

Observations des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur le rapport du Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario

Le 3 septembre 2020

Aperçu

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) améliorent, coordonnent et harmonisent la réglementation des marchés des capitaux canadiens. Organisme regroupant les autorités en valeurs mobilières provinciales et territoriales du Canada, les ACVM ont pour mission de fournir un cadre harmonisé de réglementation des valeurs mobilières qui *i*) protège les investisseurs contre les pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses, *ii*) favorise l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux et *iii*) réduit les risques pour l'intégrité des marchés et maintient la confiance des investisseurs dans ceux-ci, tout en conservant la latitude et l'innovation propres au régime de réglementation provinciale et territoriale du Canada. Avec diligence, les ACVM s'affairent à atteindre ces objectifs et à explorer les possibilités de rehaussement de notre système.

Parmi leurs objectifs principaux, les ACVM visent à obtenir un consensus sur les décisions réglementaires. Pour y parvenir, elles et leurs membres consultent régulièrement un vaste bassin d'intervenants du marché, et elles sont ravies d'étudier les propositions (les **propositions**) contenues dans le rapport (le **rapport**) du Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario (le **Groupe de travail**) publié le 9 juillet 2020.

Il y a lieu de signaler que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **CVMO**) ne participe pas à la réponse des ACVM aux propositions. Ainsi, les ACVM, avec l'accord de la CVMO, sont d'avis que le Groupe de travail tirerait profit de l'opinion des autres membres des ACVM puisque la CVMO est en mesure de fournir ses observations par d'autres moyens.

La mise en œuvre du [Plan d'affaires des ACVM \(2019-2022\)](#) est en cours. Voici les thèmes principaux du plan qui trouvent écho dans les travaux de plus de trente comités de projets des ACVM, à l'égard desquels les ACVM ont produit un [rapport d'étape intermédiaire](#) en juin 2020 :

- améliorer la protection des investisseurs;
- assurer l'équité et l'efficacité des marchés;
- simplifier la réglementation;
- améliorer la performance grâce aux progrès technologiques et à l'amélioration de la gestion des données.

Un régime de réglementation des valeurs mobilières moderne et souple ne doit pas se résumer qu'à un mécanisme simplifié, efficace et harmonisé de réglementation des participants aux marchés,

mais doit aussi comprendre de solides éléments de protection des investisseurs qui répondent aux méfaits de certains participants et procurent aux investisseurs les outils leur permettant de reconnaître les risques et les investissements convenant à leurs besoins et à leur situation.

Nos observations relèvent de nombreuses propositions qui sont fondées sur nos thèmes principaux ou qui, dans les faits, reflètent certains de nos projets réglementaires en cours, expliquent en quoi certaines propositions, s'il y est donné suite, risquent de réduire l'efficacité de la réglementation canadienne des valeurs mobilières, et exposent deux grandes occasions d'accentuer l'efficacité qui ne sont pas traitées dans le rapport.

Propositions déjà portées par les ACVM

Les ACVM sont ravies que leurs projets réglementaires indiqués ci-après, ou les principes qui les soutiennent, aient été relevés dans 13 des 47 propositions présentées par le Groupe de travail. Le régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada tirera profit des commentaires des intervenants de la consultation publique lancée par le Groupe de travail sur les propositions. Parmi les travaux des ACVM en cours figurent les suivants, comme l'indique leur rapport d'étape intermédiaire :

- examen du cadre réglementaire des organismes d'autorégulation (propositions 3 et 4);
- simplification des obligations relatives aux émissions publiques de titres (propositions 7 et 8 et parties des propositions 11 et 12);
- simplification des obligations d'information continue (propositions 6 et 10);
- resserrement des critères d'application de l'obligation de déclaration d'acquisition de sociétés ouvertes (proposition 6);
- élargissement du choix des modes de transmission électronique de certains documents (proposition 9);
- amélioration des systèmes pancanadiens de dépôt (proposition 15);
- dispenses pancanadiennes relatives au financement participatif des entreprises en démarrage (parties de la proposition 33);
- préoccupations au sujet des vendeurs à découvert activistes prenant pour cibles des sociétés canadiennes (parties de la proposition 36);
- renforcement de l'OSBI en tant que service indépendant de règlement des différends (proposition 47).

À court terme, les ACVM mettront en œuvre des projets réglementaires qui viseront le fardeau réglementaire d'un large éventail de participants au marché. Le Plan d'affaires des ACVM (2019-2022) expose d'autres projets de réduction du fardeau qui ne sont pas traités dans les propositions, notamment l'inscription dans la réglementation d'obligations pour les sociétés ouvertes qui placent des titres en continu sur une bourse aux cours en vigueur, la modernisation des obligations d'inscription, la modification des délais de dépôt et la clarification de l'information à fournir sur les activités externes.

Propositions que les ACVM pourraient envisager d'adopter

Un total de 18 propositions portent sur des questions réglementaires que les ACVM pourraient envisager d'inclure dans leur programme de travaux réglementaires à venir. Certaines d'entre elles ont déjà été abordées par les ACVM dans le cadre de projets antérieurs et d'autres sont déjà visées par des modifications réglementaires adoptées récemment.

Une fois de plus, à notre avis, le régime réglementaire en valeurs mobilières du Canada tirera profit des commentaires des intervenants de la consultation publique lancée par le Groupe de travail sur les propositions suivantes :

5. *Soumettre à une période d'acclimatation les titres émis par un émetteur assujéti qui utilise la dispense du prospectus pour investisseur qualifié*

L'équipe des ACVM chargée du projet de mécanisme de placement parallèle (MPP) élabore pour consultation un projet de dispense de prospectus pour les petites émissions publiques de titres (reflétée dans la proposition 7) et un régime qui s'apparente à celui de l'émetteur chevronné reconnu (*well-known seasoned issuer* ou WKSI) qui existe déjà aux États-Unis (reflété dans la proposition 12). De plus, des obligations en matière de sondage d'intérêt (appelées « tâter le terrain » dans le rapport) sont envisagées dans une prochaine phase du projet MPP (reflétée dans la proposition 8). Le MPP pourrait également servir de projet-pilote permettant d'évaluer l'abolition des délais de conservation, et de tremplin vers l'étude de ce changement de manière plus générale.

11. *Permettre aux courtiers sur le marché non réglementé de participer à titre de membres de groupes de vente à des offres par voie de prospectus et de parrainer des opérations de prise de contrôle inversée*

Les ACVM peuvent envisager l'ajout de la participation des courtiers sur le marché dispensé (appelé « marché non réglementé » dans le rapport) aux placements par voie de prospectus dans le cadre de la portée élargie du futur projet de mécanisme de placement parallèle. Elles veilleront à imposer des obligations pertinentes en matière d'inscription lors de l'analyse du fond de la proposition.

13. *Interdire la vente à découvert dans le cadre d'une offre par voie de prospectus et de placements privés*
36. *Créer une interdiction pour dissuader et poursuivre efficacement les déclarations et tentatives de déclarations fausses ou trompeuses au sujet d'entreprises publiques*

Comme il est indiqué dans leur rapport d'étape intermédiaire, à présent qu'elles ont complété la phase initiale de recherche sur la nature et la portée des préoccupations éventuelles au sujet des vendeurs à découvert activistes prenant pour cibles des sociétés canadiennes et sur la capacité du cadre réglementaire actuel d'y répondre, les ACVM publieront un document de consultation et lanceront des consultations ciblées à propos des enjeux pertinents ainsi mis en lumière. Les enjeux relevés comprennent l'évaluation de la mesure dans laquelle les mécanismes actuels d'application de la loi sont une réponse suffisante aux infractions en matière de vente à découvert, ce qui touche aux questions

soulevées dans les propositions 13 et 16, et les ACVM comptent utiliser les commentaires obtenus dans le cadre de leur consultation étendue pour éclairer les projets réglementaires en matière de vente à découvert.

14. Introduire d'autres catégories d'investisseurs qualifiés

Les ACVM tirent profit des avantages inhérents à la présence de chacun de leurs membres dans les régimes réglementaires locaux, ce qui permet à chaque autorité membre d'être à l'écoute des participants à son marché sur les mesures réglementaires susceptibles d'améliorer l'efficacité de la collecte de capitaux, puis de porter ces mesures à l'attention des ACVM pour envisager d'en élargir la portée. Citons comme exemple la réflexion sur la portée de la « dispense pour investisseur qualifié » en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières – un membre des ACVM a su, de participants à son marché, qu'il est possible d'accroître l'accès aux capitaux tout en assurant une protection adéquate des investisseurs; les ACVM entendent étudier ces commentaires.

16. Interdire aux sociétés inscrites de tirer parti de l'entrelacement ou du regroupement des services du marché financier et de prêts commerciaux; et exiger une attestation par un cadre supérieur de la partie inscrite appropriée en vertu des exigences de divulgation applicables

La « vente liée » (appelée « entrelacement » dans le rapport) est expressément proscrite par le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*, qui interdit aux personnes physiques et aux sociétés de se livrer à certaines pratiques commerciales abusives, telles que la vente de titres comme condition à l'achat d'un autre produit ou service offert par la personne inscrite ou un membre du même groupe qu'elle. Les ACVM considèrent cette pratique comme un comportement anticoncurrentiel qui contrevient aux principes sur lesquels s'appuient les marchés des capitaux équitables et efficaces, mais elles pourraient se pencher sur des nuances de la proposition 16 dans le futur.

17. Accroître l'accès au régime du prospectus préalable pour les produits indépendants

Nous avons déjà annoncé la mise en œuvre de réformes axées sur le client qui sont fondées sur le concept fondamental selon lequel les intérêts des clients ont préséance dans le cadre de leurs relations avec les sociétés et les personnes physiques qui sont inscrites à titre de courtiers ou de conseillers en valeurs mobilières; nous nous attendons à ce que ces réformes donnent naissance à une nouvelle norme de conduite rehaussée pour l'ensemble des catégories de courtiers et conseillers inscrits et leurs représentants. Entre autres questions importantes, les réformes axées sur le client visent à s'attaquer aux enjeux entourant les gammes de produits limitées en imposant des obligations d'information sur la relation : le courtier devra indiquer clairement quels produits il offre pour que le client comprenne quels produits sont disponibles. Ainsi, un courtier (y compris celui qui appartient à une banque) pourrait n'offrir que des produits exclusifs; les obligations d'information sur la relation sont conçues pour s'assurer que les clients comprennent que, auprès de ce courtier, ils n'auront accès qu'à ses produits exclusifs. Cette mesure permet au client de bien comprendre que le courtier n'offre pas d'autres produits que les siens et de prendre la décision éclairée d'entamer une relation avec lui ou bien avec un autre courtier offrant une gamme élargie ou différente de produits. L'objet de ces éléments des réformes axées sur le client s'harmonise avec le principe sous-jacent à la proposition 17. Nous évaluerons si d'autres

mesures réglementaires sont nécessaires en fonction des commentaires des participants aux marchés et des autres intéressés.

18. *Instaurer une structure de fonds de placement de détail pour poursuivre des objectifs et des stratégies de placement qui comprennent l'investissement dans des entreprises en démarrage*

En janvier 2019, les ACVM ont mis en œuvre des modifications du régime réglementaire en valeurs mobilières au Canada afin de moderniser la réglementation des fonds d'investissement en la rendant plus efficace et pertinente pour ainsi faciliter l'utilisation de stratégies d'investissement alternatives et plus innovatrices tout en conservant les restrictions qui, à notre avis, sont appropriées aux produits pouvant être offerts aux investisseurs individuels. Ces modifications émanaient de la volonté des ACVM de garantir un accès approprié à une multitude d'occasions d'investissement pour différents types d'investisseurs et ainsi de promouvoir l'efficacité des marchés des capitaux. Ces thèmes généraux sous-tendent également la proposition 18.

19. *Améliorer la diversité des conseils d'administration*

Depuis plusieurs années, les ACVM publient des rapports annuels qui exposent les principales tendances observées dans le cadre de leur examen de l'information rendue publique sur la représentation féminine aux postes d'administrateurs et de membres de la haute direction, examen que le *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance* oblige la plupart des membres des ACVM à effectuer. Les obligations d'information visent à rendre plus transparentes la représentation des femmes au conseil et à la haute direction pour les investisseurs et autres intéressés, ainsi que l'approche de chaque émetteur à cet égard, et s'inscrivent dans l'engagement des ACVM à veiller à ce que les investisseurs disposent de l'information nécessaire à la prise de décisions éclairées concernant leur investissement et leur vote. Reconnaissant que l'ampleur des enjeux de diversité au sein des sociétés évolue, tout comme son importance pour les investisseurs et les émetteurs, les ACVM continueront à faire avancer l'étude de ces enjeux.

20. *Introduire un cadre de réglementation des sociétés de conseil mandataires*

Les ACVM reconnaissent que le vote par procuration constitue un moyen important à la disposition des actionnaires pour communiquer leurs préférences en matière de gestion et de gouvernance. Les émetteurs comptent sur le vote des actionnaires pour élire les administrateurs et faire approuver les autres questions de gouvernance ou certaines opérations. Le vote par procuration est donc essentiel à nos marchés des capitaux et en favorise la qualité et l'intégrité. En outre, les ACVM constatent que les agences de conseil en vote (appelées « sociétés de conseil mandataires » dans le rapport) exercent un rôle important dans le processus de vote par procuration en fournissant des services pouvant faciliter la participation des investisseurs, tels que l'analyse des documents relatifs aux procurations et la formulation de recommandations de vote. Certaines d'entre elles fournissent également d'autres types de services aux émetteurs, notamment des services de consultation en gouvernance. En reconnaissance de ce qui précède, les ACVM ont adopté l'*Instruction générale 25-201 relative aux indications à l'intention des agences de conseil en vote*, qui énonce les pratiques recommandées pour ces agences concernant les services qu'elles fournissent à leurs clients et leurs activités, et qui leur fournit des indications

conçues pour a) favoriser la transparence de la formulation des recommandations de vote et l'élaboration des lignes directrices en matière de vote par procuration et b) aider les participants au marché à comprendre les activités des agences de conseil en vote. Les questions que les ACVM ont traitées dans cette instruction générale, et qu'elles continueront de traiter au besoin, sont reflétées dans la proposition 20.

21. Faire passer de 10 % à 5 % le seuil de propriété à déclaration obligatoire

Le seuil de déclaration de la propriété est plus élevé au Canada que dans d'autres marchés des capitaux. Un seuil plus bas, comme 5 %, risque de ne pas convenir au Canada en raison des particularités de nos marchés des capitaux. En 2013, les ACVM ont proposé de réduire le seuil de déclaration selon le système d'alerte à 5 %. Après consultation auprès du public, elles ont conclu que les avantages souhaités sur le plan de la transparence seraient surpassés par les incidences défavorables possibles, dont la réduction de l'accès aux capitaux pour les petits émetteurs, la restriction de la capacité des investisseurs à accumuler ou à réduire rapidement des participations importantes dans le cours normal de leurs activités d'investissement, la diminution de la liquidité du marché et la hausse indue des coûts de conformité à l'obligation de déclaration. Ultimement, un seuil de 5 % n'a pas été jugé approprié en raison des particularités des marchés des capitaux du Canada, notamment le nombre important de petits émetteurs et la liquidité limitée. Ainsi, les ACVM sont d'avis que si aucun changement apaisant les craintes indiquées ci-dessus ne se produit sur le marché, le seuil abaissé dont il est question à la proposition 21 risque de ne pas être adapté aux marchés des capitaux du pays. Les ACVM sont ouvertes à un réexamen de la question si les commentaires des participants aux marchés et des autres intervenants le justifient.

25. Exiger une divulgation plus complète de l'information importante sur le plan de l'environnement, de la société et de la gouvernance, y compris de l'information prospective, de la part des émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto

Le 1^{er} août 2019, les ACVM ont publié des indications sur l'information relative aux risques en matière de changement climatique dans l'Avis 51-358 du personnel des ACVM, *Information sur les risques liés au changement climatique*. Comme dans bien des cas, elles surveilleront l'information continue fournie, notamment en ce qui concerne les questions pour lesquelles elles ont formulé des indications. Elles reconnaissent que le contexte de ces enjeux évolue, aussi bien au Canada qu'à l'étranger. Elles continueront de participer aux processus conçus pour influencer la façon de mesurer l'empreinte environnementale des secteurs d'importance pour l'économie canadienne à des fins d'investissement. Les ACVM s'attendent à maintenir la communication avec les autorités canadiennes compétentes en la matière, tout en appuyant les principes et les indications énoncés dans l'avis précité. L'importance de cette information sous-tend également la proposition 25.

26. Exiger des bulletins de vote par procuration universels pour les assemblées contestées où un parti choisit d'utiliser un bulletin de vote universel, et rendre obligatoire la divulgation du vote de chaque partie en cas de différend lors d'une assemblée où des bulletins de vote universels sont utilisés

L'utilisation de bulletins de vote par procuration universels est un enjeu de droit des sociétés et ne relève pas de la compétence habituelle des autorités en valeurs mobilières. Nous signalons également que le système actuel reflète la réalité selon laquelle la question faisant

l'objet d'un vote est une contestation et peut réduire la probabilité qu'un conseil d'administration se retrouve dans une impasse. Le recours aux procurations est en hausse aux États-Unis. Nous devons étudier davantage la question et les incidences sur les émetteurs, les investisseurs et les fournisseurs de services si elle refait surface dans le futur.

27. *Modifier les lois sur les valeurs mobilières pour y ajouter des exigences et des directives sur le rôle des administrateurs indépendants lors des transactions donnant lieu à un conflit d'intérêts*

L'Avis multilatéral 61-302 du personnel des ACVM, *Examen du personnel et commentaires sur le Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* présente le point de vue du personnel sur le rôle du conseil d'administration ou des comités spéciaux composés d'administrateurs indépendants dans la négociation, l'examen et l'approbation ou la recommandation d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important. Il expose également le point de vue du personnel sur les obligations d'information qui incombent aux émetteurs dans le cadre d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts. Les ACVM ont publié l'avis afin de fournir aux émetteurs, aux conseils d'administration et aux investisseurs des indications sur les enjeux qui surviennent dans le cadre d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important, tout en reconnaissant le rôle des autorités en valeurs mobilières et celui, complémentaire, du droit des sociétés, dans ces cas. L'objet des indications que les ACVM ont fournies, comme l'indique le Groupe de travail, sous-tend la proposition 27.

29. *Introduire des règles pour prévenir l'exercice excessif du droit de vote*

Au cours des années précédant 2016, nous avons joué un rôle de premier plan dans la réponse aux préoccupations exprimées par les participants au marché sur l'intégrité et la fiabilité de l'infrastructure du vote par procuration, notamment sur la question des survotes (appelés « exercice excessif du droit de vote » dans le rapport). Ces travaux d'envergure ont jeté les bases de notre examen de l'infrastructure du vote par procuration (Document de consultation 54-401 des ACVM, *Examen de l'infrastructure du vote par procuration* et Avis 54-303 du personnel des ACVM, *Rapport d'étape sur l'examen de l'infrastructure du vote par procuration*). Il s'en est suivi la publication, en janvier 2017, de l'Avis 54-305 du personnel des ACVM, *Protocoles concernant le rapprochement des votes établis en vue d'une assemblée*. Ces protocoles exposent les attentes de notre personnel concernant les rôles et les responsabilités des entités clés qui mettent en œuvre le rapprochement des votes établis en vue d'une assemblée, ainsi que des indications sur les types de processus opérationnels qu'elles devraient mettre en place pour permettre l'exactitude et la fiabilité du rapprochement de ces votes et la responsabilité des entités qui en sont chargées. L'Avis 54-305 précisait que nous allions superviser la mise en œuvre volontaire des protocoles au cours des périodes de sollicitation de procurations suivantes avec la collaboration des intermédiaires et des agents des transferts, et évaluer si des mesures réglementaires rehaussées pourraient s'avérer nécessaires. Les principes qui guident nos mesures et nos activités d'évaluation continue sont contenus dans la proposition 29.

30. *Supprimer le statut de propriétaire bénéficiaire non opposé et de propriétaire bénéficiaire opposé, permettre aux émetteurs d'accéder à la liste des propriétaires véritables des titres (appelés « propriétaires des titres bénéficiaires » dans le rapport) sans égard au lieu de*

résidence des porteurs de titres et faciliter la livraison électronique des documents liés aux procurations destinés aux porteurs de titres

Les notions de propriétaire véritable opposé et de propriétaire véritable non opposé (appelés « propriétaire bénéficiaire opposé » et « propriétaire bénéficiaire non opposé », respectivement, dans le rapport) ont fait l'objet de discussions approfondies aux ACVM et ont été la source de nombreux commentaires de la part des participants au marché pendant la rédaction du *Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti*, en plus d'être abordées dans le Document de consultation 54-401 des ACVM, *Examen de l'infrastructure du vote par procuration* (dont il est fait mention ci-dessus). Les membres des ACVM sont conscients que les points de vue des participants au marché entourant le maintien du mécanisme basé sur ces notions divergent. Et comme c'est souvent le cas, ces points de vue reflètent des évaluations différentes de la façon dont le droit devrait tenir compte des intérêts opposés; les ACVM maintiennent toutefois le dialogue avec les parties intéressées et les participants au marché concernés quant aux moyens de résoudre les sources de frictions au sein du régime réglementaire en général, notamment en lien avec le mécanisme actuel de propriétaire véritable opposé/propriétaire véritable non opposé abordé dans la proposition 30.

31. Créer un bac à sable réglementaire de l'Ontario au profit des entrepreneurs et des entreprises en démarrage. À plus long terme, envisager de créer un super bac à sable canadien

En février 2017, nous avons lancé notre bac à sable réglementaire, qui vise à appuyer les entreprises en fintechs souhaitant offrir des applications, des produits et des services novateurs au Canada. Ce mécanisme permet à des sociétés de s'inscrire ou d'obtenir une dispense des obligations prévues par la législation en valeurs mobilières plus rapidement et plus facilement que par la procédure de demande habituelle, afin de tester leurs produits, leurs services et leurs applications sur le marché canadien, généralement pour une durée limitée. Notre bac à sable réglementaire contribue à la mise en œuvre de changements à l'encadrement réglementaire des valeurs mobilières rendus nécessaires par l'essor de technologies émergentes et novatrices tout en permettant de mieux comprendre l'incidence qu'ont sur les marchés des capitaux les avancées technologiques, d'évaluer l'étendue et la nature des répercussions réglementaires ainsi que les mesures requises pour moderniser l'encadrement réglementaire des entreprises en fintechs. Nous reconnaissons déjà l'importance de la collaboration réglementaire intersectorielle, comme en font foi les efforts coordonnés avec la Banque du Canada et le ministère fédéral des Finances par l'intermédiaire des responsables des organismes de réglementation, y compris en lien avec la technologie du secteur financier et les catégories émergentes d'actifs. Notre engagement permanent à s'adapter à l'innovation des entreprises, notamment la coordination avec les organismes de réglementation du secteur financier, est reflété dans la proposition 31.

32. Obligation pour les participants au marché de fournir des données ouvertes

Sur la scène mondiale ainsi qu'au Canada, certains estiment qu'un meilleur partage des données permet de renforcer l'élaboration et l'analyse réglementaires (et ainsi favoriser les solutions « RegTech »), d'aider les entreprises à offrir de nouveaux produits et services, ainsi que de contribuer à la recherche de solutions pour les modèles d'entreprise novateurs. Les ACVM continuent de participer aux discussions et aux analyses visant à miser sur des outils existants qui servent les objectifs sous-jacents de ces avancées, dont leur actuel programme de dépôt facultatif en XBRL, conçu pour promouvoir l'initiative sur les

données ouvertes destinée aux participants au marché. Par ailleurs, les données tirées des dépôts réglementaires sont déjà accessibles au public au moyen de leurs différents sites Web, comme SEDAR.com, SEDI.ca, la Base de données nationale des interdictions d'opérations sur valeurs (IOV), le Moteur de recherche national de renseignements sur l'inscription ainsi que la Liste des personnes sanctionnées. Le projet d'innovation SEDAR+ des ACVM élargira, en temps opportun, l'accès aux données des participants au marché, et les ACVM continueront de se pencher sur des méthodes et outils novateurs et inédits favorisant la transmission de données ouvertes. Ces principes semblent sous-tendre la proposition 32.

33. *Permettre un meilleur accès aux capitaux pour les entreprises en démarrage et les entrepreneurs*

Les ACVM sont aussi au fait des démarches entamées par des groupes d'investisseurs providentiels dont le but est de faciliter le financement des entreprises en démarrage, et ainsi favoriser une formation de capital efficiente. Leur projet de *Règlement 45-110 sur les dispenses de prospectus et d'inscription pour financement participatif des entreprises en démarrage* (dont la consultation publique a pris fin le 13 juillet 2020) prévoit une dispense de l'obligation d'inscription à titre de courtier pour les portails de financement qui facilitent les placements en ligne par des émetteurs qui se prévalent de la dispense de prospectus pour financement participatif des entreprises en démarrage. Dans le cadre de leur bac à sable réglementaire, les ACVM avaient déjà étudié et accepté une demande de dispense visant un résultat semblable dans des circonstances précises. L'objet de la proposition 33 reflète cette approche axée sur un meilleur accès au capital pour les entreprises en démarrage.

Propositions auxquelles les ACVM recommandent ne pas donner suite

Les ACVM recommandent au Groupe de travail d'écarter les trois propositions qui suivent. Soit elles les ont déjà étudiées et rejetées à l'issue d'une analyse réglementaire poussée et la conjoncture du marché semble inchangée, soit elles estiment que les investisseurs ou le marché n'en tireront aucun avantage appréciable.

22. *Adopter des exigences de déclaration trimestrielle pour les investisseurs institutionnels d'entreprises canadiennes*

La proposition selon laquelle les investisseurs institutionnels dont la valeur des avoirs excède des seuils non précisés (par rapport au seuil actuel de 10 % d'une catégorie de titres) seraient tenus de déclarer chaque trimestre les titres d'un émetteur ouvert qu'ils détiennent alourdirait considérablement leur fardeau de déclaration, sans apporter d'avantages manifestes. Une telle déclaration fondée sur des seuils serait difficilement réalisable, et constituerait un important fardeau pour nombre de petites institutions au pays. Les investisseurs institutionnels pourraient réagir à cette mesure en conservant leurs placements en deçà du seuil de déclaration, ce qui ne favoriserait aucunement la formation de capital.

Nous tenons aussi à souligner que le jour suivant la publication du rapport comprenant cette proposition, la Securities and Exchange Commission des États-Unis a fait passer de 100 millions à 3,5 milliards de dollars le seuil de déclaration pour une obligation semblable. Il importe de veiller à ce qu'au Canada, tout changement visant cet aspect de son régime de réglementation des valeurs mobilières convienne à la taille et à la nature de ses marchés des capitaux.

23. Exiger que les émetteurs cotés à la Bourse de Toronto tiennent un vote consultatif annuel des actionnaires sur la stratégie du conseil à l'égard de la rémunération des membres de la haute direction (appelés « cadres supérieurs » dans le rapport)

Les ACVM ont reçu des commentaires d'investisseurs institutionnels militant en faveur de l'introduction, auprès de toutes les sociétés ouvertes canadiennes, de l'obligation de tenir un vote consultatif annuel sur la rémunération. Il semble cependant que pareille obligation occasionnerait un fardeau supplémentaire exagéré pour les nombreux petits émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto. Nous avons remarqué que certains émetteurs, dont bon nombre de grandes sociétés inscrites à cette bourse, ont déjà adopté cette pratique sur une base volontaire (grandement inspirée des commentaires directs des actionnaires institutionnels), les actionnaires institutionnels ayant les coudées franches pour échanger directement avec les émetteurs et les inciter à tenir de tels votes. À notre avis, l'approche canadienne demeure appropriée.

24. Permettre à la CVMO de donner son point de vue à un émetteur au sujet de l'exclusion par celui-ci de propositions d'actionnaires dans ses documents de procuration (lettre de non-intervention)

Les ACVM ne sont pas en faveur des lettres de non-intervention puisqu'elles risquent d'entraver le pouvoir discrétionnaire de l'autorité en valeurs mobilières, ce qui va à contre-courant de leurs mandats respectifs de protection de l'intérêt public. Par ailleurs, ce sujet recoupe le droit des sociétés, lequel dépasse la portée du mandat des membres des ACVM. Enfin, les ACVM n'ont reçu aucune plainte entourant l'exclusion des propositions d'actionnaires. Cela dit, aucun problème sur le marché ne semble y être associé.

Propositions risquant de réduire l'efficacité du régime canadien de réglementation des valeurs mobilières (modification des mécanismes d'application de la loi)

Les membres des ACVM ont la responsabilité première de mener des enquêtes et de faire appliquer les lois sur les valeurs mobilières. En repérant les infractions à ces lois ou les comportements sur les marchés des capitaux qui sont contraires à certaines de leurs dispositions ou à l'intérêt public, et en imposant les sanctions appropriées lorsque de telles pratiques sont mises au jour, les ACVM préviennent les actes répréhensibles, protègent les investisseurs, et favorisent l'équité et l'efficacité de marchés des capitaux dignes de la confiance des investisseurs.

Composé des principaux responsables de l'application de la loi dans chaque territoire membre, le comité des ACVM chargé de l'application de la loi se réunit tous les mois pour traiter des questions générales en la matière, de processus et de dossiers précis dans lesquels il convient de prendre des mesures réciproques ou conjointes. Dans certains cas, des membres des ACVM mettent en commun des ressources d'enquête de différents territoires afin d'obtenir des renseignements au sujet de personnes physiques ou d'entreprises qui pourraient exercer des activités illégales dans plus d'un territoire. Ils peuvent aussi rendre des décisions réciproques (soit au moyen du mécanisme automatique visé à la proposition 34 que nous recommandons à la CVMO d'adopter, soit selon un processus simplifié), ce qui leur permet d'appliquer une décision dans plus d'un territoire.

L'on voit bien que les membres des ACVM collaborent autant sur les questions d'application des lois sur les valeurs mobilières que sur le processus d'élaboration et de mise en œuvre réglementaires. Ainsi, la modification des mécanismes d'application de la loi dans un territoire peut influencer sur l'efficacité des activités d'autres membres des ACVM en la matière.

Puisque les propositions 37, 39, 40, 42, 43 et 45 visent à modifier les pratiques et les procédures d'application de la loi en Ontario, les ACVM craignent qu'elles ne compromettent leurs propres processus à ce chapitre et la protection des investisseurs si elles sont mise en œuvre. Globalement, les ACVM exhortent le Groupe de travail à la prudence dans sa recommandation de donner suite à pareils changements qui pourraient éventuellement réduire l'efficacité des activités d'application de la loi de la façon suivante :

- ils semblent transformer la procédure et l'issue des audiences administratives simplifiées (lesquelles sont délibérément conçues de cette façon) en une approche qui s'apparente davantage à celle des tribunaux;
- ils réduisent le pouvoir discrétionnaire du personnel chargé de l'application de la loi de prendre des mesures lui permettant de superviser de façon appropriée et nécessaire le grand nombre d'interactions devant avoir lieu sur les marchés des capitaux et à l'égard desquelles toute infraction pourrait se traduire par des incidences défavorables importantes pour le public, les marchés des capitaux en général et, dans certains cas, la stabilité de l'économie canadienne;
- ils ajoutent des processus pouvant ralentir la prise de mesures d'application de la loi en temps opportun, ce qui nuirait à la protection des investisseurs et ébranlerait leur confiance.

Autres occasions d'amélioration

Adhésion de l'Ontario au régime de passeport

Dans la proposition 34, le Groupe de travail recommande de rendre automatiquement réciproques les éléments non financiers des ordonnances rendues et des règlements conclus. Depuis 2014, les membres des ACVM ont adopté des modifications législatives qui simplifient et accélèrent certains éléments de leur régime d'application de la loi par la réciprocité automatique des interdictions de participer aux marchés prononcées par des autorités en valeurs mobilières au pays. Grâce à ce mécanisme, l'exclusion des contrevenants des marchés des capitaux canadiens se fait de façon efficace, uniforme et rapide. Nous saluons la proposition du Groupe de travail d'ajouter l'Ontario à la liste des membres des ACVM ayant adopté pareil mécanisme.

L'adoption du *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* (le **règlement sur le passeport**) conférerait encore plus d'avantages à la réciprocité automatique, en entraînant l'application réciproque de décisions au chapitre des prospectus, des dispenses discrétionnaires, de l'inscription et de certaines autres décisions des autorités de réglementation. Elle aurait également pour effet d'accroître l'efficacité de la CVMO et des ACVM et d'alléger considérablement le fardeau réglementaire pour des milliers de participants au marché de second plan en Ontario.

Le règlement sur le passeport crée un guichet unique pour accéder aux marchés des capitaux à l'échelle du pays, et il s'applique notamment aux prospectus, aux demandes de dispense, à l'inscription, aux agences de notation ainsi qu'aux demandes de révocation de l'état d'émetteur assujetti.

Les ACVM partagent des systèmes, des sites Web, des lignes directrices et des listes de vérification sur les pratiques internes, de même que des notes de service, des méthodes et des documents de décision normalisés, sous la houlette de divers comités opérationnels qui veillent à ce que le personnel des ACVM interprète et applique uniformément la législation et les politiques harmonisées aux fins suivantes :

- rendre des décisions qui soient acceptables pour les autorités en valeurs mobilières de tous les territoires;
- répondre en temps opportun aux demandes des participants au marché (par exemple, les visas de prospectus et les demandes de dispense);
- mettre à la disposition de chaque autorité principale l'expertise ou l'information nécessaire pour lui permettre de répondre à tout l'éventail des enjeux réglementaires;
- établir et maintenir des normes minimales.

Dans un esprit de collaboration, le règlement sur le passeport adopté par tous les autres membres des ACVM permet de reconnaître la CVMO comme autorité principale afin que les participants au marché en Ontario bénéficient d'un guichet unique d'accès aux autres territoires tout en ne faisant affaire qu'avec leur autorité locale, la CVMO. Malheureusement, cette dernière n'ayant pas adopté ce règlement, plusieurs milliers de participants au marché dont elle n'est pas l'autorité principale doivent faire examiner leurs demandes ou leurs prospectus tant par celle-ci que par leur autorité principale. Sans égard pour les normes et les processus communs mis en place en matière de prise de décisions depuis plus d'une décennie, la CVMO doit encore, dans ces circonstances, rendre sa décision (par exemple, accorder ou non un visa, l'inscription ou une dispense) relativement à une demande ou à un prospectus. Comme l'ont fait remarquer plusieurs participants au marché lors des dernières consultations locales qu'elle a menées sur la réduction du fardeau réglementaire, son adoption du règlement sur le passeport allégerait considérablement ce fardeau en plus de favoriser son efficacité et celle des ACVM.

Abrègement de la période minimale de consultation de la CVMO à 60 jours

Tout processus d'élaboration réglementaire efficace consent un délai raisonnable aux participants au marché pour commenter les projets de règlement, et dans certains cas, il est justifié de tenir une consultation plus longue. En revanche, la période minimale actuelle de 90 jours de la CVMO est inutilement longue et occasionne des retards dans ce processus. Parmi les autres membres des ACVM, la plus longue période minimale de consultation est de 60 jours. L'Ontario étant la seule province à exiger une période de consultation de 90 jours, l'abrègement de cette période à 60 jours favoriserait l'efficacité du processus d'élaboration réglementaire

Conclusion

Comme elles l'indiquaient au début du présent document, les ACVM continuent d'explorer les occasions de rehaussement du régime pancanadien harmonisé de réglementation des valeurs

mobilières, et elles et leurs membres se réjouissent de la possibilité d'étudier des propositions destinées à l'améliorer. Elles se feront un plaisir de travailler avec les participants au marché et les parties intéressées au rehaussement de notre régime moderne et souple de réglementation des valeurs mobilières en poursuivant la mise en œuvre d'approches réglementaires harmonisées, efficaces et simplifiées pour les participants au marché tout en assurant de solides éléments de protection des investisseurs. Les ACVM sont disposées à échanger avec le Groupe de travail pour commenter et préciser davantage certains sujets abordés aux présentes.