fait suite au rapport d'un groupe indépendant établi par le ministre – le Groupe Crawford. Pour le moment, la classe politique planche sur la question de cette structure de réglementation. En attendant la décision, les autorités de réglementation doivent collaborer pour mettre en place un régime aussi harmonisé que possible.

J'aborderai maintenant la première question, celle de la gouvernance. Je crois que l'on peut dire que les structures de gouvernance sont globalement saines au Canada. Ce domaine a connu une effervescence marquée à la suite de la déconfiture d'Enron et de WorldCom. On a notamment assisté à l'adoption de la loi dite *Sarbanes-Oxley* aux États-Unis et de règles analogues visant à restaurer la confiance des investisseurs au Canada.

Toutefois, nous avons encore du travail à faire dans certains domaines.

À ce titre, il y a la gouvernance des sociétés contrôlées par un petit nombre d'actionnaires. Ces sociétés représentent une part importante des marchés des capitaux du Canada. Si un seuil de propriété de 20 % représente un degré de contrôle significatif, alors près des deux tiers des sociétés inscrites à la cote de la Bourse de Toronto sont contrôlées par un petit nombre d'actionnaires. Aux États-Unis, un cinquième seulement des sociétés inscrites en bourse tombe dans cette catégorie.

Étant donné la proportion de sociétés contrôlées par un petit nombre d'actionnaires dans notre marché, faut-il mettre en place un régime de gouvernance sur mesure?

Dans l'affirmative, nous devons nous demander si les lignes directrices des ACVM en matière de gouvernance, adoptées il y a un an, peuvent être appliquées à ces sociétés.

Les actionnaires contrôlants doivent-ils être traités comme les autres actionnaires? Y a-t-il coïncidence d'intérêts entre eux?

Les actionnaires peuvent être soumis à des tentations si leurs droits de vote leur confèrent un pouvoir complètement disproportionné par rapport à la taille de leur participation. Ils peuvent très bien tourner la situation à leur avantage personnel.

D'aucuns estiment cependant que ce risque est compensé par certains avantages : par exemple, la société n'est pas à la merci d'une vision à court terme, la direction peut avoir une vision à long terme. Lorsque de gros montants sont en jeu, les joueurs ont intérêt à avoir des règles efficaces.

Sous la gouverne du Québec, les ACVM procèdent à une étude sur l'application de leurs lignes directrices en matière de gouvernance aux

sociétés contrôlées par un petit nombre d'actionnaires, y compris les obligations connexes de se conformer ou de fournir des informations. Nous consulterons les intéressés.

La communication d'information sur la rémunération des dirigeants est une autre question de gouvernance qu'il nous faut examiner.

Selon Warren Buffet, qui investit dans beaucoup de sociétés, « la rémunération des dirigeants est l'épreuve décisive de la gouvernance ».

Pour les investisseurs, la rémunération des dirigeants est de plus en plus difficile à comprendre. Il semble que plus personne ne touche un simple salaire.

Évidemment, les sociétés doivent pouvoir faire coïncider les objectifs des actionnaires et des dirigeants. Mais quel résultat voyons-nous actuellement sur le marché? Beaucoup de paiements compliqués à base d'options et des pensions plus que substantielles.

La communication d'information ne doit pas se limiter à la fourniture de renseignements. Elle doit aussi rendre le contexte et fournir des éclaircissements. Il ne faut pas demander aux actionnaires qui veulent savoir combien le chef de la direction ou le chef des finances gagne de dépouiller plusieurs tableaux financiers et des notes de bas de page.

Les actionnaires ont droit à une réponse simple à une question simple : combien payent-ils les dirigeants, en tout?

Et les actionnaires ont le droit de savoir si les administrateurs ont lié rigoureusement la rémunération de la haute direction aux résultats de l'entreprise et comment ils l'ont fait. La rémunération correspond-elle à la performance réelle de la société?

Les autorités de réglementation canadiennes tentent de clarifier les questions de communication d'information sur la rémunération des dirigeants. Nous envisageons de réviser le régime d'information dans une perspective de principes plutôt que de règles. La SEC a eu besoin de 370 pages pour décrire un projet de règlement sur l'information. J'espère qu'au Canada nous n'aurons pas besoin d'abattre autant d'arbres pour y arriver.

Sur quels autres aspects de la gouvernance nous penchons-nous? La gouvernance des organismes de placement collectif et autres fonds en gestion commune.

Les Canadiens ont investi dans les organismes de placement collectif classiques la somme colossale de 650 milliards de dollars, dont 25 milliards l'année dernière seulement.

Les épargnants qui choisissent les organismes de placement collectif sont des investisseurs passifs par excellence. Lorsque leurs intérêts entrent en conflit avec ceux des sociétés de gestion de ces organismes, il leur faut quelqu'un pour les représenter. Les ACVM s'appliquent à combler cette lacune.

Nous prévoyons publier en cours d'année un règlement qui obligerait tous les fonds d'investissement offerts au public à respecter une norme de gouvernance minimale et uniforme. Il exigerait l'établissement d'un comité d'examen indépendant des fonds d'investissement pour renforcer la

protection des investisseurs en cas de conflit entre leurs intérêts et ceux des sociétés de gestion.

Ce n'est qu'un exemple des travaux que nous menons de concert, au delà des frontières provinciales, en vue de fixer des orientations qui profiteront à l'ensemble du marché. J'ose espérer que tous les membres des ACVM réexamineront la question et emboîteront le pas.

Parmi les aspects de la gouvernance d'entreprise les plus débattus, il y a bien sûr la question du contrôle interne. Aux États-Unis, on y a répondu par l'article 404 de la loi *Sarbanes-Oxley*.

Il y a eu consensus sur le fait que toute mesure que nous proposerions devait être adaptée au marché canadien.

Les entreprises, tant ici que chez nos voisins du Sud, ont été nombreuses à signaler que l'application de l'article 404 de la loi *Sarbanes-Oxley* bouleverserait les marchés boursiers américains. Les derniers chiffres leur donnent raison. L'an dernier, aucun des dix premiers appels publics à l'épargne les plus importants du monde ne s'est fait sur une bourse américaine.

Les autorités réglementaires canadiennes ont eu à se demander si cette mesure convenait au contexte canadien. Elle exigerait des dépenses et des efforts supplémentaires de la part de toutes les sociétés inscrites à la Bourse de Toronto qui ne sont pas également inscrites à une bourse américaine ou auprès de la SEC, soit environ 11 000 sociétés – 3 000 si l'on inclut les entreprises inscrites à la Bourse de croissance TSX. Les ACVM ont dû prendre des décisions qui toucheraient des sociétés dont la capitalisation boursière totalisait plus d'un demi-billion de dollars.

Je suis très encouragé de voir que les autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières se sont concertées pour s'attaquer à cette problématique – dans une perspective pancanadienne.

En mars dernier, les ACVM ont proposé une mesure qui améliorera la transparence, la qualité et la fiabilité de l'information financière sans imposer un fardeau excessif aux sociétés ouvertes.

Les sociétés seraient tenues de faire état de l'efficacité de leur contrôle interne sur l'information financière à compter des exercices financiers se terminant le 31 décembre 2007 ou par la suite, mais elles ne seraient pas tenues d'obtenir une opinion de leur vérificateur externe sur ce contrôle.

C'est une réponse canadienne aux besoins des marchés canadiens. Pour nous, il est primordial que les investisseurs reçoivent l'information nécessaire pour prendre des décisions éclairées. Nous sommes résolus à faire en sorte que les administrateurs soient les yeux, les oreilles et les porte-parole des actionnaires au sein du conseil.

Cependant, les investisseurs canadiens ont aussi besoin d'un marché des capitaux qui soit efficient et compétitif. J'estime que notre proposition au chapitre du contrôle interne est tout indiquée pour le Canada.

Et je crois que ce projet illustre les possibilités de collaboration entre les provinces. Personne n'a dit qu'il serait facile d'élaborer des politiques à l'échelle pancanadienne. Notre pays se caractérise par sa diversité géographique, politique, culturelle et économique. Les Canadiens n'accepteraient pas de renoncer à cette diversité. Mais nous avons également des valeurs fondamentales communes. L'une d'elles est la nécessité d'assurer l'équité, la probité et la transparence des marchés boursiers.

Cela explique aussi pourquoi nous travaillons de concert pour améliorer l'application de la loi et des règlements. Un jour, Richard Breeden, ancien président de la SEC, m'a fait cette réflexion : « on a beau avoir la meilleure

réglementation au monde, si on ne l'applique pas efficacement, elle ne vaut rien ».

Les abus commis sur les marchés portent atteinte au principe fondateur de notre système, la confiance. Appliquer la règle *après* l'infraction ne suffit pas. C'est pourquoi je suis tout à fait d'accord avec Jean pour dire que notre but commun doit être la prévention, la détection et la dissuasion des infractions – *avant* qu'il y ait des victimes.

Jean et moi – ainsi que nos autres collègues des ACVM – visons des objectifs similaires. Nous ne serons peut-être pas unanimes sur toutes les questions, mais il ne fait pas de doute que nous les abordons dans un esprit de bonne volonté et de collégialité. C'est la seule façon de bien représenter nos clientèles communes.

Ensemble, nous devons poursuivre la recherche d'un consensus pancanadien sur les solutions aux problématiques pancanadiennes.

Ensemble, nous devons veiller à ce que la réglementation canadienne des valeurs mobilières puisse rivaliser avec ce qui se fait de mieux au monde.

Ensemble, nous devons veiller à ce que les marchés des capitaux canadiens commandent encore et toujours le respect sur la scène mondiale – et favorisent la prospérité du Canada.

Merci.