



Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers

RAPPORT FINAL

Janvier 2021

Table des matières

1.0 Aperçu	1
1.1 Message du président.....	1
1.2 Contexte.....	3
1.3 Commentaires des parties prenantes.....	16
2.0 Principales recommandations.....	17
2.1 Améliorer la structure réglementaire.....	18
2.2 La réglementation en tant qu'avantage concurrentiel.....	34
2.3 Assurer des règles du jeu équitables.....	60
2.4 Système de procuration,gouvernance d'entreprise et fusions et acquisitions.....	70
2.5 Favoriser l'innovation	82
2.6 Moderniser l'application de la loi et améliorer la protection des investisseurs	91
Annexe: Notice biographiques des membres du Groupe de travail.....	115

Ce document contient les propositions de politique du Groupe de travail indépendant sur la modernisation relative aux marchés financiers (le « Groupe de travail »). Les points de vue, les opinions et les recommandations exprimés dans le présent document sont uniquement ceux du Groupe de travail et ne sont pas formulés au nom du gouvernement de l'Ontario. Ils ne reflètent pas nécessairement la politique, la position ou le point de vue officiels du gouvernement de l'Ontario. De plus, le document ne reflète pas les points de vue ou les positions du Groupe consultatif d'experts et n'est pas approuvé par ses membres.

1.0 Aperçu

1.1 Message du président

Création d'emplois et prospérité économique. Fondamentalement, ce sont là les extrants les plus importants d'un régime de marchés financiers fructueux. L'Ontario a adopté ses premières lois sur les marchés financiers en 1928. Depuis des décennies, l'Ontario est à l'avant-garde de la protection des investisseurs et de l'efficacité des marchés. Nous ne pouvons pas prendre de retard. À la fin de l'année dernière, l'ancien ministre Rod Phillips a formé le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers pour examiner la situation actuelle des marchés financiers de l'Ontario. En février 2020, Rupert Duchesne, Wes Hall, Melissa Kennedy, Cindy Tripp et moi-même avons été nommés pour mener cet examen.

Depuis la crise financière de 2008, le système financier mondial a été le théâtre d'importants changements. La pandémie actuelle de COVID-19 a mis en évidence la nécessité de s'adapter et de se tourner vers l'avenir dans le développement de marchés financiers modernisés. Le Groupe de travail avait pour objectif de s'attaquer aux problèmes des marchés financiers de demain en formulant des recommandations audacieuses et novatrices qui feront de l'Ontario l'une des destinations de marchés financiers les plus attrayantes à l'échelle mondiale.

Le Groupe de travail a travaillé avec diligence pendant dix mois, pendant la pandémie de COVID-19. Nous avons rencontré plus de 110 intervenants différents dans le cadre de nos consultations préliminaires, certains ayant été rencontrés à plusieurs reprises, et nous avons reçu plus de 130 lettres de commentaires d'intervenants en réponse à notre rapport de consultation publié en juillet 2020.¹ Les réunions de consultation et les commentaires officiels nous ont démontré que le temps du changement est venu.

L'un de nos principaux objectifs est de rehausser la croissance et l'avantage concurrentiel sur les marchés financiers de l'Ontario. La baisse du nombre de nouveaux émetteurs et de premiers appels publics à l'épargne en Ontario est alarmante. Les conséquences réelles de cette tendance sont la diminution du nombre de sièges sociaux, du nombre d'entrepreneurs et des occasions d'investissement dans la croissance, ce qui pourrait pousser l'Ontario à devenir une économie de « succursales ». À cette fin, le Groupe de travail propose des recommandations visant à favoriser l'incubation de petits émetteurs dans la province en réduisant le fardeau réglementaire, en offrant de nouvelles possibilités de mobilisation de capitaux grâce à l'élargissement des exemptions relatives aux prospectus et en simplifiant les exigences en matière de divulgation, entre autres éléments.

« Les recommandations que nous avons formulées ont une incidence générationnelle sur les marchés financiers de l'Ontario. »

Walied Soliman

En recommandant des propositions visant à stimuler la croissance et l'établissement de courtiers indépendants, on augmentera le nombre d'intermédiaires qui se concentrent sur l'établissement de liens entre les capitaux et les petites entreprises. Les petites entreprises, en particulier, comptent beaucoup sur les courtiers indépendants pour obtenir du capital.

Pour offrir plus de choix aux investisseurs de l'Ontario, nous avons formulé des recommandations pour faire en sorte que les canaux de distribution de la gestion de la richesse offrent un meilleur accès à des produits de gestion

¹ Groupe De Travail Sur La Modernisation Relative Aux Marchés Financiers. (Juillet 2020). Groupe De Travail Sur La Modernisation Relative Aux Marchés Financiers : Rapport De Consultation. <https://www.ontario.ca/fr/document/groupe-de-travail-sur-la-modernisation-relative-aux-marches-financiers-rapport-de-consultation>

de la richesse concurrentiels et indépendants. La concurrence entre les fabricants de produits mène à des produits de meilleure qualité et plus innovateurs, ce qui donne plus de choix aux investisseurs.

Bien que l'élaboration de recommandations visant à favoriser la croissance et l'innovation soit importante, toutes nos recommandations ont été formulées sous l'angle de la protection des investisseurs. Il est essentiel d'inspirer confiance dans nos marchés financiers et les investisseurs doivent se sentir en sécurité. L'une des façons d'instiller de la confiance dans nos marchés financiers consiste à mettre en place un cadre de gouvernance d'entreprise transparent et efficace. Des changements sont recommandés pour moderniser les normes de gouvernance et le cadre du vote par procuration pour les entreprises publiques de l'Ontario afin qu'il soit plus facile pour les entreprises de répondre aux préoccupations des intervenants, d'accroître la transparence et d'encourager la participation des actionnaires.

Nos recommandations appuient également le renforcement des pouvoirs d'application de la loi afin de protéger les investisseurs et d'assurer des règles du jeu équitables pour tous les participants au marché, tout en offrant une plus grande certitude et une plus grande clarté quant au processus d'application de la loi. Nous recommandons également de nouvelles façons de rembourser les investisseurs lésés.

En tout, nous avons formulé plus de 70 recommandations corrélatives. Le Groupe de travail a été extrêmement honoré d'avoir la confiance et l'encouragement de l'ancien ministre Rod Phillips dans cette entreprise. Je tiens également à remercier la CVMO de son soutien tout au long de ce processus. L'Ontario a le privilège d'avoir à la CVMO un groupe de personnes dévouées qui travaillent pour nous. Ce sont des leaders talentueux des marchés financiers mondiaux, et nous espérons que ces recommandations leur procureront des outils améliorés pour les aider à atteindre nos objectifs en matière de marchés financiers.

Au nom du Groupe de travail, je tiens à remercier les intervenants qui ont formulé des commentaires au cours des consultations préliminaires et qui ont soumis des lettres de commentaires écrites détaillées. Nous sommes encouragés par l'enthousiasme manifesté par tous les intervenants envers l'amélioration des marchés financiers de l'Ontario.

Le présent rapport est le fruit d'un long travail d'équipe et j'exprime toute ma gratitude à mes collègues du Groupe de travail, Rupert Duchesne, Wes Hall, Melissa Kennedy et Cindy Tripp, pour leur dévouement et leur engagement remarquables envers le service public tout au long de ce processus. Je tiens à remercier Eric de Roos, le sous-ministre Greg Orensak, le sous-ministre adjoint David Wai, la sous-ministre adjointe Sunita Chander, Shameez Rabdi, Jeet Chatterjee, Luc Vaillancourt et Diane Yee du ministère des Finances. J'aimerais également remercier mes partenaires Heidi Reinhart et Rowan Weaver et mes collègues Abigail Court, Daniel Weiss et Scott Thorner, de Norton Rose Fulbright, pour leur appui pro bono au Groupe de travail. Enfin, je tiens à remercier les membres du groupe consultatif d'experts pour leurs conseils et leurs commentaires tout au long du processus. Le gouvernement de l'Ontario s'est engagé à moderniser son cadre de réglementation des marchés financiers. Les recommandations que nous avons formulées ont une incidence générationnelle sur les marchés financiers de l'Ontario. Réunis, ces changements rendront notre province plus prospère, plus entrepreneuriale, plus concurrentielle et nous aideront à nous positionner comme chef de file mondial.

Respectueusement soumis en décembre 2020, et merci de cette occasion.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Walied', enclosed within a large, loopy blue oval.

Walied Soliman
Président du Groupe de travail

1.2 Contexte

Le cadre de réglementation des marchés financiers de l'Ontario a été révisé pour la dernière fois en 2003.² Depuis ce dernier examen, le système financier mondial a subi des changements systémiques, en particulier en réponse à la crise financière mondiale de 2008, qui a entraîné une baisse marquée de la production économique et de l'activité sur les marchés financiers. Le cadre de réglementation des marchés financiers, tant nationaux qu'internationaux, a évolué et doit continuer de s'adapter aux marchés en constante évolution.

Dans le cadre de l'engagement du gouvernement de l'Ontario de moderniser les marchés financiers de l'Ontario, l'ancien ministre Rod Phillips a créé le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers (le Groupe de travail) en février 2020 et a nommé cinq membres pour examiner la réglementation des marchés financiers de l'Ontario et faire des recommandations à cet égard. Le Groupe de travail se compose des membres suivants :³



Walied Soliman,
Taskforce Chair, Canadian Chair,
Norton Rose Fulbright



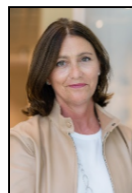
Rupert Duchesne,
CEO of Mattamy Ventures



Wesley J. Hall,
Founder and Executive Chair,
Kingsdale Advisors



Melissa Kennedy,
Executive Vice President, Chief Legal
Officer and Public Affairs, Sun Life



Cindy Tripp,
Founding Partner, former Managing
Director, Co-Head Institutional
Trading of GMP Securities L.P.

Depuis lors, la pandémie de COVID-19 a entraîné un ralentissement économique. Les effets de la pandémie se sont traduits par une baisse de la croissance du PIB réel du Canada de 11,5 % au deuxième trimestre de 2020, soit la plus forte baisse depuis que les données trimestrielles sur le PIB ont été enregistrées pour la première fois en 1961.⁴ Au même trimestre, l'Ontario a également connu la plus forte baisse trimestrielle jamais enregistrée, le PIB réel ayant reculé de 12,3 %. Le PIB nominal de l'Ontario a diminué de 13,3 %, l'excédent d'exploitation net des

² Comité de révision quinquennale. (21 mars 2003). Révision de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario). https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities/fyr_20030529_5yr-final-report.pdf

³ Les notices biographiques des membres du Groupe de travail figurent en annexe.

⁴ Statistique Canada. (28 août 2020). Produit intérieur brut, revenus et dépenses, deuxième trimestre de 2020. <https://www150.statcan.gc.ca/n1/daily-quotidien/200828/dq200828a-fra.htm>

sociétés s'est replié de 25,1 % et les dépenses totales d'investissement des entreprises ont reculé de 16,4 %, tout cela au cours du même trimestre.⁵

À la fin de juin 2020, l'indice composé S&P/TSX avait rebondi d'environ 44 % depuis son creux de mars 2020, mais il était toujours inférieur de 9,6 % à son sommet de février 2020.⁶ Ces baisses reflètent l'incidence considérable de la pandémie de COVID-19 sur l'économie de l'Ontario.

En raison de l'incertitude qui persiste, la pandémie de COVID-19 a mis en évidence la nécessité de moderniser les marchés financiers pour aider les entreprises à réunir des capitaux, particulièrement pour faire face aux répercussions économiques à court terme de la pandémie. De plus, le cadre réglementaire des marchés financiers de l'Ontario doit être modernisé afin de favoriser l'incubation d'entreprises novatrices, de protéger les investisseurs, d'attirer des investissements et de favoriser la numérisation dans nos marchés financiers.

Outre la rétroaction immédiate reçue des intervenants, le Groupe de travail a également tenu compte des tendances du marché et de l'industrie. Les tendances qui touchent les marchés financiers de l'Ontario sont souvent complexes et ne s'excluent pas mutuellement.

Bon nombre de ces tendances ont évolué et changent constamment dans le contexte actuel. Dans ce rapport final, le Groupe de travail a formulé de nombreuses recommandations visant à traiter de la multitude de problèmes qui ont été portés à son attention.

L'importance des marchés publics

Les marchés publics forts, primaires et secondaires, sont un élément important de la formation de capital. Le marché principal est celui où les titres sont d'abord émis et vendus aux investisseurs. Cela permet à un entrepreneur qui a un rêve d'amasser des capitaux pour embaucher plus de gens, développer de nouvelles technologies, explorer des ressources naturelles ou construire une usine. Le marché primaire est au cœur du succès de l'économie ontarienne. C'est là que nous créons de nouveaux emplois et de nouvelles entreprises et où les Ontariens peuvent participer à une histoire de croissance sur le terrain. C'est là que nos marchés de capitaux feront germer des histoires de réussite canadiennes et appuieront la création du prochain Shopify ou Barrick Gold.

« Dans de nombreux pays, au cours de la dernière décennie, nous avons assisté à une modernisation généralisée de la réglementation des valeurs mobilières, y compris dans les pays avec lesquels nous livrons une concurrence féroce pour le capital de risque. Entre-temps, la législation ontarienne sur les valeurs mobilières n'a pas été modernisée depuis 2003. Un examen de la modernisation s'imposait depuis longtemps et il était extrêmement urgent de rétablir l'avantage concurrentiel national et international du marché des capitaux de l'Ontario. »

Bourse NEO

Les marchés secondaires sont les marchés où les investisseurs achètent et vendent des titres. Le marché secondaire fonctionne grâce à un mécanisme de tarification efficace, ce qui donne aux investisseurs davantage d'occasions de participer aux perspectives de croissance. Les marchés secondaires peuvent fournir aux entreprises des capitaux supplémentaires, mais ils sont également utilisés par les investisseurs institutionnels et de détail pour créer de la richesse, épargner en vue de la retraite et atteindre d'autres objectifs financiers.

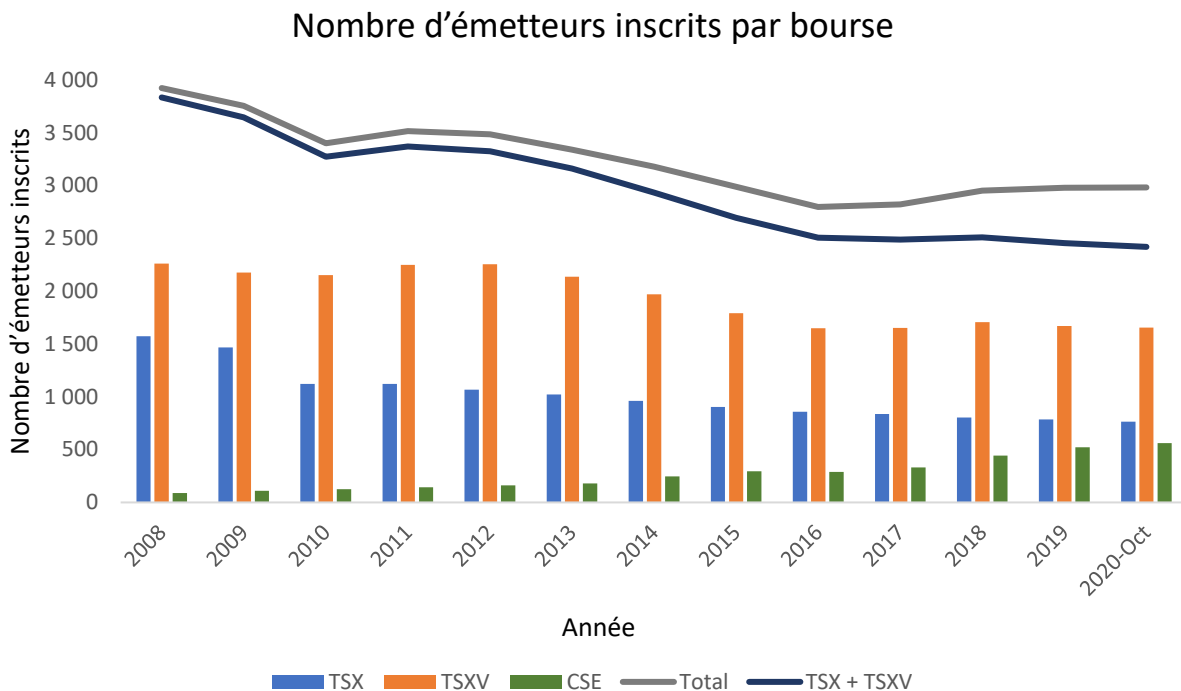
⁵ Comptes économiques de l'Ontario. (2020). Deuxième trimestre de 2020. Ministère des Finances de l'Ontario. <https://fin.gov.on.ca/fr/economy/ecaccts/index.html>

⁶ Comptes économiques de l'Ontario (2020).

Les marchés publics sont un grand facteur d'égalisation économique, ce qui permet aux petits épargnants, soutenus par des protections appropriées pour les investisseurs, de participer directement à la croissance de l'économie de l'Ontario. Des marchés primaires et secondaires forts, transparents et liquides sont la marque de marchés financiers sains et concurrentiels et doivent être protégés. La protection et la croissance de nos marchés primaires et secondaires sont essentielles pour faire en sorte que l'Ontario demeure une province prospère sur les marchés financiers.

Le déclin des marchés primaires

Au cours des deux dernières décennies, le nombre total d'émetteurs inscrits au Canada a diminué.

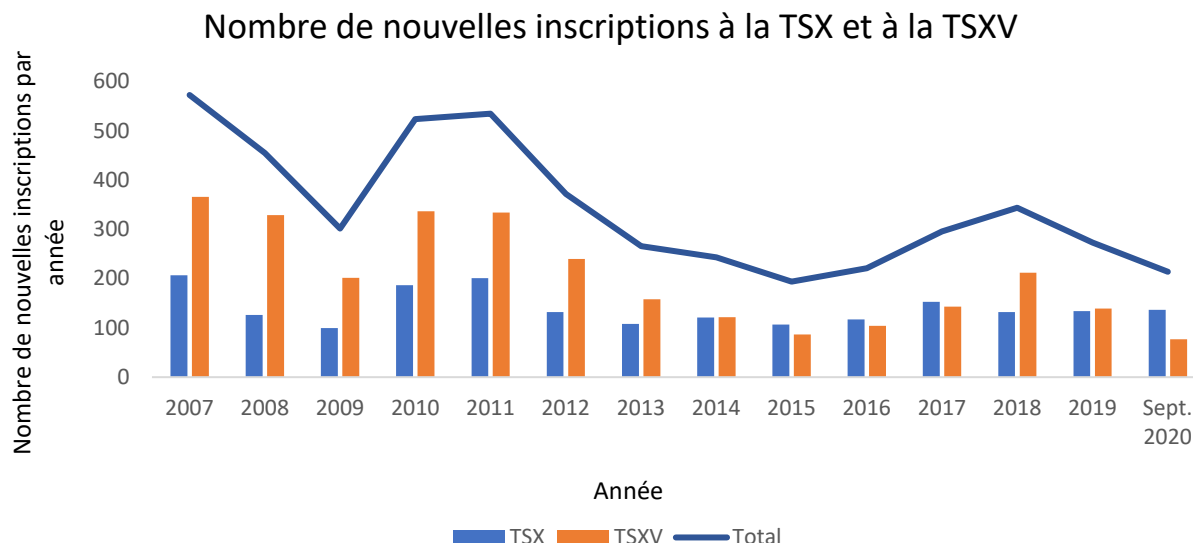


Remarque : Les données du graphique excluent les fonds négociés en bourse, les fonds de placement à capital fixe et d'autres produits structurés. Chiffres annuels publiés en décembre pour les émetteurs inscrits aux bourses TSX et TSXV et en janvier de l'année suivante pour les émetteurs de la CSE.^{7,8}

Les tendances montrent une baisse notable de l'activité sur le marché primaire au Canada. Outre le nombre global d'émetteurs cotés en bourse qui a diminué au fil des ans, le nombre de nouvelles inscriptions par année a également reculé. Bien que la Bourse de croissance TSX a connu une augmentation des activités des sociétés de capital de démarrage et des sociétés d'acquisition à vocation spéciale entre 2015 et 2018, les nouvelles inscriptions dans d'autres secteurs, en général, se sont stabilisées ou ont diminué.

⁷ Groupe TMX. (s. d.) Archives du Groupe de renseignements sur les marchés (MiG). <https://www.tsx.com/listings/current-market-statistics/mig-archives?lang=fr>

⁸ Bourse des valeurs canadiennes. Note: La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a approché le Canadian Securities Exchange pour ces données.



Remarque : Les données du graphique comprennent les PAPE, les PAPE des sociétés de capital de démarrage et des sociétés d'acquisition à vocation spéciale, les transactions admissibles, les acquisitions admissibles, les prises de contrôle inversées, les nouvelles inscriptions (migrations) et autres.⁹

En particulier, le nombre annuel de nouvelles inscriptions à la bourse de croissance TSX est passé de 337 en 2010 à 77 en septembre 2020. En 2010, il y avait 187 nouvelles inscriptions par année à la Bourse de Toronto, comparativement à 137 en septembre 2020. D'après les commentaires des intervenants, le Groupe de travail a entendu que le coût de l'accès aux marchés publics constitue un obstacle important à la collecte de capitaux, surtout pour les petits émetteurs et les entrepreneurs.

Le dépôt d'un premier prospectus d'appel public à l'épargne (PAPE) peut être exceptionnellement coûteux et entraîner de nombreux coûts fixes. Cela touche de façon disproportionnée les petites entreprises. Par exemple, lorsqu'une entreprise choisit de s'inscrire sur les marchés publics, elle utilise les services de courtiers en valeurs mobilières qui imposent des frais de souscription. Outre les frais de souscription, les entreprises doivent également payer les frais juridiques, comptables et de nombreux autres frais de « flottement ». Les coûts peuvent augmenter considérablement selon la complexité ou la nouveauté du PAPE.

Après les pressions initiales en matière de coûts et de ressources, les sociétés ouvertes sont constamment soumises à des exigences réglementaires en matière de production de rapports, et les coûts varient entre les émetteurs de croissance et ceux établis depuis plus longtemps. Les sociétés inscrites sont assujetties à des exigences de divulgation plus importantes et à un examen réglementaire et public plus minutieux en ce qui concerne leur exploitation, leurs activités et leurs résultats financiers, la fluctuation du cours des actions, le rendement de la direction et des administrateurs, la rémunération des cadres supérieurs, les pratiques de gouvernance d'entreprise et les rapports internes.

⁹ Groupe TMX. (s.d.).

Au lieu de suivre la voie traditionnelle d’une inscription ouverte, les entreprises émergentes comptent de plus en plus sur la disponibilité d’autres sources de fonds comme les investisseurs providentiels, le capital de risque et le capital-investissement souvent pour éviter les coûts importants et les exigences de conformité qui découlent d’un financement ouvert. Entre autres conséquences, cela réduit les possibilités de participation directe des petits investisseurs à la croissance économique de notre province.

Contrairement à la baisse des PAPE, il y a eu une augmentation notable du nombre de fonds négociés en bourse (FNB). Au cours de la dernière décennie seulement, les FNB au Canada ont été multipliés par huit, passant de 110 FNB de catégorie régulière en 2009 à 877 en 2019.¹⁰ Les actifs sous gestion ont connu une augmentation constante avec un taux de croissance annuel cumulatif de 20 %, passant de 32 milliards de dollars en 2009 à 205 milliards de dollars en 2019.¹¹

Bien que les FNB aient une part de marché relativement faible par rapport à l’industrie canadienne des fonds communs de placement, leurs ventes ont surpassé celles des fonds communs de placement pendant deux années consécutives en 2019.¹² Ces jalons montrent que les investisseurs utilisent les FNB comme produits stratégiques à long terme.

La montée des marchés privés

À l’échelle mondiale, au cours de la dernière décennie, les actifs du marché privé ont augmenté de 170 % et le nombre de sociétés de capital-investissement a doublé au cours de la même période.¹³ Depuis 2014, il y a eu de nombreux rachats de plusieurs milliards de dollars d’entreprises canadiennes, y compris plusieurs sociétés ouvertes. Le capital privé a acquis de nombreux candidats potentiels à un PAPE en offrant des valorisations plus élevées.

Pour les investisseurs avertis, les marchés privés sont devenus un élément important de la diversification des portefeuilles, étant donné les occasions d’obtenir des rendements plus élevés que sur les marchés publics. Au cours de la dernière décennie, le capital-investissement a surpassé ses équivalents sur les marchés publics selon la plupart des mesures.¹⁴ Par exemple, les sociétés de capital-investissement ont généré un rendement d’environ 13 % au cours des 25 dernières années, tandis que l’indice S&P 500 a généré un rendement d’environ 9 % au cours de la même période, ce qui rend les placements en capital-investissement attrayants pour les investisseurs avertis.¹⁵

¹⁰ Banque Nationale du Canada (2020). Décembre et année complète 2019 : Une décennie de jalons en placements. http://www.cetfa.ca/files/1578316922_Year%20End%202019.pdf

¹¹ Banque Nationale du Canada. (2020).

¹² Banque Nationale du Canada. (2020).

¹³ McKinsey & Company. (2020). Une nouvelles décennie pour les marchés privés : étude McKinsey des marchés privés mondiaux 2020. <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinsey%20private%20markets%20annual%20review/mckinsey-global-private-markets-review-2020-v4.ashx>

¹⁴ McKinsey & Company. (2020).

¹⁵ Almazora, L. (7 novembre 2019). Comment NEO mène la lutte contre l’iniquité d’investissement. Wealth Professional. <https://www.wealthprofessional.ca/archived/how-neo-is-taking-the-fight-to-investment-inequity/321649>

Outre le coût moins élevé de l'accès aux marchés privés, les actionnaires des entreprises disposant des plus grands pouvoirs décisionnels choisissent également de demeurer privés pour maintenir le contrôle, maximiser le rendement ou chercher des options de sortie ou de sortie de fonds à l'extérieur des marchés publics. L'augmentation de l'affectation de capitaux aux marchés privés et la croissance d'autres options de sortie ont réduit la demande pour des PAPE.

Activités commerciales dispensées

Les marchés dispensés sont les marchés privés où les titres peuvent être vendus sans avoir à déposer un prospectus.

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a récemment publié un rapport mettant en lumière les principales tendances suivantes dans le marché dispensé de l'Ontario :¹⁶

- En 2019, environ 3 200 émetteurs de sociétés du Canada, des États-Unis et d'autres pays étrangers ont déclaré 88,6 milliards de dollars de capital provenant d'environ 35 200 investisseurs ontariens grâce à des distributions exemptes de prospectus.
- L'exemption accordée aux investisseurs qualifiés (IQ) était l'exemption la plus utilisée en 2019, 9 émetteurs canadiens et étrangers sur 10 se fiant à cette exemption, qui représentait 95 % du produit brut investi par les investisseurs ontariens.
- D'autres dispenses, comme la notice d'offre (NO), les dispenses pour les membres de la famille, les amis et les partenaires d'affaires et les dispenses pour les détenteurs de titres existants, ont été utilisées par plus de 1 300 émetteurs pour recueillir un peu plus de 1 milliard de dollars de 2017 à 2019.

Les investisseurs institutionnels, contrairement aux investisseurs individuels, respectent souvent facilement les exigences d'investissement dans des produits du marché dispensé. En 2019, les investisseurs institutionnels étaient la principale source de capital (96,3 %) dans le marché dispensé de l'Ontario, investissant environ 85,3 milliards de dollars, bien qu'ils ne représentaient qu'environ 20 % des investisseurs.

La plupart des investisseurs du marché dispensé sont des particuliers, et le nombre d'investisseurs individuels continue de croître d'une année à l'autre. Les tendances indiquent que les investisseurs individuels attribuent la plus grande partie de leur capital à des émetteurs établis en Ontario ou au Canada (81 %), comparativement aux investisseurs institutionnels qui attribuent la plus grande partie de leur capital à des émetteurs étrangers (63 %). Dans l'ensemble, les émetteurs établis en Ontario représentent environ 65 % du produit brut du capital recueilli par des émetteurs établis au Canada.

Fait important, la plupart des investisseurs individuels ne sont pas admissibles à l'achat de produits exemptés ou de produits du marché privé à moins qu'ils ne respectent certains critères qui démontrent qu'ils peuvent accepter les risques liés à l'investissement. Cela s'explique par le fait que la plupart des investisseurs individuels ne possèdent pas la capacité financière ou la tolérance au risque nécessaire pour participer en toute sécurité aux marchés dispensés à risque plus élevé.

¹⁶ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. (2020). Le marché dispensé de l'Ontario : Étude sur la collecte des capitaux en Ontario grâce aux dispenses de prospectus depuis 2017. https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/sn_20201210_45-717_ontario-exempt-market.pdf

Baisse du nombre de courtiers en valeurs mobilières indépendants actifs

Les courtiers en valeurs mobilières indépendants jouent un rôle clé dans le jumelage des capitaux avec les émetteurs, en particulier à l'égard des occasions de capital de risque, jouant ainsi un rôle central dans l'incubation et la croissance du marché primaire. Étant donné le profil de risque plus élevé que présentent habituellement les petites entreprises, les petits intermédiaires jouent un rôle important dans les activités de financement de démarrage que mènent les petites entreprises.

Le déclin des petits et moyens courtiers en valeurs mobilières a été attribué, en partie, à la montée des grands intermédiaires financiers au Canada qui ont des avantages concurrentiels inhérents, ce qui fait qu'il est difficile pour les petits intermédiaires de soutenir la concurrence.¹⁷ Les petits intermédiaires travaillent à l'appariement des entreprises en démarrage avec des capitaux de démarrage. Cependant, une fois que ces petites entreprises à haut risque croissent à un niveau où leurs activités et leurs sources de revenus sont considérées comme moins risquées, les plus gros courtiers en valeurs mobilières peuvent tirer parti de leur vaste gamme de services et de ressources en capital pour attirer ces entreprises loin des plus petits intermédiaires.

Cette dynamique concurrentielle a nui à la capacité des petits intermédiaires de continuer à fournir des services sur les marchés financiers de l'Ontario. Cela a entraîné une diminution du nombre de petits intermédiaires, ainsi qu'une baisse des nouveaux émetteurs. Le déclin des petits courtiers en valeurs mobilières crée un manque dans l'offre sur nos marchés financiers pour répondre aux besoins des petites entreprises à risque élevé qui veulent obtenir des capitaux pendant les premières phases de leur entreprise.

Occasions sur le marché des produits de fonds de détail

Il y a environ 60 000 produits de placement différents détenus par les clients par l'intermédiaire du canal de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (MFDA).¹⁸ À l'heure actuelle, la majorité de la distribution de produits d'investissement auprès des investisseurs se fait par l'entremise de canaux de distribution de produits appartenant à des banques. Les canaux de distribution appartenant aux banques sont généralement vendus par les institutions de dépôt, et environ 95 % des actifs de fonds communs de placement gérés par les institutions de dépôt sont composés de fonds communs de placement exclusifs.¹⁹

Une vaste gamme de produits disponibles, à la fois exclusifs et indépendants, sont essentiels pour accroître les possibilités de profit pour les entreprises et les investisseurs. En outre, l'augmentation de la variété des produits accroît la concurrence et l'innovation sur le marché secondaire. Le Groupe de travail a entendu des préoccupations selon lesquelles de tels incitatifs encouragent la vente de produits exclusifs et limitent l'accès aux produits de fabricants indépendants, ce qui peut toucher particulièrement les petits fabricants indépendants.

¹⁷ Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACVM). (Janvier 2020). Changement structurel majeur du secteur des valeurs mobilières dans l'année qui vient avec l'intensification des pressions concurrentielles. *Lettre du président*, 131. <https://iiac.ca/wp-content/uploads/Letter-from-the-President-Vol.-131.pdf>

¹⁸ Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (2020). Rapport de recherche sur les clients 2020. https://mfda.ca/wp-content/uploads/2020_ClientResearchReport-1.pdf

¹⁹ Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (2017). Rapport de recherche sur les clients de la MFDA de 2017. https://mfda.ca/wp-content/uploads/2017_MFDA_ClientResearchReport.pdf

Concurrence et innovation

La concurrence est essentielle pour favoriser l'équité et l'efficacité des marchés financiers. Les investisseurs bénéficient d'une saine concurrence grâce à des produits meilleurs et innovateurs et à des frais moins élevés. En favorisant la formation de capital et la concurrence, les entreprises de toutes tailles peuvent prospérer, trouver des solutions créatives aux préoccupations et aux défis de l'industrie, accroître la croissance économique et promouvoir des marchés de capitaux plus souples et plus novateurs.

Un cadre plus concurrentiel aiderait les marchés financiers de l'Ontario à devenir un marché plus attrayant pour les investisseurs et stimulerait la croissance économique. L'évaluation des efforts d'innovation et des pratiques exemplaires d'autres pays aiderait l'Ontario à élaborer des idées novatrices pour la croissance de l'emploi et la viabilité économique.

Des administrations internationales de premier plan ont introduit des bacs à sable réglementaires qui ont le potentiel de susciter des idées novatrices. Ces bacs à sable permettent aux entreprises de tester leurs idées novatrices dans un environnement réglementaire léger, mais contrôlé, tout en assurant une protection appropriée des investisseurs.

Récemment, la technologie financière (FinTech) a commencé à livrer concurrence aux services financiers traditionnels et titulaires. Par exemple, les plateformes de financement participatif ont supplanté certains intermédiaires financiers traditionnels en permettant l'échange d'argent de pair à pair avec un minimum de conseils aux investisseurs. Les conseillers-robots ont facilité un nouveau média électronique pour un accès facile à des services de portefeuille diversifiés. La cryptomonnaie peut perturber le rôle d'intermédiaire des banques traditionnelles. Toutefois, comme les autres technologies financières, la cryptomonnaie n'est en grande partie pas réglementée et n'offre pas la même protection aux investisseurs que les autres placements. Ces nouvelles tendances devront être intégrées dans les cadres réglementaires, peut-être initialement par des bacs à sable réglementaires et éventuellement par une réglementation formelle.

La législation, les règles et les politiques doivent être suffisamment souples pour répondre à l'innovation technologique, sans pour autant l'étouffer, tout en protégeant adéquatement les investisseurs et en maintenant la confiance dans les marchés financiers. Il est nécessaire que les marchés financiers de l'Ontario aspirent à un meilleur équilibre entre l'innovation et la réglementation pour réussir dans l'avenir.

Intérêt accru des investisseurs pour les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)

Récemment, les marchés financiers du monde entier ont vu une augmentation des investissements axés sur les facteurs ESG. On estime que 98 % des investisseurs institutionnels canadiens s'attendent à ce que les portefeuilles intégrant les facteurs ESG affichent un rendement égal ou supérieur à ceux qui n'intègrent pas ces facteurs.²⁰ Les données probantes indiquent que l'inclusion des critères ESG est en corrélation positive avec le rendement des investissements, ce qui a suscité une plus grande transparence et un plus grand intérêt pour les politiques ESG.²¹ Récemment, quatre cabinets d'experts-comptables mondiaux – Deloitte, PwC, EY et KPMG – figuraient parmi les plus grandes entreprises du Conseil international des affaires du monde à avoir adopté les normes ESG pour leurs rapports de 2021.²²

Une enquête récente menée auprès d'investisseurs institutionnels, de consultants et de professionnels de l'investissement de RBC Gestion mondiale d'actifs a classé les principales préoccupations des investisseurs au niveau des facteurs ESG comme étant la corruption, le risque posé par le changement climatique et les droits des actionnaires.²³ En outre, l'enquête a montré que la pandémie de COVID-19 a suscité l'intérêt des investisseurs pour les relations de travail, les chaînes d'approvisionnement et la diversité.²⁴ Une plus grande divulgation des facteurs ESG aide les investisseurs à comprendre non seulement les risques potentiels pour l'émetteur, mais aussi les occasions.

Progrès en matière de diversité

On accorde de plus en plus d'attention à la diversité au sein des conseils d'administration et des postes de direction, tant au pays qu'à l'étranger. Une plus grande diversité d'entreprise ne permet pas seulement de remédier aux iniquités de longue date, elle peut améliorer la gouvernance et les décisions opérationnelles, ce qui aide à cerner une variété de questions et de préoccupations.

²⁰ Banque Royale du Canada. (s. d.). Recherches indépendantes les plus récentes : Investissement responsable : Adoption mondiale — divergence régionale. RBC Gestion mondiale d'actifs. <https://www.rbcgam.com/fr/ca/about-us/responsible-investment/our-latest-independent-research>

²¹ Forum économique mondial. (Septembre 2020). Mesure du capitalisme participatif vers des indicateurs communs et des déclarations uniformes de la création de valeur durable. http://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf

²² Ward, M. (22 septembre 2020). « Le moment est venu », déclare Carmine Di Sibio, PDG d'EY, alors que les quatre grands cabinets comptables prennent au sérieux la gouvernance éthique et approuvent les normes officielles de rapport ESG. Business Insider. <https://www.businessinsider.com/big-4-deloitte-pwc-ey-kpmg-announce-esg-reporting-standards-2020-9#:~:text=Leaders%20of%20Deloitte%2C%20PwC%2C%20EY,Financial%20Times'%20Gillian%20Tett%20reports.&text=As%20of%20June%202019%2C%20more,using%20ESG%20standards%2C%20per%20Forbes>

²³ Langton, J. (2020). Les investisseurs institutionnels canadiens placent de grands espoirs dans les portefeuilles d'actions ESG. [\ "038;utm_medium=nl&](https://www.investmentexecutive.com/news/research-and-markets/canadian-institutional-investors-have-high-hopes-for-esg-portfolios/?utm_source=newsletter)

²⁴ Langton, J. (2020).

De 2015 à 2019, le pourcentage de femmes au sein des conseils d'administration n'a augmenté que de 9,3 % pour atteindre 27,6 %, et le pourcentage de femmes au sein des équipes de direction n'a augmenté que de 2,9 % pour atteindre 17,9 %.²⁵ L'examen multilatéral de l'ACVM en 2019 portant sur un échantillon de 641 émetteurs cotés à la TSX a révélé que 17 % des sièges au sein des conseils d'administration étaient occupés par des femmes et que 64 % des émetteurs avaient au moins une femme dans un poste de dirigeante.²⁶

Au cours des dernières années, l'idée de la diversité s'est répandue au-delà de la diversité des sexes. Les récentes modifications apportées à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) obligent les sociétés à faire rapport sur la représentation, au minimum, des groupes suivants : les femmes, les Autochtones, les personnes handicapées et les membres des minorités visibles.²⁷ Dans un examen effectué en 2020 par Osler, Hoskin & Harcourt LLP, 213 entreprises assujetties à la LCSA ont divulgué le nombre de membres des minorités visibles, d'Autochtones et/ou de personnes handicapées siégeant au conseil. Dans ces entreprises, 5,5 % des postes au conseil étaient occupés par des membres de minorités visibles, 0,5 % par des Autochtones et 0,4 % par des personnes handicapées.²⁸ Les données suggèrent qu'il est possible de faire mieux en matière de diversité dans nos marchés financiers.

On s'attend en effet à ce que des mesures soient prises. Un sondage mené auprès de 500 professionnels des marchés financiers, mené par Women in Capital Markets et la Canadian Association of Urban Financial Professionals, a révélé que 92 % des répondants appuyaient les cibles pour les femmes et les Noirs, les Autochtones et les personnes de couleur aux conseils d'administration et aux postes de cadres de direction.²⁹ Toutefois, l'amélioration de la représentation des femmes et des personnes racialisées sur les marchés financiers dans l'ensemble a été lente, surtout au sein de conseils d'administration et de postes de haute direction.

Avant et après: Indice composé S&P/TSX sur cinq ans³⁰

Indice composé S&P/TSX	2015	2019
Nombre d'entreprises	240	234
Pourcentage de femmes au sein des conseils d'administration	18,3 %	27,6 %
Pourcentage de femmes au sein des équipes de haute direction	15,0 %	17,9 %

²⁵ Catalyst & 30% Club (2020). Les femmes occupant des postes de haute direction au sein des entreprises du S&P/TSX. https://www.catalyst.org/wp-content/uploads/2020/03/Women-in-Leadership_SP_TSXCompanies_report_French-Final-1.pdf

²⁶ Autorités canadiennes en valeurs mobilières. (Octobre 2019). Rapport du cinquième examen du personnel sur la représentation féminine aux postes d'administrateurs et de membres de la haute direction. <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2019/2019oct02-58-311-avis-acvm-fr.pdf>

²⁷ Gouvernement du Canada. (18 juillet 2019). Divulgence de la diversité au sein du conseil d'administration et des membres de la haute direction entre en vigueur. <https://www.ic.gc.ca/eic/site/cd-dgc.nsf/fra/cs08317.html>

²⁸ Osler, Hoskin & Harcourt LLP. (Octobre 2020) Pratiques de divulgation en matière de diversité 2020. <https://www.osler.com/osler/media/Osler/reports/corporate-governance/Diversity-and-Leadership-in-Corporate-Canada-2020.pdf>

²⁹ Women in Capital Markets & Canadian Association of Urban Financial Professionals. (Août 2020). Cibles : Les marchés de capitaux sont prêts WCM passe rapidement en revue la diversité des conseils d'administration au Canada. <https://wcm.ca/files/about/WCM-Research-Targets-for-Corporate-Board-Diversity.pdf>

³⁰ Catalyst & 30% Club (2020).

Activisme accru des actionnaires

En plus de la montée de l'activisme des actionnaires institutionnels dans des domaines comme la diversité des conseils d'administration et les facteurs ESG, il y a eu une intensification de l'activisme opérationnel et transactionnel de la part d'anciens initiés et militants professionnels (c. à d. les fonds de couverture). Les activistes remettent souvent en question l'influence des conseils d'administration et de la direction sur le marché en proposant des candidats au conseil d'administration et des solutions de rechange stratégiques à l'approbation des actionnaires. En offrant aux actionnaires une solution de rechange aux conseils d'administration et à la direction existants, les activistes peuvent améliorer le rendement des sociétés ouvertes. Toutefois, on craint que les activistes soient trop axés sur le court terme et qu'ils profitent des lacunes de la réglementation pour faire progresser leurs revendications.

La nécessité de renforcer l'application de la loi et la protection des investisseurs

À l'heure actuelle, il est difficile pour les investisseurs qui sont victimes d'inconduite financière, comme des pratiques de vente trompeuses, des escroqueries de placement frauduleuses et des conseils de placement inappropriés, de demander réparation. Dans bien des cas, les investisseurs lésés ont de la difficulté à s'y retrouver dans un cadre réglementaire complexe et fragmenté. Cela entraîne une perte de confiance dans l'intégrité et l'équité des marchés financiers et dans la capacité des organismes de réglementation d'offrir une protection significative aux investisseurs.

D'après les commentaires des intervenants, le Groupe de travail souligne la nécessité d'un cadre d'application de la loi renforcé en Ontario. Il y a cette impression que le régime de réglementation des marchés financiers de l'Ontario n'est pas assez rigoureux en ce qui concerne la criminalité en col blanc et que les mauvais acteurs dans des pays comparables font l'objet de mesures d'application de la loi plus tôt, ce qui peut nuire à la confiance des investisseurs. Les limites imposées à l'application de la loi peuvent décourager les investissements sur les marchés financiers de l'Ontario, ce qui stimule la

concurrence et l'innovation ailleurs. Des marchés financiers sains et florissants permettent d'atteindre un équilibre entre la concurrence, la croissance et l'innovation et la protection des investisseurs. Le renforcement de l'application de la loi inspire confiance à nos marchés financiers et attire des investissements, ce qui joue un rôle clé dans notre croissance économique.

« Les préoccupations du public au sujet de l'efficacité de l'application des lois sur les valeurs mobilières... sont aggravées par le fait que, dans la plupart des cas, les victimes ne récupèrent que très peu ou aucune de leurs pertes. Cela peut entraîner une perte de confiance dans l'intégrité et l'équité des marchés financiers et dans la capacité des organismes de réglementation d'offrir une protection significative aux investisseurs. »

Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR Canada)

Incidence de la pandémie de COVID-19 sur les marchés

Partout dans le monde, les gouvernements s'efforcent de stimuler les économies nationales et mondiales, de créer des emplois et de soutenir les entreprises touchées par la pandémie de COVID-19. Plusieurs secteurs de l'industrie, comme la fabrication, les voyages, l'hébergement, le divertissement et les loisirs, ont connu une baisse de leur croissance par rapport à l'an dernier. Le nombre de premiers appels publics à l'épargne (PAPE) dans le monde a diminué de 19 % et les produits ont reculé de 8 % au premier semestre de 2020 par rapport au premier semestre de 2019. Le nombre de PAPE et les produits dans les régions du Nord, du Centre et de l'Amérique du Sud ont diminué de 30 % au cours de la même période.³¹

Des études ont montré une augmentation importante du risque et de la volatilité du marché boursier américain et d'autres marchés financiers dans le monde, les premiers résultats montrant que les variations de la volatilité sont plus sensibles aux nouvelles portant sur la COVID-19 que les autres indicateurs économiques.³² La volatilité des marchés financiers a également eu une incidence sur les petites entreprises parce que les investisseurs sont toujours plus réticents à prendre des risques, compte tenu des rendements imprévisibles.

La COVID-19 a retardé la capacité des entreprises de tenir des assemblées générales annuelles (AGA) en personne et a entraîné un plus grand nombre d'AGA virtuelles. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont fourni des conseils sur la tenue d'AGA virtuelles et hybrides, tandis que d'autres organismes de réglementation continuent d'offrir de l'aide et de la souplesse pour les réunions virtuelles et différées.

De plus, les activités d'application de la loi sont devenues virtuelles. La CVMO a publié le « Guide des audiences virtuelles tenues devant le Tribunal de la CVMO » qui fournit des renseignements généraux sur la tenue des audiences virtuelles.³³ La CVMO a également publié une série d'ordonnances temporaires qui offrent un allègement par rapport à divers dépôts et à l'accumulation des frais de retard afin d'aider les participants au marché à respecter leurs obligations réglementaires en cette période sans précédent.

La COVID-19 a amplifié le besoin d'une plus grande participation numérique aux services financiers. La recherche de solutions économiques à long terme dépendra de la maîtrise du numérique et de la capacité de s'adapter à de nouveaux changements dans un contexte de marchés financiers dominé par le numérique et qui évolue rapidement.

« La pandémie a changé à jamais la façon dont les consommateurs pensent, se comportent et transigent sur le plan financier. Tandis que les Canadiens continuent de vivre dans l'insécurité financière en raison des pertes d'emplois et des perturbations des activités à grande échelle, la réponse du ministère des Finances de l'Ontario à ce défi sans précédent a le potentiel non seulement de faire progresser l'économie, mais aussi de revitaliser complètement le secteur financier si les bonnes stratégies sont appliquées. »

Questrade

³¹ EY Canada. (2020). Est-ce que votre histoire d'équité s'adapte à la nouvelle norme? Tendances mondiales de premier appel public à l'épargne: deuxième trimestre de 2020. https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-q2-2020-global-ipo-trends-report-v1.pdf

³² Baek, S. et coll. (2020). COVID-19 et la volatilité des marchés financiers : Une analyse au niveau de l'industrie. *Science Direct*. <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC7467874/>

³³ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. (2020). Guide des audiences virtuelles tenues devant le Tribunal de la CVMO. https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings/tribunal_guide-virtual-hearings-before-osc-tribunal.pdf

L'importance d'un cadre réglementaire modernisé pour les marchés des capitaux

Les tendances et les changements du marché depuis la crise financière de 2008 et l'incidence économique globale de la COVID-19 ont renforcé la nécessité d'évaluer et de chercher des moyens de moderniser la structure réglementaire des marchés financiers de l'Ontario. Un organisme efficace de réglementation des marchés financiers doté d'une structure de gouvernance et d'un mandat modernisés appuie le plan global de reprise économique de l'Ontario dans un monde post-pandémie. La modernisation du cadre de réglementation des marchés financiers permettra à l'Ontario de mieux se positionner pour attirer des investissements de capitaux, aider les entreprises à croître et inspirer confiance sur les marchés.

Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux (RCRMC)

Le Groupe de travail constate l'important travail effectué par tous les gouvernements participants et l'Organisme de mise en place de l'Autorité des marchés des capitaux pour établir le RCRMC. Dans le cadre du RCRMC, l'Ontario travaille avec ses partenaires à l'établissement d'une nouvelle Autorité de réglementation des marchés des capitaux (ARMC), un organisme de réglementation unique exerçant ses activités dans toutes les administrations participantes. Le RCRMC accroîtrait l'harmonisation de la réglementation des marchés financiers et améliorerait la protection des investisseurs en renforçant l'application des lois au sein des marchés des capitaux.

Toutefois, étant donné le besoin urgent de modernisation des marchés financiers de l'Ontario, le Groupe de travail présente des recommandations qui amélioreront les marchés financiers de l'Ontario, en prévision des progrès futurs de l'initiative du RCRMC. Le Groupe de travail encourage les administrations participantes à envisager de donner suite à ses recommandations et de les adopter dans le cadre du RCRMC.

1.3 Commentaires des parties prenantes

De février à la fin de juin 2020, le Groupe de travail a rencontré plus de 110 intervenants en vue d'obtenir des commentaires préliminaires sur les défis que doivent relever les entreprises et les investisseurs dans notre écosystème des marchés financiers. Le Groupe de travail a publié le *Rapport de consultation du Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers* en juillet 2020 en vue d'obtenir d'autres commentaires des intervenants.

À la fin de la période de commentaires en septembre 2020, le Groupe de travail avait reçu des commentaires de plus de 130 intervenants et avait tenu de nombreuses discussions de suivi avec les intervenants.³⁴ Tout au long du processus de rétroaction préliminaire et de consultation, chaque membre du Groupe de travail a également rencontré individuellement les intervenants. Ces intervenants comprennent des organismes de réglementation des marchés des capitaux, des bourses, des institutions financières, des associations industrielles, des courtiers indépendants et liés à des banques, des cabinets d'avocats, des émetteurs et des groupes de défense des intérêts des investisseurs. La rétroaction des intervenants a joué un rôle déterminant dans l'élaboration des recommandations finales du Groupe de travail.

Tout au long de la période de consultation, les intervenants ont fourni plus de 130 réponses détaillées aux propositions du Groupe de travail et ont formulé des commentaires exhaustifs que le Groupe de travail pourrait examiner en vue de la formulation de ses recommandations finales. En tout, les commentaires des intervenants ont porté sur un vaste ensemble de thèmes liés aux marchés des capitaux, notamment les suivants :

- Améliorer les structures de gouvernance d'entreprise et de réglementation afin de rehausser l'efficacité et l'efficacité;
- Stimuler le secteur des intermédiaires et améliorer les possibilités de mobilisation de capitaux, en particulier pour les petits émetteurs;
- Créer un cadre réglementaire souple qui s'adapte aux conditions changeantes;
- Faciliter l'établissement de règles du jeu équitables entre les grands et les plus petits participants au marché;
- Réduire le fardeau réglementaire et simplifier les processus et les exigences afin d'économiser les ressources des entreprises;
- Améliorer la protection des investisseurs afin d'inspirer confiance dans les marchés financiers de l'Ontario et d'attirer des investissements;
- Encourager l'innovation dans le secteur qui, au bout du compte, profitera tant aux entreprises qu'aux investisseurs;
- Veiller à ce que les pratiques et les procédures d'application de la loi soient efficaces;
- Harmoniser les recommandations finales, dans la mesure du possible, avec celles des autres organismes de réglementation.

³⁴ Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers (Juillet 2020).

2.0 Principales recommandations

1. Présenter la *Loi sur les marchés des capitaux* en Ontario comme outil législatif pour mettre en œuvre les recommandations du Groupe de travail

La mise en œuvre du rapport final du Groupe de travail nécessiterait des changements majeurs à la législation ontarienne actuelle sur les marchés des capitaux. Ces nouveaux changements s'inscriraient mieux dans une loi moderne que dans la structure législative désuète actuelle qui est divisée entre la *Loi sur les valeurs mobilières* et la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*.

L'Ontario est actuellement bien avancé dans la rédaction d'une toute nouvelle loi sur les marchés financiers en vertu du RCRMC. Le projet de *Loi sur les marchés des capitaux* (LMC), une loi moderne qui remplace la *Loi sur les valeurs mobilières* et la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*, a été élaboré en grande partie dans le cadre des travaux en cours visant à élaborer le RCRMC. L'ébauche de la LMC a été publiée pour commentaires du public en 2014 et 2015 et a été mise à jour en fonction des commentaires reçus.³⁵

Recommandation :

La mise en œuvre des recommandations du Groupe de travail nécessiterait une nouvelle loi modernisée qui tiendrait compte de ces changements de politique importants et qui serait suffisamment souple pour répondre aux problèmes futurs des marchés financiers en temps opportun. À cette fin, le Groupe de travail recommande de présenter une version ontarienne du projet de LMC.

L'utilisation du projet de LMC, accompagné d'une loi établissant la gouvernance et la structure modernisées de la CVMO, comme véhicule législatif pour mettre en œuvre les recommandations du Groupe de travail, donnerait lieu à une nouvelle législation modernisée en Ontario. Le projet de LMC utilise la rédaction législative moderne et favorise la souplesse de la réglementation pour réagir à l'évolution du marché. Cela faciliterait la mise en œuvre des recommandations du Groupe de travail dans ce rapport et éviterait le dédoublement du travail qui consiste à apporter des modifications importantes à la *Loi sur les valeurs mobilières* et à la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*, qui devraient plus tard être reflétées dans le projet de LMC.

Sous réserve de l'adoption de la LMC par l'Assemblée législative de l'Ontario, le ministère des Finances devrait collaborer avec la CVMO pour mettre en œuvre la version ontarienne de la LMC d'ici la fin de 2021.

³⁵ Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux. (Août 2015). Version révisée de l'avant-projet de Loi sur les marchés des capitaux provinciale territoriale. <http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/CMA-Consultation-Draft-French-August-2015.pdf>

2.1 Améliorer la structure réglementaire

Le Groupe de travail propose une série de recommandations visant à créer un organisme de réglementation des valeurs mobilières plus moderne et plus efficace ainsi qu'un cadre réglementaire des marchés de capitaux souple qui répond aux préoccupations des participants au marché. Le rôle de l'organisme de réglementation ne devrait pas se limiter à la surveillance, mais aussi à l'incubation de marchés financiers diversifiés et florissants. Des marchés des capitaux équitables et efficaces doivent équilibrer une réglementation simplifiée et une application plus rigoureuse. À mesure que les marchés financiers et le paysage réglementaire ont évolué, les intervenants ont fait valoir la nécessité d'améliorer les structures de gouvernance d'entreprise et de gouvernance réglementaire pour les harmoniser aux pratiques exemplaires mondiales en matière de gouvernance. Pour atteindre ces objectifs, nous proposons des changements à la structure de l'actuel organisme de réglementation des valeurs mobilières afin de moderniser la gestion stratégique, réglementaire et opérationnelle de l'organisme de réglementation. Plus précisément, la séparation des postes de président du Conseil et de chef de la direction de la CVMO et des fonctions de réglementation et d'arbitrage au sein de la CVMO améliorerait la gouvernance de l'entreprise et offrirait des occasions de se concentrer davantage sur la stratégie.

« Du point de vue de la gouvernance, la séparation des rôles de président du Conseil et de chef de la direction de la CVMO réduit toute apparence de conflit d'intérêts lorsque les rôles sont combinés. La séparation de l'arbitrage du rôle de réglementation de la CVMO est également une bonne pratique de gouvernance – l'enjeu important est l'indépendance des fonctions. »

Association des gestionnaires de portefeuilles du
Canada

Les intervenants voient d'un bon œil que l'organisme de réglementation des marchés financiers joue un plus grand rôle pour faciliter la croissance économique en Ontario. De plus, compte tenu de la pandémie actuelle, les organismes de réglementation doivent s'adapter plus rapidement aux progrès technologiques. L'élargissement du mandat de la CVMO pour y inclure la promotion de la formation de capital et de la concurrence facilitera l'établissement d'un cadre réglementaire plus souple.

L'une des préoccupations les plus pressantes soulevées par les intervenants est la fragmentation réglementaire des marchés financiers au Canada. Pour répondre à ces préoccupations, le Groupe de travail a recommandé la création d'un organisme d'autoréglementation (OAR) unique qui pourrait superviser toutes les sociétés de conseil dans un cadre de responsabilisation renforcé.

Améliorer la gouvernance de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO)

2. **Élargir le mandat de la CVMO pour y inclure la promotion de la formation de capital et de la concurrence sur les marchés et changer le nom de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario pour celui d'Autorité des marchés des capitaux de l'Ontario.**

Le mandat de la CVMO est de fournir aux investisseurs une protection contre les pratiques déloyales, inappropriées ou frauduleuses, de favoriser des marchés de capitaux équitables et efficaces et la confiance dans les marchés de capitaux, et de contribuer à la stabilité du système financier et à la réduction du risque systémique.

L'élargissement du mandat vise à accroître la fonction de surveillance réglementaire par un impératif de politique publique, soit la croissance des marchés financiers en Ontario. Ce changement, ainsi que d'autres recommandations, mènera à une transformation institutionnelle et culturelle à la CVMO. Ces mesures mèneront ensuite à des marchés financiers plus dynamiques alimentés par l'innovation, la concurrence et la diversité. D'autres organismes de réglementation des valeurs mobilières, comme la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni, la Securities and Investments Commission d'Australie et l'Autorité monétaire de Singapour, ont un mandat de croissance des marchés financiers et de la concurrence, qui permet à ces organismes de traiter des barrières systémiques à la croissance, y compris la surréglementation, les frais et les comportements anticoncurrentiels.

Dans le cadre des consultations entreprises par le Groupe de travail, les intervenants ont souligné que l'élargissement du mandat de la CVMO pourrait aider à stimuler la croissance économique en Ontario et à aider l'organisme de réglementation à faire face aux changements technologiques rapides. De plus, tant que le mandat de l'organisme de réglementation continuera de maintenir la protection des investisseurs, ces mises à jour pourraient aider la CVMO à éliminer les obstacles susmentionnés, y compris les comportements anticoncurrentiels.

Avec les changements transformateurs apportés au cadre de réglementation et au mandat des marchés financiers de l'Ontario, il est temps de réévaluer le nom et l'image de marque de l'organisation pour qu'ils reflètent davantage la diversité du secteur des marchés financiers.

Recommandation :

Étant donné le rôle important que joue la CVMO dans la vitalité des marchés financiers et des investissements dans les entreprises de l'Ontario, un amendement législatif visant à intégrer la promotion de la formation de capital et la compétitivité dans les marchés de capitaux au mandat de la CVMO encouragerait la croissance économique et contribuerait à faciliter la mobilisation de capitaux. Ces ajouts au mandat de la CVMO ne porteront pas atteinte à son mandat actuel, notamment en ce qui concerne le maintien de la protection des investisseurs.

Le Groupe de travail recommande aussi de changer le nom de la CVMO pour celui de *Autorité des marchés des capitaux de l'Ontario*. *L'Autorité des marchés des capitaux de l'Ontario* est un nom qui est direct, mais assez souple pour englober toutes les activités de réglementation que l'organisme entreprend maintenant et entreprendra à l'avenir.

Le changement de nom englobera tout le secteur des marchés de capitaux et réitérera les changements importants proposés au sein de l'organisation, y compris l'élargissement du mandat de l'organisation, les changements importants à sa structure de réglementation et les efforts de modernisation du système.

3. Séparer le poste combiné actuel de président du conseil et de chef de la direction en deux postes distincts

Pendant les consultations du Groupe de travail, les parties prenantes ont indiqué que la structure de gouvernance actuelle de la CVMO fait obstacle à son rôle d'organisme de réglementation des marchés financiers moderne et concurrentiel à l'échelle mondiale. Bien que les commissions canadiennes des valeurs mobilières aient toujours été structurées de façon à avoir un poste combiné de président du Conseil et de chef de la direction, la séparation de ces deux postes favoriserait une exécution plus efficace du mandat de la CVMO. À titre d'exemple, mentionnons l'Autorité ontarienne de réglementation des services financiers (ARSF) récemment établie, qui a des postes distincts de président du Conseil et de chef de la direction.

La réforme de la structure de gouvernance de la CVMO permettrait de créer un organisme de réglementation moderne avec un président du conseil d'administration axé sur la surveillance stratégique et la gouvernance d'entreprise, et un chef de la direction axé sur l'exécution du mandat et la gestion opérationnelle de l'organisme de réglementation. Cette proposition a été recommandée par plusieurs groupes d'experts précédents.³⁶ De plus, la séparation des postes de président et de chef de la direction est une étape habilitante dans la réorganisation de la séparation des fonctions de réglementation et de tribunal de la CVMO.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande ce qui suit :

1. Séparation du poste combiné actuel de président du Conseil et de chef de la direction

Le poste actuel combiné de président du Conseil et de chef de la direction sera divisé en deux postes distincts.

- Le conseil d'administration, dirigé par la présidence, se concentrerait sur la surveillance stratégique et la gouvernance de l'organisme de réglementation.
- Le chef de la direction serait responsable de la gestion globale de l'organisation et de l'exécution du mandat de la CVMO.

2. Nomination du chef de la direction

Le chef de la direction se concentrerait sur la surveillance réglementaire quotidienne et les activités de l'organisme de réglementation, y compris le pouvoir du chef de la direction ou d'un délégué de rendre des ordonnances d'enquête (voir la recommandation ci-dessous).

- Le chef de la direction siègerait au Conseil d'administration avec droit de vote.
- Le premier chef de la direction serait nommé par le lieutenant-gouverneur en conseil, sur la recommandation du ministre des Finances. Le chef de la direction relèverait du Conseil d'administration.
- Par la suite, le chef de la direction serait nommé par le Conseil d'administration et relèverait du Conseil d'administration.

³⁶ Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers (Juillet 2020).

Le Groupe de travail envisage que le chef de la direction agirait à titre de représentant et porte-parole de la CVMO dans les négociations et les consultations avec des intervenants comme les ACVM, l'Organisation internationale des commissions de valeurs et d'autres organismes de réglementation des marchés financiers.

3. Le chef de la direction en tant que directeur général de l'institution en vertu de la Loi sur l'accès à l'information et la protection de la vie privée (LAIPVP)

À l'heure actuelle, en vertu des règlements de la LAIPVP, le ministre dirige l'institution de la CVMO et le personnel du ministère des Finances travaille avec la CVMO pour gérer les demandes d'accès à la LAIPVP. En vertu de la LAIPVP, le responsable d'une institution (comme la CVMO) est chargé de superviser l'administration, d'assurer la conformité et de prendre des décisions concernant la LAIPVP.

Le Groupe de travail recommande qu'en vertu de la nouvelle structure de gouvernance proposée, le chef de la direction de la CVMO soit désigné à la tête de la CVMO aux fins de la LAIPVP. Cela est conforme à l'approche adoptée lors de la création de l'ARSF en 2019, ainsi que par d'autres organismes gouvernementaux, et complèterait la nouvelle structure de gouvernance proposée pour la CVMO. Le fait de confier cette responsabilité au chef de la direction de la CVMO serait approprié et améliorerait l'efficacité administrative. Cela réduirait la nécessité de partager les dossiers des participants au marché au-delà de la CVMO.

4. Le chef de la direction de la CVMO pourrait rendre des ordonnances d'enquête et déléguer ce pouvoir

En vertu des lois actuelles sur les valeurs mobilières, tout commissaire de la CVMO peut rendre des ordonnances d'enquête, mais le paragraphe 6(3) de la *Loi sur les valeurs mobilières* interdit à la Commission de déléguer ce pouvoir. Cette situation entraîne que le commissaire qui a rendu l'ordonnance se trouve en conflit lors de toute audience subséquente relative à l'ordonnance d'enquête. Pour éviter ce problème, le président du conseil et chef de la direction de la CVMO, dans le cadre de la structure actuelle, rend habituellement des ordonnances d'enquête parce que cette personne ne siège pas aux comités d'audience. Toutefois, cela peut présenter un problème sur le plan logistique si ni le président du conseil ni le chef de la direction de la CVMO n'est disponible pour rendre des ordonnances d'enquête.

Le Groupe de travail recommande d'apporter des modifications législatives pour permettre au chef de la direction de la CVMO ou à un délégué de rendre des ordonnances d'enquête. Cette recommandation concorde avec de nombreuses autres administrations canadiennes, notamment l'Alberta, le Nouveau-Brunswick, les Territoires du Nord-Ouest, le Nunavut, l'Île-du-Prince-Édouard et le Yukon, où les pouvoirs d'ordonnance en matière d'enquête des organismes de réglementation des marchés financiers peuvent être délégués.

4. Séparer les fonctions réglementaires de la CVMO de ses fonctions juridictionnelles

Les commissions canadiennes des valeurs mobilières ont toujours été structurées comme des organismes administratifs multifonctionnels agissant en même temps à titre d'entité de réglementation et d'arbitrage. Les membres de la Commission sont nommés initialement pour un mandat maximal de deux ans, avec possibilité de prolongation. Les membres de la Commission sont à temps partiel, tandis que le président du Conseil et chef de la direction et les vice-présidents actuels sont des membres à temps plein. Les membres à temps partiel sont indépendants de la direction et consacrent autant de temps que nécessaire à l'exercice de leurs fonctions.

Dans le cadre de nos consultations, les intervenants ont indiqué que la gouvernance d'entreprise de la CVMO serait renforcée en établissant des limites claires entre les fonctions de réglementation et de prise de décisions de l'organisme de réglementation. Les décideurs, les experts juridiques et les groupes d'experts précédents s'entendent de plus en plus pour dire qu'un modèle divisé qui définit clairement les fonctions réglementaires et juridictionnelles s'harmonise avec les pratiques exemplaires dans les principales structures de gouvernance d'entreprise. Les intervenants ont fait remarquer également que le mandat actuel de deux ans limite leur capacité de rendre des décisions efficaces et ne les incite pas suffisamment à attirer et à conserver des talents.

La *Society of Ontario Adjudicators and Regulators* indique généralement que des mandats de cinq ans, établis par la loi, réduiraient l'incertitude, favoriseraient l'utilisation efficace des ressources et assureraient la cohérence, la continuité et l'héritage de l'expertise.³⁷

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande, au moyen de modifications législatives, ce qui suit :

1. Tribunal d'arbitrage distinct

Que l'on crée un tribunal d'arbitrage distinct dans la structure actuelle de la CVMO avec la création d'un poste d'arbitre en chef pour diriger le tribunal nouvellement créé, et qu'aucun membre du tribunal ne siège au conseil d'administration.

- Le nouveau tribunal serait géré comme une fonction distincte au sein de la CVMO.
- De plus, un secrétariat du tribunal et un bureau d'arbitrage seraient établis et relèveraient de l'arbitre en chef pour appuyer l'administration du mandat du tribunal.
- Cette approche est semblable à celle qui a été adoptée avec la Commission de l'énergie de l'Ontario, qui a également créé un tribunal distinct au sein de l'organisation et est également semblable à l'approche qui a été élaborée dans le cadre du CRMC.
- L'arbitre en chef déterminerait la composition des comités d'arbitrage en fonction de la nature, de la complexité, de l'ordonnancement et d'autres considérations nécessaires pour chaque cas. À cet égard, si une expertise particulière est nécessaire, des experts du secteur pourraient être nommés par le lieutenant-gouverneur en conseil (LGEC) comme membres supplémentaires à temps partiel du tribunal qui pourraient être appelés au besoin.

³⁷ Society of Ontario Adjudicators and Regulators. (Juillet 2018). Déclaration de principes pour la nomination de membres de tribunaux administratifs. <https://soar.on.ca/sites/default/files/article/SOAR%20Statement%20of%20Principles%20of%20Appointment%20July%202018.pdf>.

Les personnes directement touchées par une décision finale du nouveau tribunal, ainsi que le chef de la direction, auraient le droit d'interjeter appel de la décision finale devant la Cour divisionnaire (voir la recommandation 6 ci-dessous concernant la norme de contrôle applicable à ces appels).

2. Établissement d'un tribunal

L'arbitre en chef et les autres membres du tribunal seront nommés directement par le LGEC, sur la recommandation du ministre des Finances.

- Les personnes nommées au tribunal devront avoir l'expérience et la capacité nécessaires pour mener des procédures judiciaires efficacement.
- L'arbitre en chef ferait rapport au Conseil en ce qui a trait aux questions opérationnelles et administratives du tribunal et ne participerait pas autrement aux assemblées du Conseil.
- L'arbitre en chef ne ferait pas rapport au Conseil sur des questions liées aux procédures judiciaires (sauf pour lui fournir de l'information sur les procédures une fois qu'elles sont terminées).

La création du tribunal au sein de la CVMO faciliterait la création d'un tribunal indépendant axé uniquement sur les procédures judiciaires, tout en maintenant le niveau approprié d'échange interne de politiques et de développements réglementaires, les tendances du secteur et l'information budgétaire entre le tribunal et les fonctions de réglementation et de conseil de la CVMO. Cette séparation contribuerait à faire en sorte que les décisions du tribunal soient éclairées, et non dictées par des décisions stratégiques.

La création d'un tribunal interne doté de son propre personnel et de ses propres membres serait une façon rentable, opportune et, sur le plan logistique, plus simple d'atteindre les objectifs stratégiques du Groupe de travail que d'établir un tribunal externe. De plus, cette approche assurerait une perturbation minimale des affaires en instance.

3. Durée du mandat des membres du tribunal

Afin de mieux attirer et conserver les talents et d'assurer une plus grande continuité, le Groupe de travail recommande de prolonger le mandat initial des membres du tribunal jusqu'à concurrence de cinq ans. En prolongeant le mandat initial jusqu'à concurrence de cinq ans, la CVMO attirera des membres expérimentés et compétents du tribunal qui pourront, entre autres, s'engager à tenir de longues audiences, au besoin, et continuer à développer leur expertise sur les marchés financiers.

5. Veiller à ce que le cadre de réglementation des valeurs mobilières et les fonctions de réglementation de la CVMO soient examinés périodiquement

La *Loi sur les valeurs mobilières* en vigueur prévoit que le ministre doit nommer un comité consultatif chargé d'examiner périodiquement les lois, les règlements et les règles se rapportant à la CVMO. Toutefois, le dernier examen de la législation et de la réglementation en matière de valeurs mobilières de l'Ontario a eu lieu il y a 17 ans, en 2003.

L'examen des dispositions de la loi ontarienne est considéré comme un important mécanisme de surveillance des pouvoirs d'établissement de règles et d'autonomie gouvernementale qui ont été conférés à la CVMO.

On s'est inquiété du fait que la CVMO, un organisme administratif, s'est vu conférer un pouvoir de réglementation qui a force de loi sans examen périodique de ces pouvoirs, ce qui a soulevé des préoccupations au sujet de la reddition de comptes.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que la loi prévoie des examens périodiques de la législation sur les marchés financiers de l'Ontario, ainsi que du mandat de la CVMO, tous les cinq ans, à compter de l'entrée en vigueur de la loi qui rend l'examen obligatoire.

Ces politiques feraient en sorte que la législation ontarienne sur les marchés financiers demeure alignée sur les développements dans le secteur et que la CVMO demeure un organisme de réglementation moderne et sophistiqué ayant un mandat adapté à un marché en évolution. Un examen périodique de la structure de réglementation des marchés de capitaux accroîtrait la transparence et la responsabilité publique et garantirait l'intégration de pratiques exemplaires comme la réglementation fondée sur des données probantes et l'analyse coûts-avantages lors de l'élaboration de la réglementation.

Le ministre déterminerait alors si les recommandations ont été mises en œuvre conformément aux objectifs de politique publique sous-jacents et pourrait ordonner à la CVMO de prendre des mesures supplémentaires au besoin. Toutefois, le Groupe de travail recommande que le premier examen évalue l'efficacité des recommandations précisées ci-dessous (décrites en détail plus loin dans le rapport) et fasse rapport au ministre dans les trois ans :

- Réduire la période de détention de certains titres émis par les émetteurs assujettis admissibles;
- Accroître l'accès des produits indépendants aux canaux de distribution;
- Interdire de lier ou de regrouper les marchés financiers et les services de prêts commerciaux;
- Rehausser la diversité au sein des sociétés;
- Adopter un modèle d'accès égal à la prestation;
- Regrouper les exigences en matière de rapports;
- Accélérer la mise en œuvre du projet SEDAR+;
- Permettre aux émetteurs déclarants d'obtenir des données sur la propriété effective;
- Assurer que la CVMO procède à des consultations sur le cadre réglementaire concernant la distribution des données sur le marché des actions et l'accès à celles-ci;
- Désigner un service de règlement des différends doté de pouvoirs décisionnels exécutoires.

6. Norme de raisonnable à appliquer aux décisions des tribunaux de la CVMO

À la fin de 2019, dans l'affaire *Canada (ministre de la Citoyenneté et de l'Immigration) c. Vavilov*, la Cour suprême du Canada (CSC) a indiqué que, lorsqu'une législature a prévu un appel d'une décision administrative devant un tribunal, un tribunal qui entend un tel appel doit appliquer les normes de contrôle d'appel à la décision. Par conséquent, la norme de la décision correcte sur les questions de droit s'applique aux décisions finales de la CVMO, alors que, par le passé, la norme de contrôle habituelle pour les appels à la Cour divisionnaire sur les questions de droit pour les décisions finales de la CVMO était la norme de la décision raisonnable.

Recommandation :

Étant donné que le Groupe de travail recommande la création d'un nouveau tribunal distinct des activités de réglementation de la CVMO (voir la recommandation 4 ci-dessus), y compris un comité d'arbitres à temps partiel qui sont des experts dans leur domaine respectif, il convient de déterminer s'il convient de légiférer une norme de contrôle qui s'appliquerait aux appels devant la Cour divisionnaire des décisions finales du nouveau tribunal.

Le Groupe de travail recommande une modification législative prévoyant que, lors de la présentation d'un appel d'une décision finale du nouveau tribunal de la CVMO, la Cour divisionnaire appliquerait une norme de la décision raisonnable lors de l'examen des décisions finales du tribunal de la CVMO sur des questions de droit. Cette recommandation vise à assurer un degré approprié de déférence à l'égard de l'expertise du nouveau tribunal de la CVMO et à faire en sorte que le statu quo historique soit préservé. Dans la grande majorité des appels des décisions de la Commission au cours des 20 dernières années, une norme de la décision raisonnable a été appliquée à l'examen.

La modification législative ne s'applique pas aux examens portant sur une violation des principes de justice naturelle ou de l'obligation d'équité procédurale. Elle ne s'appliquerait pas non plus aux catégories de questions identifiées dans la décision *Vavilov* comme ayant une norme de décision correcte, notamment : 1) les questions constitutionnelles; 2) les questions générales de droit qui revêtent une importance capitale pour le système juridique; et 3) les limites de compétence entre deux organismes administratifs ou plus.

7. Réduire la période de consultation minimale pour l'établissement de règles de 90 à 60 jours pour assurer la cohérence avec les dispositions d'autres administrations et réduire les délais

La *Loi sur les valeurs mobilières* exige que la CVMO fournisse aux intervenants au moins 90 jours après la publication d'un projet de règle pour soumettre des commentaires écrits. Il est important de donner aux intervenants une occasion raisonnable de formuler des commentaires sur les propositions pour que l'établissement de règles soit efficace. Dans certains cas, une période de consultation plus longue peut également être justifiée. L'Ontario est la seule province au Canada qui exige une période de consultation d'au moins 90 jours. La période minimale pour soumettre des commentaires la plus longue parmi les autres membres des ACVM est de 60 jours.

Dans le cadre de la consultation, les intervenants, y compris les ACVM, se sont dits préoccupés par le fait que la période de commentaires minimale actuelle de 90 jours de la CVMO entraîne des retards inutiles dans l'élaboration de politiques.

Recommandation :

En réponse aux commentaires des intervenants, la modification de la législation sur les valeurs mobilières afin de raccourcir la période de consultation minimale de 90 à 60 jours améliorerait l'efficacité de l'élaboration des politiques et permettrait à la CVMO (et, collectivement, aux ACVM dans les cas où des changements sont apportés aux Règlements) d'adopter une règle plus rapidement en tenant compte des changements du marché et de la rétroaction des intervenants. Cela permettrait également d'harmoniser les pratiques d'établissement de règles avec celles des autres administrations des ACVM et de générer une plus grande harmonisation nationale.

Pour éviter toute confusion, la période de consultation écourtée recommandée ne s'appliquerait qu'aux nouvelles règles proposées qui n'en sont pas déjà au processus de consultation, à la suite d'une modification législative officielle.

8. Collaboration entre la CVMO et l'ARSF pour réaliser des gains d'efficacité

La CVMO et l'ARSF sont deux organismes du gouvernement de l'Ontario qui supervisent différents aspects du secteur des services financiers de l'Ontario. La CVMO supervise les participants aux marchés financiers, comme les émetteurs assujettis, les intermédiaires du secteur des placements et les entités d'infrastructure de marché. D'autre part, l'ARSF réglemente les activités des secteurs de l'assurance, des coopératives de crédit et des caisses populaires, des courtiers hypothécaires et des administrateurs de régimes de retraite.

Recommandation :

La CVMO et l'ARSF devraient collaborer et examiner les possibilités d'efficacité des services administratifs dans des domaines comme :

- **Centres de données :** Regrouper les centres de données à mesure que les deux organismes de réglementation s'orientent vers les technologies infonuagiques.
- **Avancement technologique :** Explorer les possibilités de collaboration pour numériser les opérations réglementaires et intégrer des analyses de données semblables utilisées pour le travail stratégique, les inscriptions et les scénarios dans le cadre desquels les organismes de réglementation effectuent la surveillance et les enquêtes.
- **Centres d'appels et sites Web :** Les ressources consacrées aux centres d'appels et au fonctionnement du site Web de chaque organisme de réglementation (qui servent de canaux de communication avec les investisseurs, les consommateurs et les participants au marché) peuvent être partagées afin de réduire les coûts.

Le Groupe de travail recommande également la nomination d'une ou de plusieurs personnes qui siègent au conseil d'administration des deux organismes de réglementation afin d'élaborer un objectif stratégique et une orientation communs qui touchent les intervenants des deux secteurs réglementés de l'industrie. Le Groupe de travail encourage une coopération, une coordination et une collaboration accrues entre les deux organismes de réglementation.

De plus, la CVMO et l'ARSF devraient envisager une réglementation harmonisée pour des produits et des secteurs financiers semblables afin d'éviter l'arbitrage et le fardeau réglementaires.

La CVMO et l'ARSF sont toutes deux régies par des conseils qui relèvent du ministre des Finances. Les deux organismes de réglementation sont assujettis aux mêmes politiques gouvernementales, aux mêmes directives et à la même surveillance ministérielles, ce qui permettrait de créer des synergies et de nouvelles possibilités grâce à un travail en étroite collaboration.

Cadre de réglementation des OAR

9. Adopter un OAR unique qui couvrirait toutes les sociétés de conseil, y compris les courtiers en valeurs mobilières, les courtiers en fonds communs de placement, les gestionnaires de portefeuille, les courtiers sur le marché dispensé et les négociants en bourses d'études

De nombreux courtiers exploitent des plates-formes doubles et sont réglementés conjointement par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (MFDA), ce qui entraîne un dédoublement de la réglementation. Étant donné l'évolution du secteur, il est anachronique et déroutant pour les investisseurs d'avoir deux OAR distincts avec une fonction de surveillance divisée par produit. Un OAR unique pour toutes les sociétés inscrites sur les marchés financiers qui conseille les investisseurs réduirait la complexité de la réglementation et les coûts, tout en harmonisant la réglementation partout au Canada.

Dans le cadre des consultations publiques du Groupe de travail, les intervenants ont réaffirmé sans équivoque que le cadre de réglementation des OAR est désuet et qu'un cadre réglementaire simplifié et moderne serait adapté aux investisseurs et aux conseillers et allégerait le fardeau réglementaire.

Le 25 juin 2020, les ACVM ont publié un document de consultation intitulé « Consultation sur le cadre réglementaire des organismes d'autoréglementation » dans le cadre de son processus continu d'examen du cadre de réglementation des organismes d'autoréglementation.³⁸ Le Groupe de travail recommande qu'à la suite de sa consultation, les ACVM adoptent les recommandations du Groupe de travail ci-dessous.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande une approche en deux étapes pour passer à un seul OAR.

1. Dans l'immédiat

Dans l'immédiat, il faudrait créer un nouvel OAR unique qui réglemente à la fois les courtiers en placements et les courtiers en fonds communs de placement. Ce nouvel OAR unique continuerait d'assurer la surveillance du marché à l'échelle nationale. Cela permettrait de réduire les coûts pour les courtiers en valeurs mobilières soumis à une double réglementation et de simplifier l'application de la loi. Un principe sous-jacent à la transition vers le nouvel OAR est que la surveillance réglementaire doit être proportionnelle à la taille et à la complexité du participant du marché. Une fois que les capacités d'inscription de l'OAR seront établies à la satisfaction de la CVMO, celui-ci exercera des fonctions d'inscription statutaire au nom de la CVMO pour les courtiers en valeurs mobilières et les courtiers en fonds communs de placement, y compris l'inscription des entreprises et des particuliers.

2. À plus long terme

À plus long terme, à la suite de la création du nouvel OAR unique (qui supervise les courtiers en placements et en fonds communs de placement), le Conseil de la CVMO devrait déterminer officiellement si d'autres entreprises directement réglementées par la CVMO, comme les courtiers sur

³⁸ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. (25 juin 2020). Document de consultation 25-402 des ACVM Consultation sur le cadre réglementaire des organismes d'autoréglementation <https://www.ocrcvm.ca/industry/sro-proposal/Documents/2020juin25-25-402-doc-consultation-oar-fr.pdf>.

le marché dispensé, les gestionnaires de portefeuille et les courtiers de régimes de bourses d'études, qui distribuent des valeurs mobilières ou donnent des conseils aux clients, peuvent être ajoutées à la surveillance par le nouvel OAR. Les progrès réalisés vers l'atteinte de cet objectif devraient être évalués deux fois, soit après trois ans, puis encore trois ans plus tard en guise d'évaluation finale. Lors de l'évaluation de la faisabilité, la CVMO devrait tenir compte des principes suivants :

- La mise en œuvre d'un OAR national unique consolidé pour les marchés financiers qui remplacerait l'OCRCVM et la MFDA;
- La CVMO a continué d'appliquer un solide cadre de responsabilisation et d'alignement des politiques publiques pour l'OAR (qui a été mis en œuvre comme recommandé dans le présent rapport);
- La surveillance réglementaire par l'OAR est adaptée à l'objectif et correspond à la taille et à la sophistication du participant au marché.

Ce ne sont pas toutes les autres catégories d'entreprises, comme les courtiers en valeurs mobilières dispensés, les gestionnaires de portefeuille et les courtiers de régimes de bourses d'études, qui doivent être transférées à la surveillance du nouvel OAR en même temps. En matière de transfert de la surveillance réglementaire, chaque catégorie d'entreprises doit être évaluée selon ses propres mérites. Par conséquent, le transfert de la surveillance au nouvel OAR peut s'appliquer à une ou plusieurs catégories et par étapes.

L'approche en deux étapes recommandée réduit au minimum les perturbations pour les entreprises réglementées par l'OAR tout en continuant de tenir compte de la nécessité de simplifier la réglementation pour les participants au marché. Le nouvel OAR fonctionnerait sous un cadre de reddition de compte amélioré.

3. Déléguer plus de responsabilités en matière d'inscription au nouvel OAR à l'avenir

Le Groupe de travail recommande également que, lorsque certaines conditions énoncées ci-dessous sont respectées, les fonctions d'inscription des entreprises supervisées par l'OAR soient déléguées par la CVMO à l'OAR, en plus des fonctions d'inscription pour les particuliers de ces entreprises. Il est entendu que la CVMO conserverait le pouvoir légal d'inscription. Avant de déléguer l'inscription des entreprises à l'OAR, la CVMO doit vérifier que les conditions suivantes ont été respectées :

- Le personnel de l'OAR doit avoir le pouvoir direct d'accorder, de refuser, de suspendre ou d'imposer des conditions à l'inscription et d'établir un processus de type « possibilité d'être entendu » pour l'examen des décisions sans l'apport actuel du Conseil de section ou du sous-comité sur l'inscription de l'OCRCVM.
- La CVMO préserve sa capacité d'imposer des conditions à l'inscription ou de suspendre ou de mettre fin à l'inscription des membres de l'OAR.
- Le nouvel OAR améliore l'efficacité et la rentabilité du traitement des demandes d'inscription, notamment en établissant des normes de service liées à l'inscription.
- D'autres exigences, telles que déterminées par la CVMO, y compris les exigences selon lesquelles l'OAR a amélioré la responsabilisation, la transparence et l'application de la réglementation.

10. Renforcer le cadre de responsabilité des OAR par une surveillance accrue par la CVMO

À l'heure actuelle, les ACVM exercent une surveillance fondée sur le risque des deux OAR des marchés des capitaux, l'OCRCVM et la MFDA. Cette surveillance comprend des examens de surveillance périodiques, l'examen et l'approbation des règles proposées, ainsi que la déclaration régulière par les OAR de leurs activités et leurs réunions ordinaires.

L'OCRCVM et la MFDA ont d'importants rôles en matière de politique publique sur les marchés financiers de l'Ontario, mais les intervenants nous ont dit que ces organisations n'ont pas une définition et une reddition de comptes bien définies à l'égard des objectifs de politique publique du ministère des Finances de l'Ontario et de la CVMO, et qu'elles ne sont pas harmonisées avec ces objectifs. Dans un contexte de marchés financiers déjà fragmentés, cela doit changer.

Les deux OAR nationaux sont essentiels pour réduire la fragmentation de la réglementation des marchés financiers canadiens et sont à l'avant-garde de l'évolution rapide de nos marchés. L'important mandat d'intérêt public que le ministre des Finances confie à la CVMO est accompli en partie par les OAR. La réalisation de ce mandat exige que les OAR soient en phase avec la vision de l'Ontario qui est de protéger les investisseurs et de faciliter la croissance des marchés financiers.

À cette fin, le Groupe de travail recommande des améliorations aux ordonnances de reconnaissance des OAR afin d'améliorer leur gouvernance et leur surveillance. Cette recommandation appuie la CVMO et les efforts déployés par les ACVM pour améliorer la structure actuelle des OAR, comme en témoigne la consultation des OAR des ACVM de 2020.

Le Groupe de travail recommande que les ACVM adoptent les recommandations du Groupe de travail ci-dessous en ce qui concerne la nomination des administrateurs des OAR par les ACVM.

Recommandation :

Le fait de donner à la CVMO de meilleurs outils pour superviser les OAR et tout autre OAR qui pourrait les remplacer à l'avenir permettrait à la CVMO d'assurer la responsabilisation et l'harmonisation des politiques publiques. Une gouvernance plus solide assure que les nominations au conseil d'administration des OAR soient indépendantes de la direction des OAR. Idéalement, cette recommandation s'appliquerait à un OAR consolidé sur les marchés financiers (voir la recommandation 9 ci-dessus). Toutefois, si, dans les six mois suivant la publication du rapport, des progrès importants n'ont pas été réalisés sur le plan de la consolidation, le Groupe de travail recommande de mettre en œuvre cette recommandation dans la mesure où elle s'applique aux OAR existants.

1. Surveillance accrue des OAR par la CVMO

Avant la consolidation des deux OAR (si des progrès importants n'ont pas été réalisés sur la consolidation dans les six mois), le Groupe de travail recommande d'ajouter les exigences suivantes aux ordonnances de reconnaissance de la CVMO pour la MFDA et l'OCRCVM (et cela s'appliquerait à tout OAR qui pourrait les remplacer à l'avenir) :

- Exiger que les OAR demandent officiellement l'orientation de la CVMO et de l'organisme de réglementation principal lorsqu'ils élaborent leurs priorités stratégiques et réglementaires annuelles, et

qu'ils élaborent leur plan d'activités annuel en fonction des priorités que la CVMO a établies pour les OAR.

- La CVMO et les autres organismes de réglementation principaux (tels que définis dans le protocole d'entente actuel entre l'OAR et les organismes de réglementation des valeurs mobilières) peuvent opposer leur veto à toute publication importante, y compris les directives ou les interprétations des règles.
- La CVMO et les autres organismes de réglementation principaux (tels que définis dans le protocole d'entente actuel entre l'OAR et les organismes de réglementation des valeurs mobilières) peuvent opposer leur veto aux nominations clés du président et du premier président et chef de la direction, ainsi que les limites de la durée du mandat pour les nominations clés qui seront établies par la CVMO et d'autres organismes de réglementation principaux.
 - Le veto permettrait à la CVMO d'évaluer les nominations aux postes de président du Conseil et de chef de la direction afin de s'assurer que ces postes clés soient comblés par des personnes sur lesquelles on peut compter pour s'acquitter de leurs responsabilités d'intérêt public, notamment en satisfaisant aux exigences de compétence et de capacité requises. Le recours au veto à ces fins limiterait le risque de désaccords avec d'autres administrations au sujet de la nature de ces nominations.
 - Le veto ne s'appliquerait pas au président et aux chefs de la direction subséquents.

2. Améliorer le conseil d'administration des OAR

En outre, les ordonnances de reconnaissance des OAR devraient exiger que les OAR (et tout OAR qui pourrait les remplacer à l'avenir) aient certains administrateurs ayant de l'expérience en protection des investisseurs. Aussi, la structure de rémunération et d'encouragement applicable aux cadres supérieurs des OAR devrait être liée à la protection de l'intérêt public et à l'exécution du mandat de politique de ces organismes.

La CVMO devrait continuer de travailler avec les autres organismes de réglementation des ACVM dans le cadre de l'examen continu des OAR afin de changer la façon dont les administrateurs sont nommés pour les OAR. Jusqu'à la moitié des administrateurs indépendants devraient être nommés conjointement par tous les organismes de réglementation des ACVM, et un mécanisme devrait être mis en place pour mettre en œuvre les nominations des administrateurs des ACVM, y compris un processus opportun et efficace pour résoudre les désaccords éventuels des ACVM sur les nominations.

Le Groupe de travail recommande des mesures visant à inspirer confiance dans la surveillance et le fonctionnement des deux OAR (et de tout OAR qui pourrait les remplacer à l'avenir) et à continuer d'assurer l'indépendance de leurs administrateurs indépendants en modifiant également les ordonnances de reconnaissance de la CVMO pour exiger ce qui suit :

- la définition d'un administrateur indépendant est semblable à celle d'une société ouverte, y compris une période de réflexion de trois ans entre le moment où il travaille pour un cabinet membre ou y est directement affilié et celui où il devient administrateur indépendant;
- le nombre d'administrateurs indépendants est supérieur au nombre d'administrateurs des sociétés membres;

- la présidence de l'OAR devrait être assumée par un administrateur indépendant.

Le Groupe de travail recommande ce qui suit pour la composition du Conseil de l'OAR, lorsqu'il y aura à l'avenir un seul OAR qui supervisera les courtiers en valeurs mobilières et les courtiers en fonds communs de placement et qui effectuera également une surveillance du marché :

- au plus quinze administrateurs (y compris le chef de la direction);
- une majorité d'administrateurs indépendants (dont au moins quatre administrateurs nommés par les ACVM); ni les commissaires ou employés actuels ou anciens des organismes de réglementation des ACVM ne seraient admissibles à de telles nominations dans un délai de trois ans;
- le chef de la direction et le président seraient des administrateurs indépendants;
- représentation adéquate des sociétés de courtage de fonds communs de placement et des administrateurs représentant les courtiers non affiliés aux banques.

Si ces changements de surveillance sont mis en œuvre avant la consolidation, la composition suivante du Conseil de l'OCRCVM est recommandée :

- sept administrateurs de sociétés membres du secteur (cinq de courtiers en valeurs mobilières et deux de marchés), y compris au moins deux administrateurs représentant des courtiers non affiliés à des banques;
- huit administrateurs indépendants, dont le chef de la direction (dont quatre seraient nommés par les ACVM). Ni les commissaires actuels, ni les anciens commissaires, ni les employés des organismes de réglementation des ACVM ne seraient admissibles à de telles nominations au cours de la période de restriction de trois ans.

Si ces changements de surveillance sont mis en œuvre avant la consolidation, la composition suivante du Conseil de la MFDA est recommandée :

- six administrateurs de sociétés membres du secteur, dont au moins deux administrateurs représentant des courtiers non affiliés à des banques;
- sept administrateurs indépendants, dont le chef de la direction (dont quatre seraient nommés par les ACVM). Ni les commissaires actuels, ni les anciens commissaires, ni les employés des organismes de réglementation des ACVM ne seraient admissibles à de telles nominations au cours de la période de restriction de trois ans.

Les exigences actuelles en matière d'indépendance figurent dans les décrets de reconnaissance actuels qui prévoient qu'au moins 50 % des membres de son conseil d'administration (autre que le président) sont des administrateurs indépendants ou publics. Le Groupe de travail recommande d'intégrer la signification du terme « indépendant » dans le Règlement 52-110 dans le nouveau décret de reconnaissance de la MFDA et de l'OCRCVM en ce qui concerne leurs administrateurs indépendants.

11. Supprimer le rôle des conseils de section des OAR dans la prise de décisions relatives à l'inscription et créer un processus de recours hiérarchique des OAR pour traiter les plaintes que les membres des OAR peuvent avoir au sujet des services reçus de leurs OAR respectifs en Ontario

Les intervenants ont soulevé des préoccupations auprès du Groupe de travail au sujet de la façon dont les OAR s'acquittent de leurs rôles d'inscription et de surveillance, y compris des plaintes au sujet du fardeau réglementaire imposé aux personnes ou compagnies inscrites. L'architecture décisionnelle actuelle de l'OCRCVM en matière d'inscription reporte les décisions clés et exhaustives liées à l'inscription aux conseils de section de l'OCRCVM (ou à leurs sous-comités sur l'inscription, selon le cas). Ces conseils de section sont exclusivement composés de personnes nommées par le secteur (pas par des membres du personnel permanent de l'OCRCVM chargé de la réglementation). À l'instar de l'OCRCVM, la MFDA a également des conseils de section; toutefois, contrairement à l'OCRCVM, elle n'exerce pas actuellement de fonctions d'inscription pour le compte de l'ACVM (y compris la CVMO).

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que toutes les fonctions d'inscription et de gardien de l'OCRCVM soient exécutées exclusivement par le personnel de réglementation de l'OCRCVM, sans la participation des conseils de section. Le rôle des conseils de section en matière d'inscription devrait être uniquement consultatif. Cette recommandation s'applique également à tout autre OAR qui peut exercer des fonctions d'inscription au nom de la CVMO à l'avenir.

Dans un délai de douze mois, la CVMO devrait créer et superviser un processus de recours hiérarchique pour traiter toute plainte que les entreprises membres de l'OAR pourraient avoir au sujet des services reçus de leurs OAR respectifs en Ontario. Le processus de recours hiérarchique devrait comporter des protocoles qui garantissent qu'il n'est pas utilisé comme source d'appel des décisions réglementaires, car les appels continueraient de relever de la compétence exclusive de la CVMO (ou du tribunal une fois établi).

La CVMO devrait élaborer le mandat et la portée du processus de recours hiérarchique, assurer l'effet exécutoire de ses décisions et superviser le processus de recours hiérarchique pour s'assurer que sa structure organisationnelle est proportionnelle à son utilisation.

La CVMO devrait déterminer si le même processus de recours hiérarchique s'appliquerait aux deux OAR existants (jusqu'à l'établissement d'un seul OAR). Le processus de recours hiérarchique devrait être financé par les OAR, qui seraient tenus de publier un rapport annuel.

2.2 La réglementation en tant qu'avantage concurrentiel

Les conditions économiques difficiles engendrées par la pandémie de COVID-19 ont mis en évidence la nécessité de soutenir la croissance des émetteurs et des intermédiaires de l'Ontario. Les intervenants ont dit au Groupe de travail que le coût et l'accès au capital constituent des obstacles pour les participants au marché financier de l'Ontario. Des changements sont nécessaires pour faciliter la formation de capital pour les entreprises, surtout pour les petits émetteurs. Les participants au marché sont favorables à la réduction du fardeau réglementaire et à la simplification des exigences réglementaires, sans compromettre la protection des investisseurs.

En se fondant sur les commentaires des intervenants, le Groupe de travail a formulé des recommandations visant à réduire et à simplifier les exigences réglementaires, le cas échéant, à appuyer un modèle d'information continue et à adopter un modèle de diffusion de l'information « d'accès égal à la prestation ». Pour s'assurer que les investisseurs sont protégés, le Groupe de travail recommande également que la CVMO dispose d'outils supplémentaires pour veiller à ce que les émetteurs divulguent les renseignements pertinents aux marchés.

« Nous appuyons fermement les efforts du Groupe de travail visant à réduire le fardeau réglementaire imposé aux participants aux marchés de capitaux... Les exigences réglementaires qui ne sont plus nécessaires ou qui ne servent plus leurs fins prévues imposent des coûts aux entreprises et à l'économie sous la forme de ressources réduites à affecter aux possibilités de croissance, et de concurrence et d'efficacité réduites. Tous ces coûts sont finalement assumés par les investisseurs. »

Institut des fonds d'investissement du Canada

Nos recommandations comprennent des mesures visant à améliorer notre marché dispensé, à permettre une plus grande souplesse aux émetteurs publics, grands et petits, et à régler des questions stratégiques précises comme la vente à découvert. De plus, ces réformes favoriseront la création d'un secteur intermédiaire diversifié et florissant qui aidera davantage la formation de capital, tout en réduisant le fardeau réglementaire afin d'épargner du temps et de l'argent aux entreprises et d'améliorer la protection des investisseurs. Ensemble, ces recommandations amélioreront l'accès au capital et accroîtront la liquidité sur les marchés publics et privés.

Soutenir les émetteurs et le marché des intermédiaires de l'Ontario

12. **Soumettre à une période de détention réduite de 30 jours les titres émis par un émetteur assujéti admissible qui utilise la dispense du prospectus pour investisseur qualifié, et éliminer cette période après deux ans.**

À l'heure actuelle, les titres émis par un émetteur assujéti en vertu de certaines dispenses de prospectus, comme la dispense accordée aux investisseurs qualifiés (IQ), sont assujettis à une période de détention de quatre mois avant de devenir librement négociables. Cette période de détention a été initialement mise en place pour tenir compte du temps nécessaire à la diffusion des nouvelles dans un environnement de marchés financiers non numériques.

« Nous appuyons la proposition de supprimer la période de détention de quatre mois... Lorsque les titres sont assujettis à une période de détention de quatre mois, le titre est effectivement non liquide pour cette période, ce qui peut limiter la quantité d'émission pouvant être achetée par les investisseurs institutionnels et introduit un fardeau administratif pour les investisseurs institutionnels en ce qui concerne le suivi d'autres titres restreints du même émetteur. »

CFA Societies Canada

Dans le cadre des consultations du Groupe de travail, plusieurs parties prenantes ont indiqué que, compte tenu des connaissances des clients qui sont des investisseurs qualifiés, cette période de détention de quatre mois constitue un fardeau réglementaire inutile qui réduit la liquidité pour les investisseurs. La réduction de cette période de détention donnerait plus de souplesse à l'acheteur des titres et allégerait le fardeau administratif pour tous les participants au marché en cause, tout en réduisant le besoin de faire le suivi de ces titres. Bien que cette recommandation puisse favoriser davantage les placements privés plutôt que les offres publiques par voie de prospectus, bon nombre des autres recommandations du Groupe de travail favoriseraient la facilité d'accès aux marchés publics et une meilleure information continue pour le public.

Le Groupe de travail fait remarquer que les ACVM ont un projet modèle d'offre de rechange en cours qui envisage d'autoriser l'émission de titres négociables librement. Nous recommandons que les ACVM adoptent cette recommandation afin d'harmoniser davantage les marchés financiers du Canada.

Recommandation :

Les titres distribués en vertu de l'exemption du prospectus d'IQ par tous les émetteurs assujettis qui ont établi un dossier d'information continue d'au moins douze mois après avoir produit et obtenu un reçu pour un prospectus, ou le dépôt d'une déclaration de dépôt dans le cas d'une prise de contrôle inversée (PCI) ou d'une société de capital de démarrage (SCD), devraient être assujettis à une période de détention réduite de 30 jours. Les émetteurs assujettis qui ont un dossier d'information continue de moins de douze mois ou qui n'ont pas déposé de prospectus ou de déclaration de dépôt seraient tout de même assujettis à une période de détention de quatre mois. De plus, les émetteurs assujettis qui font leur déclaration semestrielle devraient être exclus de la période de détention réduite.

Une fois que ce changement est en vigueur depuis deux ans et que ses répercussions ont été examinées par la CVMO, la période de détention de 30 jours devrait être éliminée.

La recommandation se limite aux émetteurs qui ont établi un dossier de divulgation adéquat après la divulgation initiale de leur prospectus pour que les investisseurs secondaires puissent s'y appuyer. L'augmentation de la liquidité résultant de cette recommandation dynamiserait le marché secondaire et offrirait à ces émetteurs des occasions supplémentaires de se procurer des capitaux.

Aucun changement n'est proposé aux exigences d'inscription du courtier et du souscripteur ni aux obligations de conformité connexes. La réduction, plutôt que l'élimination, de la période de détention aiderait à prévenir les souscriptions indirectes aux investisseurs qui ne sont pas qualifiés. L'émetteur et tout courtier participant à la distribution seraient toujours tenus de prendre des mesures raisonnables pour s'assurer que l'acquéreur initial s'appuie de manière adéquate sur l'exemption d'IQ et achète en tant que partie principale et non en vue d'une distribution ultérieure. Ces mesures raisonnables pourraient comprendre des déclarations et des garanties dans les ententes de souscription des acheteurs selon lesquelles ils achètent les titres en tant que placement, et non à des fins de distribution, pourvu que ces déclarations et garanties soient raisonnables dans les circonstances. La CVMO devrait élaborer des lignes directrices concernant ces mesures raisonnables afin de fournir plus de clarté aux participants au marché.

Cette recommandation, de concert avec d'autres dans le présent rapport, représente un virage vers une plus grande dépendance à l'égard de l'information continue et de plus grandes options de mobilisation de capitaux en l'absence d'un prospectus. La CVMO devrait continuer d'accorder la priorité à l'information continue dans son examen de la conformité; de nouveaux outils à cette fin sont décrits dans la recommandation 13 ci-dessous.

13. Fournir des outils supplémentaires à la CVMO pour la divulgation continue et la conformité aux exemptions

La divulgation continue par les émetteurs assujettis est essentielle au bon fonctionnement des marchés financiers. Pour moderniser le régime de réglementation des valeurs mobilières, il faut mettre davantage l'accent sur la divulgation continue plutôt que sur la divulgation de prospectus. Cette tendance s'accroît à mesure que d'autres formes de financement sont adoptées sur le marché dispensé et que le nombre d'offres traditionnelles par voie d'un prospectus diminue. Toutefois, bon nombre des outils de conformité de la CVMO sont axés sur l'examen et la réception d'un prospectus. Au fur et à mesure que la divulgation continue deviendra plus importante, elle continuera de faire partie des efforts de conformité de la CVMO. Les nouveaux outils de conformité permettront à la CVMO de résoudre les problèmes de conformité rapidement et efficacement.

De même, à mesure que les offres par voie de prospectus exemptées deviennent une partie de plus en plus importante des marchés canadiens, y compris les exemptions élargies proposées dans le présent rapport, la conformité aux modalités de ces exemptions devient beaucoup plus importante.

Ces outils ne seraient pas appropriés pour les infractions graves aux lois sur les valeurs mobilières, qui devraient être traitées par des processus d'application de la loi. Toutefois, elles faciliteraient l'amélioration de la divulgation des émetteurs et du respect des exemptions, ce qui serait avantageux pour les marchés et améliorera la protection des investisseurs.

Recommandation :

Afin d'améliorer les efforts de conformité de la CVMO liés à la divulgation des renseignements aux émetteurs et à la conformité aux exemptions, le Directeur des finances générales de la CVMO devrait avoir la capacité d'imposer des conditions aux émetteurs dans le cadre des examens de la conformité. La portée des modalités devrait être souple de sorte qu'elles puissent être adaptées aux circonstances, mais elles devraient inclure spécifiquement les ordonnances relatives à la cessation ou à la poursuite de la négociation de valeurs mobilières et à la capacité d'un émetteur de s'appuyer sur les exemptions de prospectus.

Afin d'assurer l'équité pour les émetteurs, il devrait avoir une possibilité d'être entendu avant que le Directeur rende une décision et procède à un processus d'appel devant le tribunal.

14. Simplifier le calendrier de divulgation (par ex. rapports semestriels)

À l'heure actuelle, les entreprises cotées en bourse en Ontario sont tenues de présenter des rapports financiers trimestriels sur leurs résultats intermédiaires et des rapports de gestion connexes.

Toutefois, les émetteurs engagent des coûts importants et affectent des ressources substantielles à la production d'états financiers trimestriels et de rapports de gestion. Bien que les états financiers trimestriels fournissent des renseignements opportuns aux investisseurs et aux intermédiaires, il peut y avoir des cas où le coût réglementaire et interne de la préparation de rapports aussi fréquents dépasse les avantages obtenus. Cela est particulièrement vrai pour les plus petits émetteurs et ceux qui progressent vers la génération de revenus et qui n'ont peut-être pas subi de changements importants à leurs opérations qu'il serait utile de signaler dans les états financiers.

Par l'intermédiaire des consultations publiques, les intervenants conviennent que les petits émetteurs font face à un fardeau disproportionné en raison des exigences de déclaration trimestrielles continues, mais ils ont soulevé des préoccupations au sujet de l'élimination des rapports trimestriels en raison de la réduction du délai de divulgation des renseignements aux investisseurs et au marché. Les intervenants se sont aussi dits préoccupés par le fait que les exigences de l'Ontario en matière de divulgation n'étaient pas harmonisées avec celles des autres administrations canadiennes et des États-Unis.

Recommandation :

En vue d'alléger le fardeau réglementaire, le Groupe de travail recommande de modifier l'exigence relative aux états financiers trimestriels pour permettre aux émetteurs assujettis inscrits à une bourse de produire des rapports semestriels. Les émetteurs assujettis seraient admissibles à cette option si l'émetteur :

- a établi un dossier de divulgation continue d'au moins 12 mois après avoir déposé et obtenu un reçu pour un prospectus final ou déposé une déclaration de dépôt dans le cas d'une PCI ou d'une SCD;
- déclare un revenu annuel de moins de 10 millions de dollars, comme l'indiquent les états financiers annuels audités les plus récents déposés par l'émetteur assujetti;
- n'est pas en défaut, et ne l'a pas été récemment, de ses obligations de divulgation continue.

Si un émetteur qui a adopté la déclaration semestrielle réalise des revenus de 10 millions de dollars ou plus, il devrait recommencer à produire des déclarations trimestrielles après le dépôt de ses états financiers annuels audités.

Une fois que l'incidence de la déclaration semestrielle par les émetteurs admissibles qui profitent de cette option a été évaluée sur une période de deux ans, la CVMO devrait déterminer si la gamme d'émetteurs qui peuvent produire une déclaration sur cette base devrait être élargie.

En outre, la décision de déposer un rapport semestriel doit être approuvée par les détenteurs de la majorité des actions portant droit de vote, à l'exclusion de toute partie liée de l'émetteur, avant d'adopter cette option et reconfirmée au moins tous les trois ans.

Les émetteurs qui adoptent une déclaration semestrielle ne pourraient pas profiter de l'exemption proposée dans la recommandation relative à un modèle d'offre de rechange, qui permettrait aux émetteurs de distribuer des titres librement négociables en se fondant principalement sur leur dossier

de divulgation continue. De plus, étant donné que le dépôt semestriel augmenterait l'importance des rapports sur les changements significatifs, la CVMO devrait continuer d'accorder la priorité à la divulgation continue dans son examen de la conformité; de nouveaux outils à cette fin figurent dans une recommandation différente.

Étant donné la nécessité d'une approche harmonisée, la CVMO devrait mettre en œuvre cette recommandation en consultation avec les ACVM, afin d'assurer l'harmonisation entre les administrations canadiennes.

15. Créer un environnement d'inscription des courtiers « refuge » pour les émetteurs et leurs personnes associées

En vertu du régime actuel des valeurs mobilières, si un émetteur distribue ses propres valeurs mobilières de façon régulière et sans la participation d'un courtier inscrit, l'émetteur et (ou) les dirigeants, administrateurs, employés ou agents de l'émetteur (collectivement, les « personnes associées »), dans certaines circonstances, peuvent être considérés comme « faisant le commerce des valeurs mobilières », ce qui déclencherait la nécessité d'une inscription. À l'heure actuelle, les participants au marché ne savent pas avec certitude quand un émetteur ou ses personnes associées peuvent être considérés comme « faisant le commerce des valeurs mobilières ».

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande la création d'une exemption d'inscription de courtier « refuge » pour les émetteurs et leurs personnes associées en matière d'inscription des courtiers par l'intermédiaire d'une ordonnance générale de la CVMO ou d'un changement de règle qui permettrait à un émetteur de se livrer à certaines « activités de relations avec les investisseurs autorisées » passives (ARIA) sans devoir s'inscrire. Les activités passives peuvent comprendre ce qui suit :

- Préparation des documents d'offres et des ententes de souscription;
- Offre passive des actions de l'émetteur aux investisseurs par l'intermédiaire du site Web de l'émetteur;
- Acceptation passive des demandes de souscription qui n'ont pas été sollicitées par l'émetteur ou les personnes associées.

La CVMO devrait également avoir le pouvoir de publier des lignes directrices sur la liste complète de ce qui constitue une ARIA.

Cette recommandation améliorerait le processus de mobilisation de capitaux. Les émetteurs pourraient mener certaines activités de mobilisation de capitaux de façon régulière et sans avoir à recourir aux services d'un courtier inscrit. Cela aiderait particulièrement les petits émetteurs qui ont de la difficulté à obtenir des capitaux.

Cette recommandation vise à réduire l'incertitude réglementaire en fournissant un test plus clair des activités qui peuvent être menées par un émetteur et ses personnes associées sans être inscrits. La capacité de la CVMO de prendre des mesures de conformité et d'application de la loi contre les mauvais joueurs serait renforcée, car les centres d'appels et les émetteurs qui exercent des activités de vente active devraient être inscrits, ce qui se traduirait par une meilleure protection des investisseurs.

16. Introduire un modèle d'émission de rechange pour les émetteurs assujettis

Le système de prospectus actuel fonctionne bien pour les grands émetteurs qui peuvent absorber les coûts d'une émission publique de titres. Toutefois, les coûts élevés liés à la préparation et au dépôt d'un prospectus peuvent constituer un obstacle à la mobilisation de capitaux pour les petits émetteurs. Le fait de s'appuyer davantage sur le dossier d'information continue de l'émetteur assujetti pour soutenir les décisions de placement plutôt que sur le dépôt d'un prospectus pour le financement ordinaire fournirait du capital à moindre coût à ces entreprises.

Dans le cadre de ses consultations publiques, le Groupe de travail a entendu des émetteurs et des investisseurs dire qu'il faut offrir un accès plus efficace aux marchés financiers aux émetteurs publics, tout en tenant compte de la nécessité de veiller à ce que les investisseurs reçoivent suffisamment de renseignements pour éclairer leurs décisions d'investissement. Les émetteurs assujettis ayant un dossier d'information continue établi peuvent bénéficier d'un accès au capital à moindre coût grâce à des exigences d'émission réduites, sans diminuer la protection des investisseurs.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande d'introduire une dispense de prospectus pour autre modèle d'émission à tous les émetteurs assujettis, relativement aux titres cotés en bourse qui sont pleinement conformes aux exigences d'information continue afin de leur permettre d'offrir des titres librement négociables au public.

L'exemption comprendrait des conditions telles que :

- l'émetteur doit avoir été un émetteur assujetti pendant 12 mois, être à jour avec son information continue et ne pas être en défaut; les titres offerts en vertu de cette exemption de prospectus doivent être d'une catégorie qui est inscrite à une bourse;
- l'offre doit être assujettie à un maximum annuel;
- les émetteurs doivent déposer un bref document d'information auprès de l'organisme de réglementation approprié afin de mettre à jour le dossier d'information continue pour les événements récents (y compris les renseignements concernant l'utilisation du produit) et en attester l'exactitude. Le document d'information et le certificat devraient tous deux être classés dans le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR) ou dans un système mis à jour.

Cette dispense permettrait aux émetteurs de mobiliser des capitaux en fonction de leur dossier d'information continue et d'un bref document d'offre, plutôt qu'au moyen du dépôt d'un prospectus. Les investisseurs assumeraient le même niveau de risque que s'ils achetaient les mêmes titres sur le marché secondaire.

Le maximum annuel pour les offres en vertu de cette exemption devrait être fixé à 10 % de la capitalisation boursière au début d'une période annuelle déterminée. Pour les petits émetteurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 50 millions de dollars, le maximum annuel devrait être le moindre de 5 millions de dollars ou 100 % de la capitalisation boursière de l'émetteur, ce qui plafonne le montant que ces émetteurs peuvent offrir en vertu de ces exigences de déclaration réduites. Ce maximum annuel est recommandé afin de tenir compte de la dépendance accrue de l'émetteur à

l'égard de l'information continue et des protections civiles et légales limitées, tout en assurant une protection appropriée des investisseurs. Les offres qui dépassent ces limites continueraient de nécessiter le dépôt d'un prospectus.

Les recours pour les pertes des investisseurs sur le marché secondaire à la suite de fausses déclarations dans un dossier d'information continue sont beaucoup plus limités que les recours pour une fausse déclaration dans un prospectus. Étant donné que l'exemption d'offre de rechange proposée est une offre primaire de l'émetteur et l'émetteur recevrait le produit de l'offre, l'investisseur devrait avoir le droit d'avoir un recours efficace contre l'émetteur si le document d'émission contient une fausse déclaration. Le Groupe de travail recommande que les offres en vertu de cette exemption soient désignées comme comportant les mêmes responsabilités que les offres par voie d'un prospectus. Imposer le même niveau de responsabilité inciterait l'émetteur à prendre des mesures pour éviter les fausses déclarations.

Le Groupe de travail fait remarquer que le projet de modèle d'émission de rechange en cours des ACVM examine plusieurs propositions concernant différents modèles d'émission pour les émetteurs et recommande que les ACVM adoptent cette recommandation pour une plus grande harmonisation dans les marchés financiers du Canada.

17. Mettre au point un modèle de l'émetteur chevronné reconnu

Aux États-Unis, l'« émetteur chevronné reconnu » est assujéti à un processus allégé d'inscription de produits. Un émetteur chevronné reconnu est défini comme un émetteur ayant une certaine quantité d'actions en circulation ou ayant émis des titres de créance au-dessus d'un certain montant pendant une période donnée, et qui a monté un dossier d'information approprié. Les émetteurs chevronnés reconnus peuvent enregistrer leurs offres de titres sur déclaration d'inscription qui prend effet automatiquement au moment de son dépôt.

Les intervenants étaient très favorables à l'introduction de ce modèle réglementaire au Canada. Ce nouveau modèle réduit le fardeau réglementaire pour les grands émetteurs qui atteignent les seuils prescrits et rend plus rentable et plus attrayant pour eux l'obtention de capitaux sur les marchés financiers de l'Ontario.

Le Groupe de travail fait remarquer que le projet de modèle d'émission de rechange en cours des ACVM examine le modèle d'émetteur chevronné reconnu et recommande que les ACVM adoptent cette recommandation pour une plus grande harmonisation dans les marchés financiers du Canada.

Recommandation :

Il est recommandé que la CVMO élabore un modèle d'émetteur chevronné reconnu en Ontario, afin de remettre automatiquement des reçus de prospectus préalable pour les émetteurs qui ont une certaine quantité d'actions en circulation ou qui ont émis des titres de créance au-dessus d'un certain montant pendant une période donnée, et qui ont monté un dossier d'information approprié. Le Groupe de travail recommande que le seuil approprié pour qu'un émetteur soit admissible à la classification d'émetteur chevronné reconnu soit un flottant public d'au moins 500 millions de dollars. Ce seuil reflète la taille des marchés financiers de l'Ontario et s'appliquera aux émetteurs déjà reconnus et suivis par les analystes de marché.

Le modèle de l'émetteur chevronné reconnu ne modifierait pas les exigences actuelles d'approbation pour les nouveaux dérivés offerts dans le cadre d'un supplément de prospectus, comme les billets indexés ou des produits de placement semblables.

La CVMO, de concert avec les ACVM, devrait également envisager de mettre en œuvre d'autres changements au régime des prospectus préalables afin d'élaborer un système semblable à celui que les É.-U. offrent aux émetteurs chevronnés reconnus, qui contribuerait à la formation de capital.

Cela simplifierait le processus entourant le prospectus préalable pour les grands émetteurs qui atteignent les seuils prescrits et rendrait plus rentable pour eux l'obtention de capitaux sur les marchés financiers de l'Ontario.

18. Introduire une catégorie de chercheur d'inscriptions et donner à la CVMO le pouvoir de réglementation et de désignation pour moderniser l'application du statut de « promoteur »

Les émetteurs recourent régulièrement à des chercheurs pour effectuer des placements privés sans intermédiaire. L'utilisation prédominante de ces chercheurs donne à penser que certains types d'émetteurs, principalement les plus petits émetteurs comme les entreprises en démarrage, les petites entreprises et les émetteurs émergent, peuvent éprouver des difficultés à accéder à des capitaux par l'intermédiaire des systèmes de courtiers sur le marché dispensé et des courtiers en valeurs mobilières.

En vertu du cadre de réglementation actuel, le fait d'agir à titre de chercheur professionnel est généralement considéré comme une activité devant être inscrite puisqu'il s'agit de transactions régulières de valeurs mobilières à des fins commerciales (c.-à-d. le déclencheur d'inscription d'une activité). Toutefois, le fait d'exiger que les chercheurs individuels s'inscrivent comme courtiers sur le marché dispensé peut ne pas être bien adapté et peut être trop onéreux pour les chercheurs individuels.

De plus, la définition de « promoteur » dans la *Loi sur les valeurs mobilières* est désuète. En outre, il n'y a pas de reconnaissance particulière que le statut de promoteur (déterminer si une personne est ou non un promoteur) peut changer au fil du temps. Les problèmes d'interprétation de la définition actuelle surgissent souvent dans les examens de prospectus et sont une source d'incertitude pour les participants au marché.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande l'introduction d'une catégorie d'inscription de chercheurs qui serait moins lourde que le régime actuel d'inscription des courtiers sur le marché dispensé et la mise à jour de la définition de « promoteur ».

1. Nouvelle catégorie d'inscription de chercheurs

La catégorie d'inscription de chercheurs se traduirait par :

- L'imposition d'obligations moindres que celles imposées aux courtiers sur le marché non réglementé ou aux courtiers en valeurs mobilières (comme des exigences de fonds propres réduites), tout en maintenant les normes d'intégrité et de compétence qui sont les pierres angulaires de la protection des investisseurs;

- La possibilité pour les agents de recherche de se livrer à des activités de sollicitation et axées sur les clients et de recevoir une rémunération fondée sur les transactions, tout en veillant à ce que les ventes de titres soient effectuées par l'entremise d'un courtier inscrit;
- L'élimination de la nécessité pour un chercheur d'avoir une personne désignée ou un agent principal de la conformité puisque, en substance, les chercheurs s'acquitteraient eux-mêmes de ces fonctions.

Pour maintenir des marchés financiers équitables et efficaces, les chercheurs devraient se conformer aux exigences en matière de conflits d'intérêts et de divulgation de la rémunération. Toutefois, d'autres exigences à l'égard des courtiers sur le marché dispensé seraient modifiées, notamment :

- Réduction du capital minimal;
- Réduction de l'assurance puisque le chercheur ne devrait pas avoir accès aux actifs des clients ni en avoir la garde;
- Divulgation de la relation client réduite.

Un régime d'inscription proportionnel pour les chercheurs contribuerait à protéger les investisseurs en encourageant l'utilisation de chercheurs inscrits (qui répondent aux normes d'intégrité et de compétence et qui ont été jugés aptes à l'inscription) plutôt que de chercheurs non inscrits. (Certains d'entre eux peuvent soulever des préoccupations en matière d'intégrité et de compétence et peuvent agir illégalement). Étant donné que les chercheurs ne font que présenter des investisseurs à des émetteurs, cette recommandation pourrait stimuler la croissance du marché intermédiaire, car les émetteurs seraient toujours tenus d'utiliser des courtiers sur le marché dispensé ou des courtiers en valeurs mobilières dans le cadre de la vente ferme de leurs titres.

2. Mise à jour de la définition de promoteur

Le Groupe de travail recommande une modification législative pour permettre à la CVMO de désigner et d'établir des règles concernant le statut de promoteur, notamment :

- établir si une personne ou une catégorie de personnes est un promoteur ou non;
- prescrire les circonstances dans lesquelles le statut de promoteur prend fin;
- modifier la définition de promoteur dans des circonstances précises pour tenir compte des différentes structures organisationnelles.

19. Offrir plus de souplesse afin de permettre aux émetteurs assujettis et à leurs conseillers agréés d'évaluer l'intérêt des investisseurs institutionnels à participer à une éventuelle émission par voie de prospectus avant de déposer un prospectus provisoire

Les parties prenantes ont fait remarquer que les sociétés cotées en bourse comptent de plus en plus sur le financement par placements privés plutôt que sur les émissions par voie de prospectus. L'une des raisons de cette tendance est la possibilité limitée de « tâter le terrain » avant la publication d'une émission par voie de prospectus. Bien que la dispense relative aux prises fermes permette de solliciter des déclarations d'intérêt avant le dépôt d'un prospectus provisoire, elle oblige les preneurs à assumer les risques liés à l'offre. Le risque d'échec d'une transaction entraîne une moins grande utilisation de la structure du prospectus simplifié, à l'exception des émetteurs les plus importants.

En 2019, la Securities and Exchange Commission des États-Unis a permis à tous les émetteurs de s'engager dans des communications exploratoires avec des acheteurs institutionnels qualifiés et des investisseurs institutionnels qualifiés au sujet d'une offre de titres envisagé et inscrit avant, ou après le dépôt d'une déclaration d'inscription liée à cette offre.

De nombreux intervenants qui ont formulé des commentaires sur le rapport de consultation du Groupe de travail appuient les changements de règles aux interdictions avant la mise en marché qui harmoniseraient la réglementation en Ontario avec les récents changements de règles aux États-Unis. En outre, les intervenants ont fait savoir qu'une surveillance appropriée des tendances commerciales des participants au marché qui ont accès à de l'information préalable confidentielle est importante pour détecter et décourager les délits d'initiés ou le tuyautage.

« Les émetteurs devraient avoir la capacité de « tester les eaux » avec les investisseurs institutionnels avant de déposer un prospectus préliminaire... Il serait utile pour les investisseurs institutionnels de communiquer leur intérêt pour les offres potentielles aux émetteurs et à leurs conseillers si une telle communication se traduit par la disponibilité d'un plus grand nombre d'offres dans lesquelles investir. »

OMERS

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande d'améliorer la capacité des émetteurs assujettis d'effectuer des transactions préalables à la mise en marché auprès des investisseurs institutionnels qualifiés avant le dépôt d'un prospectus provisoire. La plus grande capacité de communiquer avec les investisseurs potentiels, afin d'évaluer la demande existante pour une émission publique de titres, réduirait au minimum le risque d'échec des transactions. Cette recommandation devrait être mise en œuvre en apportant des changements à l'interdiction actuelle de la mise en marché préalable, au lieu de créer une nouvelle exemption.

Un régime plus restrictif d'exploration préalable en Ontario par rapport aux États-Unis désavantage les émetteurs et les investisseurs de l'Ontario. Par conséquent, le Groupe de travail recommande d'autoriser la mise en marché préalable des transactions sur une base semblable à celle du régime réglementaire américain tout en tenant compte de la liquidité du marché canadien.

La plus grande souplesse pour les émetteurs assujettis d'effectuer des transactions préalables à la mise en marché auprès des investisseurs institutionnels qualifiés avant le dépôt d'un prospectus provisoire

devrait s'accompagner d'une surveillance et d'examen de la conformité accrue. Les organismes de réglementation devraient examiner les modèles de négociation de ces investisseurs institutionnels qualifiés afin de décourager les délits d'initiés et le tuyautage. Pour ce faire, les courtiers en valeurs mobilières devraient être tenus de conserver une liste des investisseurs avec qui ils ont communiqué dans leur dossier de transaction et de la déposer auprès de l'OCRCVM dans un format prescrit par l'OCRCVM ou permettre à la CVMO d'obtenir une telle liste sur demande. Le dépôt permettrait à l'OCRCVM de surveiller de telles activités sans créer de fardeau réglementaire supplémentaire, comme les ententes de non-divulgaration signées par des investisseurs institutionnels qualifiés. Il est attendu à ce que les activités préalables à la mise en marché relatives aux placements privés des émetteurs assujettis soient déposées auprès de l'OCRCVM dans le même format.

20. Opérer une transition vers le modèle « accès tenant lieu de livraison » pour la diffusion de l'information sur les marchés financiers et la numérisation des marchés financiers

À mesure que la technologie progressera et que l'accès numérique augmentera, les méthodes utilisées par les entreprises pour communiquer avec leurs investisseurs et avec les parties prenantes évolueront. Le fait de permettre aux entreprises de fournir des documents sous format électronique, y compris en les affichant sur des sites Web, aide à réduire au minimum l'utilisation des ressources (à la fois sur le plan du temps et des coûts) par rapport à la livraison physique. La pandémie actuelle de COVID-19 souligne la nécessité pour les participants au marché de l'Ontario de pouvoir s'adapter à un monde axé sur le numérique.

Plusieurs parties prenantes ont fait des commentaires quant à la rapidité de la livraison électronique et ont exprimé une préférence générale pour les communications moins axées sur le papier. Ils ont également indiqué au Groupe de travail que la réduction des coûts de communication par l'adoption de la prestation numérique est avantageuse pour tous les participants au marché. La livraison numérique est plus simple sur le plan opérationnel pour les émetteurs de titres et les émetteurs de fonds et permet aux investisseurs un accès électronique transparent aux documents d'investissement, ce qui est encore plus important pendant la pandémie de COVID-19. En outre, le fait de faciliter la diffusion numérique améliore la durabilité environnementale.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande l'adoption généralisée de la livraison électronique ou numérique en ce qui concerne les documents exigés en vertu du droit des valeurs mobilières (c.-à-d. le modèle « accès tenant lieu de livraison ») et la réduction du fardeau réglementaire redondant et inutile.

Un modèle d'accès tenant lieu de livraison devrait remplacer la livraison par défaut des documents de divulgation de tous les émetteurs et fonds de placement, y compris un prospectus pour les émissions par voie de prospectus, les états financiers annuels et intermédiaires et les rapports de gestion connexes, et le rapport de la direction sur le rendement des fonds (RDRF). Il est entendu qu'un avis indiquant que ces documents de divulgation sont disponibles ne serait pas requis, et tant que ces documents sont accessibles sur Internet, on considérerait que les investisseurs ont reçu ces documents.

Le Groupe de travail recommande également un modèle de prestation électronique pour tous les autres documents que les investisseurs reçoivent, y compris la livraison électronique des documents sur lesquels ils comptent pour voter, comme les documents relatifs aux votes par procuration et les avis

pour les assemblées régulières et spéciales. Le Groupe de travail reconnaît que cela devrait être mis en œuvre en exigeant que tous les investisseurs fournissent leurs coordonnées par courriel et, dans l'intervalle, cela ne s'appliquerait qu'aux investisseurs qui reçoivent un avis par courriel. Cela contribuerait à faire en sorte que les investisseurs aient un préavis approprié concernant la disponibilité de renseignements pertinents sur les placements. Les émetteurs pourraient envisager au cas par cas des circonstances atténuantes pour la fourniture de documents envoyés par la poste.

Le Groupe de travail recommande que le modèle d'accès tenant lieu de livraison soit mis en œuvre en Ontario dans les six mois suivant la publication du présent rapport. Le Groupe de travail reconnaît que cette recommandation serait probablement plus efficace si elle était mise en œuvre de façon harmonisée à l'échelle du pays et exhorte les autres membres des ACVM à envisager également d'adopter un modèle semblable pour réduire le fardeau réglementaire des émetteurs à l'échelle du Canada.

21. Regrouper les exigences en matière de rapports et de réglementation

À mesure que notre cadre de réglementation des marchés financiers est modernisé, il faut également tenir compte des exigences désuètes et redondantes en matière de rapports publics. Les entreprises et les actionnaires assument des coûts et déploient des ressources inutilement, parce que les exigences de déclaration ne sont pas simplifiées. De plus, la répétition de l'information dans de nombreux documents de divulgation ajoute au fardeau et à la complexité de la divulgation que doivent assumer les investisseurs.

Les intervenants sont généralement favorables au regroupement des exigences en matière de déclaration et de réglementation afin de réduire le fardeau réglementaire. Le Groupe de travail a entendu que les émetteurs accueilleraient favorablement toute réduction des coûts liés à la simplification des exigences en matière de rapports et de réglementation. De plus, les intervenants ont indiqué que la consolidation et la clarification de certaines divulgations et la promotion de l'accessibilité pourraient améliorer la protection des investisseurs en rehaussant la qualité de la divulgation.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que les exigences suivantes en matière de production de rapports et de réglementation soient adoptées en 2021 :

1. Combiner les exigences relatives aux formulaires

En combinant les exigences relatives à la notice annuelle, au rapport de gestion et aux états financiers; Les émetteurs assujettis peuvent toujours choisir de garder leurs états financiers distincts, mais ils bénéficieraient de l'option de les combiner avec la notice annuelle et le rapport de gestion, comme aux États-Unis, où ils peuvent produire l'équivalent de la notice annuelle, du rapport de gestion et les états financiers en un seul ensemble. Il en résulterait une réduction du dédoublement entre le libellé du rapport de gestion et de la notice annuelle, particulièrement en ce qui concerne la description des facteurs opérationnels et des facteurs de risque.

2. Simplification du rapport sur les changements importants

Simplifier le rapport sur les changements importants en autorisant plutôt, au choix du participant au marché, le dépôt d'un communiqué contenant les renseignements requis au sujet d'un changement

important dans SEDAR. Cela serait conforme aux pratiques existantes où le rapport sur les changements importants complète le communiqué qui a déjà été déposé sur SEDAR.

3. Élimination du rapport de la direction sur le rendement des fonds

Éliminer le rapport de la direction sur le rendement des fonds, simplifier le contenu du rapport de la direction sur le rendement des fonds et, conformément à la transition à l'accès tenant lieu de livraison proposée dans la recommandation 20 ci-dessus, éliminer la livraison physique du rapport de la direction sur le rendement des fonds aux investisseurs. Le Groupe de travail fait remarquer que ces changements sont en retard, car le rapport de la direction sur le rendement des fonds n'a pas été simplifié lorsque l'exigence de divulgation des renseignements sur les fonds a été mise en œuvre.

4. Émetteurs de fonds d'investissement

Simplification de certaines exigences réglementaires et de déclaration applicables aux émetteurs de fonds de placement.

5. Prospectus et notice annuelle

Combiner le prospectus simplifié et la notice annuelle en un seul document de divulgation annuelle, ce qui élimine les exigences de divulgation redondantes et met à jour d'autres exigences.

6. Autres changements aux exigences en matière de rapports financiers

Apporter des changements aux exigences en matière de rapports financiers pour éliminer l'obligation d'inclure des éléments non conformes aux IFRS inutiles dans les états financiers.

7. Formulaire de renseignements personnels

Simplifier les exigences en matière de dépôt du Formulaire de renseignements personnels (FRP) pour tous les émetteurs.

À la suite de la publication du rapport de consultation, la CVMO a publié en août 2020 une version finale des modifications aux règles visant à réduire le nombre de déclarations d'acquisition d'entreprise. Par conséquent, le Groupe de travail est d'avis qu'il n'y a pas lieu d'apporter d'autres changements aux déclarations d'acquisition d'entreprise. Le Groupe de travail recommande que la CVMO réévalue périodiquement si des changements supplémentaires sont nécessaires pour la production de déclarations d'acquisition d'entreprise après l'entrée en vigueur des modifications actuelles en novembre 2020.

Cette recommandation devrait être mise en œuvre en Ontario. Toutefois, nous reconnaissons que cette recommandation serait probablement plus efficace si elle était mise en œuvre de façon harmonisée à l'échelle du pays et nous exhortons les ACVM à envisager l'adoption d'un modèle semblable afin de réduire le fardeau réglementaire des émetteurs à l'échelle du Canada.

22. Permettre aux courtiers sur le marché dispensé de participer à titre de membres de syndicats de placement à des émissions par voie de prospectus et de parrainer des opérations de prise de contrôle inversée

Les courtiers sur le marché dispensé ont traditionnellement joué un rôle important en aidant les petits émetteurs et les entreprises en démarrage à réunir des capitaux à l'étape préalable à un PAPE. Cependant, à mesure que les petits émetteurs prennent de l'expansion et cherchent à obtenir du financement au moyen d'une émission par voie de prospectus, les courtiers sur le marché dispensé sont souvent incapables de continuer à soutenir ces émetteurs. À l'heure actuelle, il est interdit aux courtiers sur le marché dispensé de participer à titre de membres de syndicats de placement aux émissions par voie de prospectus, alors que cela était autorisé avant décembre 2017. Le fait de permettre aux courtiers sur le marché dispensé de participer de nouveau leur permettrait de maintenir leurs relations avec les émetteurs à la suite d'un premier appel public à l'épargne et ouvrirait des voies de financement supplémentaires aux émetteurs, et plus particulièrement aux émetteurs émergents. De plus, la restriction imposée actuellement à la participation des courtiers sur le marché dispensé aux émissions par voie de prospectus constitue un obstacle pour les courtiers sur le marché dispensé agissant à titre d'agents de SCD (utilisés par les petits émetteurs dans le cadre de la mobilisation de fonds de la TSXV, parce que la politique sur les SCD de cette bourse requiert qu'au moins un agent de l'offre du SCD soit membre de l'OCRCVM).

La consultation du Groupe de travail a indiqué que les intervenants appuient l'objectif sous-jacent de la politique qui consiste à améliorer les possibilités de mobilisation de capitaux pour les émetteurs en permettant aux courtiers sur le marché dispensé d'agir comme membres de syndicats de placement dans les émissions par voie de prospectus et comme commanditaires des PCI. Cela permettrait également aux investisseurs d'avoir accès à de plus grandes possibilités d'investissement et aiderait les entreprises à croître grâce aux capitaux supplémentaires mobilisés.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que la CVMO et la TMX permettent aux courtiers sur le marché dispensé d'agir à titre de « membres de syndicats de placement » pour la distribution des titres émis dans le cadre d'une émission par voie de prospectus. La recommandation inclurait les émissions publiques de titres initiales et des émissions par voie de prospectus liées à une transaction admissible.

La CVMO devrait établir des conditions raisonnables pour que les courtiers sur le marché dispensé puissent agir à titre de « membres de syndicats de placement » dans les émissions par voie de prospectus, notamment :

- un courtier en valeurs mobilières agit à titre de preneur ferme relativement à la distribution et signe un certificat de preneur ferme conformément aux exigences de la loi ontarienne sur les valeurs mobilières;
- les commissions, honoraires ou autre rémunération versés au courtier sur le marché dispensé ne dépassent pas 50 % des commissions, honoraires ou autre rémunération versés au courtier en valeurs mobilières qui agit à titre de preneur ferme.

Les conditions ci-dessus visent à faire en sorte que les courtiers en valeurs mobilières continuent de participer à l'offre et signent un certificat de preneur ferme.

Le Groupe de travail recommande également que la CVMO collabore avec les bourses des valeurs pour permettre aux courtiers sur le marché dispensé d'agir comme commanditaires des opérations de prise de contrôle inversée.

Cette recommandation améliorerait la mobilisation de capitaux, en particulier pour les petits émetteurs qui ont actuellement de la difficulté à accéder au capital par l'entremise des courtiers en valeurs mobilières. Les investisseurs peuvent également avoir plus d'occasions de participer aux émissions par voie de prospectus par les canaux de distribution établis des courtiers sur le marché dispensé. Cette recommandation reconnaît le rôle important que jouent les courtiers sur le marché dispensé dans le soutien des émetteurs en démarrage et permet à ces intervenants de participer à l'ensemble du cycle de vie de l'émetteur (c.-à-d. du stade précoce à celui de la croissance et de maturité).

Le Groupe de travail reconnaît que cette recommandation sera plus efficace si elle était mise en œuvre de façon harmonisée à l'échelle du pays et nous exhortons les ACVM à envisager l'adoption d'un modèle semblable afin de réduire le fardeau réglementaire des émetteurs à l'échelle du Canada.

23. Introduire d'autres catégories d'investisseurs qualifiés

En 2019, 90,5 % des capitaux réunis en vertu des dispenses de prospectus ont été mobilisés à l'aide de la dispense accordée aux investisseurs qualifiés.³⁹ La définition actuelle d'investisseur qualifié s'applique aux personnes qui ont un seuil de revenu et d'actifs financiers nets précis. Bien que ces critères puissent révéler la capacité d'un investisseur à éponger les pertes éventuelles sur le marché, ils ne sont pas nécessairement corrélés à sa sophistication ou à sa capacité de comprendre les risques liés aux placements, y compris la possibilité de subir des pertes. En août 2020, la Securities and Exchange Commission des États-Unis a mis à jour la définition d'investisseur qualifié en vertu de ses règles. L'élargissement des nouvelles catégories à la définition incluait, sans s'y limiter, les connaissances professionnelles, l'expérience ou les certifications (en particulier celles des séries 7, 65 ou 82), les « employés avertis » (comme les dirigeants et les administrateurs) d'un fonds privé, et « bureaux familiaux » avec des actifs d'au moins 5 millions de dollars américains.

Au cours des consultations publiques du Groupe de travail, de nombreux intervenants ont appuyé l'élargissement des catégories d'investisseurs qualifiés. Les intervenants ont souligné l'importance de la formation de capital pour les entreprises et d'un meilleur accès aux placements, tout en maintenant une protection appropriée des investisseurs. Les intervenants ont également fait remarquer que la définition d'investisseur qualifié devrait être élargie pour inclure les investisseurs qui ont les compétences nécessaires pour comprendre les risques potentiels des placements.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande d'englober dans la définition d'investisseur qualifié les personnes qui ont rempli et réussi les exigences de compétence pertinentes, comme le cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada (parallèlement à un autre examen des compétences), l'examen sur les produits dispensés, la charte de CFA ou, encore, qui ont réussi l'examen de la série 7 et l'examen du cours pour nouveaux venus (comme il est défini dans le Règlement 31-103) qui indique un degré élevé de compréhension des placements et des marchés.

Si une personne satisfait à la norme de compétence requise pour pouvoir recommander des produits de placement à d'autres investisseurs, elle devrait pouvoir prendre des décisions de placement

³⁹ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. (2020). Marché dispensé de l'Ontario.

semblables pour elle-même. L'ajout d'exigences aux critères fondés sur la formation acquise et la compétence existante offrirait de meilleures possibilités d'investissement aux personnes qui possèdent déjà les capacités techniques requises pour prendre des décisions d'investissement et qui peuvent quantifier et comprendre adéquatement le niveau de risque d'investissements potentiels.

Cette recommandation tient compte de l'importance croissante du marché dispensé et de la nécessité d'accroître les options de mobilisation de capitaux utilisées par les émetteurs. L'élargissement de la définition d'investisseur qualifié permettrait d'accroître les possibilités pour les investisseurs avertis qui comprennent les risques liés aux placements et la disponibilité de capitaux privés pour les émetteurs.

La CVMO devrait publier des lignes directrices pour assurer la transparence, de sorte que les nouvelles catégories soient facilement comprises par les investisseurs et puissent être vérifiées par les entreprises.

24. Accélérer la mise en œuvre du projet SEDAR+

À l'heure actuelle, les participants au marché doivent naviguer parmi jusqu'à six plateformes technologiques distinctes pour classer ou chercher différents documents réglementaires électroniques.

SEDAR+, anciennement connu sous le nom de Programme de renouvellement des systèmes pancanadiens, est une initiative des ACVM qui vise à remplacer les systèmes nationaux des ACVM (le Système électronique de données, d'analyse et de recherche [SEDAR]), le Système électronique de déclaration des initiés [SEDI], la Base de données nationale d'inscription [BDNI], le Régime d'inscription canadien, la Base de données des interdictions d'opérations sur valeurs [IOV] et la Liste des personnes sanctionnées [PS]) par un système de TI des ACVM plus centralisé. Les membres des ACVM travaillent ensemble au projet SEDAR+ depuis 2016. Le projet SEDAR+ vise à :

- permettre l'accès à tous les documents déposés sur un seul portail;
- permettre une gestion efficace de la cybersécurité et de la protection des renseignements personnels;
- étendre la portée des dépôts et le bassin d'utilisateurs;
- fournir une fonctionnalité plus conviviale grâce à une interface utilisateur moderne, des fonctions de recherche améliorées et un processus harmonisé pour l'ensemble des dépôts;
- améliorer la qualité des données grâce au regroupement des bases de données et à la normalisation du mode de versement.

La date cible du lancement la phase I (remplacement de SEDAR, IOV et PS) devrait être fixée au cours de 2021. La phase II visera le remplacement du SEDI et de la BDNI.

Dans le cadre des consultations publiques du Groupe de travail, tous les commentateurs ont exprimé des préoccupations au sujet de la désuétude des systèmes et ont tous soutenu la nécessité d'accélérer la mise en œuvre du projet SEDAR+ compte tenu de ses avantages. Les participants au marché continuent de s'appuyer sur des renseignements numériques exacts pour les divulgations et les dépôts réglementaires afin d'évaluer les émetteurs et d'appuyer leurs décisions de placement. La mise à jour du programme aiderait les investisseurs et les entreprises à économiser temps et argent.

Recommandation :

Le Groupe de travail appuie l'objectif du projet SEDAR+ et recommande que la CVMO collabore avec toutes les administrations des ACVM et accélère cette initiative. SEDAR+ moderniserait la façon dont les participants au marché utilisent le système centralisé, ce qui faciliterait le dépôt de documents et améliorerait l'accès aux documents. Compte tenu de l'importance du projet SEDAR+ et de ses répercussions sur les participants au marché et leurs activités, le Groupe de travail reconnaît la nécessité d'accélérer ce projet.

Dans le cadre des consultations, les intervenants ont demandé un système centralisé convivial pour tous les niveaux de sophistication des investisseurs et pouvant faire l'objet de recherches afin d'accélérer l'accès à l'information. Outre les commentaires existants des participants du marché sur SEDAR+, le Groupe de travail recommande également que le système centralisé soit mis à l'essai avec les intervenants avant le lancement, de sorte que la rétroaction sur les caractéristiques et la fonctionnalité puissent être intégrées et que les risques potentiels puissent être atténués.

L'accélération du projet SEDAR+ faciliterait la mise en œuvre de la recommandation du Groupe de travail envers un modèle d'accès tenant lieu de livraison. De plus, le gouvernement de l'Ontario a récemment mis davantage l'accent sur la numérisation des services qu'il fournit, et le Groupe de travail recommande d'accélérer l'initiative SEDAR+ comme moyen d'atteindre cet objectif stratégique.

25. Moderniser le régime de réglementation de la vente à découvert de l'Ontario

La vente à découvert est un élément essentiel des activités sur les marchés financiers qui fournit des liquidités et facilite la détermination efficace des prix. Traditionnellement, les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières se sont fiés à des interdictions de manipulation et de pratiques commerciales trompeuses pour gérer l'incidence négative potentielle des ventes à découvert sur le marché. À l'heure actuelle, un participant au marché ontarien qui souhaite se livrer à une vente à découvert doit s'attendre raisonnablement à régler toute transaction qui résulterait de l'exécution d'un ordre de vente à découvert.

Les exigences actuelles en vertu des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) de l'OCRCVM ne sont pas assez sévères pour garantir que les vendeurs à découvert prennent les mesures appropriées pour confirmer qu'ils disposent de titres adéquats pour régler toute exécution de vente à découvert avant l'entrée de l'ordre sur le marché. Le régime de vente à découvert de l'Ontario contraste avec celui des États-Unis et de l'Union européenne, où il existe des exigences d'emprunt préalable ou de localisation pour les ventes à découvert ainsi que des dispositions d'obligations de dénouement ou de rachat d'office forcé.⁴⁰ De plus, il existe des préoccupations à l'égard de campagnes visant à « vendre à découvert et fausser le marché », lesquelles sont traitées dans la recommandation qui présente une interdiction pour dissuader et poursuivre efficacement les déclarations fausses ou trompeuses.

⁴⁰ McMillan LLP. (Novembre 2019). La vente à découvert au Canada : La réglementation est faible et une nouvelle voie est nécessaire afin de réduire le risque systémique. https://www.mcmillan.ca/Files/220217_Short_Selling_in_Canada.pdf.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que l'OCRCVM révisé ses RUIM pour exiger qu'un courtier en valeurs mobilières confirme qu'il est possible d'emprunter des valeurs mobilières avant d'accepter un ordre de vente à découvert d'une autre personne ou de placer un ordre pour son propre compte. Les titres jugés être « faciles à emprunter » ne seraient pas assujettis à cette exigence.

1. Types de confirmation

Les types de confirmation comprennent les suivants :

- La confirmation que le titre a été emprunté;
- La confirmation qu'une entente de bonne foi a été conclue à l'égard de l'emprunt du titre;
- La confirmation qu'il y a des motifs raisonnables de croire que le titre peut être emprunté (identifié comme « facile à emprunter ») afin qu'il puisse être livré à la date de règlement.

2. Rachat d'office forcé

Si une vente à découvert n'est pas réglée, le vendeur à découvert serait assujéti à un rachat d'office forcé. Pour tenir compte des défauts causés par des problèmes administratifs, l'exigence de rachat d'office forcé serait déclenchée à la date de règlement +2 (date de négociation +4). L'obligation de procéder au rachat d'office forcé incomberait au courtier. Cela permettrait de tenir compte des retards administratifs, comme la levée des restrictions ou les reports de mesures par des sociétés.

Lors de la mise en œuvre de la règle, l'OCRCVM devrait déterminer si d'autres activités pourraient entraîner un retard de règlement légitime, ce qui justifierait une exemption précise de l'exigence de rachat d'office forcé. L'OCRCVM devrait informer la CVMO si des changements aux règles de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs ltée sont également requis.

Lorsque l'exigence de rachat d'office forcé est déclenchée, l'OCRCVM devrait permettre au courtier de participer à des conditions commerciales raisonnables, déterminées par les conditions du marché, qui comprennent plusieurs facteurs, comme le prix et la liquidité, avant une date précisée. Cela aurait pour but d'éviter d'introduire des risques dans des marchés équitables et ordonnés.

Cette recommandation harmoniserait le règlement de l'Ontario sur les ventes à découvert avec le modèle de localisation positif aux États-Unis. Dans l'intérêt de l'harmonisation, le Groupe de travail recommande fortement aux ACVM d'envisager la mise en œuvre de ces changements au régime de la vente à découvert partout au Canada.

26. Interdire la vente à découvert dans le cadre d'une émission par voie de prospectus et de placements privés

Le système de prospectus actuel fonctionne bien en général pour les émetteurs canadiens. Toutefois, plusieurs parties prenantes nous ont informés que les ventes à découvert dans le cadre d'émissions par voie de prospectus et de placements privés rendent plus difficile de fixer les prix et d'exécuter les émissions par voie de prospectus. Étant donné que les émissions par voie de prospectus et les placements privés sont généralement proposés à un prix inférieur au prix du marché, les participants au marché et les investisseurs qui prévoient acquérir dans le cadre de l'offre peuvent chercher à profiter de mouvements agressifs de vente à découvert avant le dépôt de l'offre pour en faire baisser le prix.

La vente à découvert est particulièrement problématique lorsque les preneurs participent à la stabilisation du marché dans le cadre de l'émission par voie de prospectus. Aux É-U., la *Securities and Exchange Commission* a répondu à certaines de ces préoccupations par l'interdiction formulée à la règle 105 du règlement M : Vente à découvert dans le cadre d'une émission publique. Les parties prenantes ont porté à l'attention du Groupe de travail que les achats préarrangés avec des fonds spéculatifs qui vendent des actions à découvert avant que l'achat soit annoncé sont répandus sur les marchés canadiens, particulièrement dans les secteurs à forte intensité de capital. Ce procédé nuit à la société, à ses actionnaires et aux investisseurs mal informés qui transigent contre les vendeurs à découvert.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que la CVMO adopte une règle interdisant aux participants au marché et aux investisseurs qui ont déjà vendu des titres à découvert du même type que ceux offerts dans le cadre d'un prospectus ou d'un placement privé d'acquérir les titres visés par le prospectus ou des placements privés.

Certaines exigences actuelles pourraient s'appliquer aux ventes à découvert ayant précédé l'émission d'une émission par voie de prospectus ou des placements privés, notamment :

- les participants au marché et les investisseurs qui ont accès à de l'information importante non divulguée concernant l'offre ne pourraient pas vendre à découvert en raison de l'interdiction visant les transactions d'initiés;
- l'obligation d'inscription du preneur pourrait s'appliquer aux participants au marché et aux investisseurs qui vendent à découvert avant l'offre et qui comblent leur position à découvert par l'entremise de l'offre, puisqu'il s'agit d'une forme de distribution indirecte;
- les initiés de l'émetteur qui concluent des accords de prêt de valeurs mobilières liés à des ventes à découvert avant une émission seraient assujettis à des exigences de déclaration; ces opérations pourraient aussi être limitées par l'interdiction de faire des transactions d'initié et les périodes d'interdiction applicables
- l'interdiction de manipulation de marché peut s'appliquer aux conduites qui font baisser artificiellement le cours des titres.

Toutefois, ces exigences nécessiteraient une analyse contextuelle détaillée.

Une simple exigence, qui n'oblige pas les organismes de réglementation à prouver l'intention, est préférable. Cela interdirait aux participants au marché et aux investisseurs dont la position à découvert découle d'une vente à découvert dans un titre du même type que celui offert en vertu d'un prospectus ou par l'intermédiaire d'un placement privé (ou fongible avec ces titres, comme un bon de souscription, une option ou un titre convertible ou échangeable) d'acquérir des titres dans une émission. Ce donnerait lieu à plus de clarté pour tous les participants au marché et serait moins compliquée du point de vue de la conduite et de la conformité. Cette recommandation ne devrait pas s'appliquer aux opérations de fonds négociés en bourse. Il faudrait envisager des exemptions pour des activités telles que la tenue de marchés par des courtiers inscrits.

27. Modifications à la RUIM 6.4 de l'OCRCVM pour les harmoniser avec le règlement M pour les grandes opérations en bloc

En l'absence de mesures d'exemption, les RUIM exigent que les opérations soient exécutées sur un marché en ce qui a trait aux prises fermes transfrontalières « de grande ampleur ». Bien que l'OCRCVM prévoie habituellement une exemption pour permettre l'exécution de la partie « prise en charge » de l'opération hors marché, elle exigerait généralement que l'opération de dénouement (c.-à-d. l'opération devant être distribuée aux clients) soit exécutée sur un marché et que les ordres à meilleur prix soient remplacés. Aux États-Unis, les prises fermes admissibles s'appuient sur les exemptions du Règlement M qui permettent que toute l'opération, y compris la distribution aux clients, soit effectuée à l'extérieur du marché.

La différence dans les exigences désavantage les courtiers canadiens sur le plan de la concurrence à l'égard de ces opérations. Les exigences américaines sont moins complexes que celles du Canada, où l'exécution « sur le marché » est généralement requise. Cette complexité supplémentaire semble réduire la possibilité pour les courtiers canadiens de participer à d'importantes opérations transfrontalières. Les occasions ne sont généralement offertes qu'aux courtiers américains qui peuvent effectuer les opérations en vertu du Règlement M de complexité moindre. D'autres préoccupations existent également à l'égard de l'incapacité des courtiers canadiens de participer à ces opérations, ce qui restreint l'accès des clients canadiens, y compris les clients de détail. Bien que, dans certaines situations, des mesures d'exemptions puissent être offertes aux courtiers canadiens, il existe une certaine incertitude quant à la façon dont le processus d'exemption s'appliquerait de façon efficace et opportune à ces opérations.

Recommandation :

Pour répondre à ces préoccupations, le Groupe de travail recommande que l'OCRCVM propose des modifications à la RUIM 6.4 qui exemptent expressément ces opérations de prise ferme transfrontalières de l'exigence d'exécution sur un marché. Ces exemptions devraient au moins être élargies envers :

- Les titres cotés au Canada et aux États-Unis.
- Les opérations de « grande ampleur », c'est-à-dire :
 - plus de 5 % du flottant public;
 - d'une valeur supérieure à 500 millions de dollars
- Qui serait jugée être une distribution assujettie au Règlement M et admissible à l'exemption en bloc accordée par le Règlement M en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* des États-Unis.

L'exemption exigerait une transparence publique appropriée, comme un communiqué de presse. Au cours de l'analyse et de la mise en œuvre, l'OCRCVM devrait envisager une exemption pour les opérations de taille semblable sur les marchés canadiens, et compte tenu de la faible capitalisation boursière, un seuil de valeur minimale devrait être envisagé.

Le Groupe de travail recommande que la CVMO et l'OCRCVM évaluent ultérieurement s'il y a lieu de poursuivre l'harmonisation avec le Règlement M afin de maintenir la compétitivité des marchés de l'Ontario.

28. Améliorer la capacité des courtiers indépendants d'accéder à des capitaux au moyen de créances subordonnées, de nouvelles lettres d'émission, de règles sur les exigences de fonds propres pour les prises fermes

Les exigences prudentielles actuelles de l'OCRCVM concernant les courtiers en valeurs mobilières visent à établir et à appliquer des normes réglementaires de grande qualité, à protéger les investisseurs et à renforcer l'intégrité du marché. Toutefois, certaines exigences peuvent, par inadvertance et inutilement, limiter l'accès aux sources cruciales de liquidité et de capital par les courtiers. Le Groupe de travail a entendu que l'augmentation des exigences de garantie imposées par les agences de compensation conformément à leurs cadres de gestion des risques dans certaines circonstances pourrait restreindre les sources cruciales de liquidité pour les courtiers indépendants. Il est impératif d'aider les courtiers indépendants à jouer leur rôle de facilitateurs de la mobilisation de capitaux pour les entrepreneurs et les entreprises, non seulement du point de vue de la politique publique, mais aussi pour favoriser la croissance économique.

Titres de créance subordonnés

Un prêt subordonné est un instrument d'emprunt non garanti qui est conçu pour être un instrument efficace permettant aux courtiers de l'OCRCVM de gérer leurs besoins de liquidité et de soutenir le capital réglementaire. Les règles de l'OCRCVM exigent une entente uniforme tripartite entre un courtier, son créancier et l'OCRCVM, et le remboursement nécessite l'approbation de l'OCRCVM. Toutefois, l'accord type accorde également la priorité aux créances des banques à charte canadiennes en tant que créances de premier rang par rapport à tous les autres créanciers, à l'exception des créances clients. Les intervenants ont indiqué que le fait de donner la priorité aux banques plutôt qu'aux autres prêteurs pourrait inutilement limiter le bassin de créanciers disponibles et, par conséquent, l'accès des courtiers aux sources de liquidité et de capital disponibles.

Engagements de souscription

Une façon d'obtenir des exigences réduites en matière de marge de l'OCRCVM pour un engagement de souscription est si un courtier obtient une nouvelle lettre d'émission avec des conditions minimales acceptables pour l'OCRCVM. Une nouvelle lettre d'émission peut également être un moyen efficace de donner à un courtier accès à une facilité de souscription de prêts appropriée de laquelle il est possible d'effectuer des retraits au besoin. Toutefois, si le nouvel émetteur de lettres d'émission est une institution agréée, selon la définition de l'OCRCVM, il nous a été dit que l'accès à de nouvelles lettres d'émission de ces entités par des courtiers indépendants est, au mieux, onéreux, ou impossible. Par conséquent, ces courtiers devraient demander une nouvelle lettre d'émission à un prêteur laquelle ne répond pas aux critères d'une institution agréée exigeant que le prêteur garantisse entièrement la nouvelle lettre d'émission avec des titres de qualité supérieure.

Exigences en matière de garanties de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs (CDS)

Le Groupe de travail est également conscient des exigences de garantie fondées sur le risque de la CDS, qui sont conçues pour se conformer aux normes internationales pour les organismes de compensation. Parfois, ces exigences obligent les courtiers à transférer de très importantes sommes en argent comptant ou d'autres garanties à relativement court préavis, dans le cadre d'opérations où les courtiers ont les titres en main pour la livraison ou ceux-ci sont disponibles en suivant des étapes purement administratives. Le Groupe de travail comprend également que les montants de garantie requis peuvent être imprévisibles pour le personnel opérationnel des courtiers. En outre, le montant de la garantie requise peut ne pas refléter le risque réel pris en charge.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que la CVMO examine avec l'OCRCVM les articles applicables de l'entente de prêt subordonné uniforme standard afin de déterminer si une proposition visant à supprimer la priorisation des réclamations par les banques est justifiée, ou à créer des règles du jeu équitables, si d'autres prêteurs devraient également recevoir cette priorité lorsqu'ils accordent un prêt.

De plus, le Groupe de travail recommande que la CVMO collabore avec l'OCRCVM pour mettre sur pied à court terme un Groupe de travail sectoriel (comprenant des courtiers indépendants) et d'autres intervenants participants à l'étude des règles existantes de l'OCRCVM en matière d'engagements de souscription et à l'élaboration d'une proposition visant à résoudre les problèmes pertinents relevés. L'OCRCVM devrait veiller à ce qu'on envisage de faciliter l'accès au capital pour les courtiers non affiliés à des banques lorsque des avantages déterminés peuvent être réalisés tout en gérant les risques applicables.

Enfin, le Groupe de travail recommande que la CVMO collabore avec la CDS pour examiner des solutions de rechange pour gérer les exigences en matière de garanties qui pourraient avoir une incidence importante sur les sources cruciales de liquidité des courtiers indépendants dans certaines circonstances.

29. Permettre que le produit de la disposition soit réinvesti au-delà de la limite de placement maximale en vertu de l'exemption relative au prospectus pour les notices d'offres (NO)

Après l'exemption du prospectus pour investisseurs qualifiés, l'exemption relative au prospectus pour les notices d'offres (NO) était la deuxième exemption en importance pour les investisseurs individuels. De 2017 à 2019, le produit brut mobilisé en Ontario grâce à l'exemption relative au prospectus pour les NO est passé de 136 millions de dollars à 202 millions de dollars. À titre de comparaison, le produit brut mobilisé en Ontario grâce à l'exemption relative au prospectus des investisseurs qualifiés est passé de 81,8 milliards de dollars à 83,8 milliards de dollars au cours de la même période. L'exemption relative au prospectus pour les NO a été sous-utilisée depuis son lancement en 2016.

Tout au long de la consultation, les intervenants ont fait des commentaires sur la nécessité d'accroître les possibilités de mobilisation de capitaux pour les entreprises et de permettre aux investisseurs de participer à un plus grand nombre d'occasions de financement, notamment en apportant des changements aux exemptions des prospectus pour élargir la base d'investisseurs.

Recommandation :

Pour faciliter la formation de capital et aider à accroître l'utilisation par le marché de l'exemption relative au prospectus pour les NO, le Groupe de travail recommande de permettre que le réinvestissement des produits de la disposition par l'exemption relative au prospectus pour les NO ne soit pas compté dans les 12 mois précédant la limite de 100 000 \$ de l'investissement. En particulier, cette recommandation s'appliquerait à un investisseur admissible qui est une personne ayant reçu des conseils d'un gestionnaire de portefeuille, d'un courtier en valeurs mobilières ou d'un courtier sur le marché dispensé et qui répond aux exigences en matière de pertinence.

La présente recommandation porte sur la limite de 100 000 \$ établie dans l'exemption relative au prospectus pour les NO à l'article 2.9 du Règlement 45-106. Le gestionnaire de portefeuille, le courtier en valeurs mobilières ou le courtier sur le marché dispensé continuerait d'être assujéti à toutes les obligations de prendre et de documenter sa décision selon laquelle le réinvestissement du produit de la disposition et tout nouvel investissement en vertu de l'exemption relative au prospectus pour les NO continue de convenir à l'investisseur. De même, cette recommandation ne limiterait d'aucune façon les obligations d'une personne ou compagnie inscrite en vertu des réformes axées sur les clients une fois qu'elles seraient mises en œuvre.

30. Élargir la responsabilité civile pour des déclarations trompeuses de notices d'offres à des parties autres que l'émetteur

Les exemptions de prospectus récemment introduites, comme l'exemption relative au prospectus pour les notices d'offre, et les nouvelles exemptions de prospectus proposées, y compris celles recommandées par le Groupe de travail, donnent aux émetteurs une plus grande souplesse pour distribuer des titres aux investisseurs de détail. Les droits de recours pour les déclarations trompeuses dans une notice d'offre qui contient une déclaration trompeuse sont plus limités en Ontario que dans d'autres administrations canadiennes. Par exemple, en Ontario, les réclamations ne peuvent être faites qu'à l'égard de l'émetteur, et non des administrateurs ou des promoteurs de l'émetteur.

Recommandation :

Afin de renforcer l'intégrité du marché dispensé, la responsabilité légale à l'égard d'une déclaration trompeuse dans une notice d'offre devrait également s'appliquer aux principaux acteurs responsables de la divulgation de l'émetteur, comme son conseil d'administration, ses promoteurs, ses personnes influentes et ses experts. Cela inciterait ces personnes à prendre des mesures raisonnables pour s'assurer que la divulgation faite aux acheteurs éventuels est exacte et ne contient pas de déclarations trompeuses. Cela accroît également l'harmonisation avec les autres grandes administrations canadiennes, notamment en Colombie-Britannique. Comme le prévoit la loi actuelle, la CVMO devrait avoir le pouvoir de désigner les types de documents et les exemptions de prospectus qui sont assujettis aux droits de recours.

31. Donner à la CVMO le pouvoir de prescrire des règlements pour adapter la responsabilité des prospectus afin de combler les lacunes réglementaires découlant des structures de financement nouvelles et en évolution

Les droits d'action en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* pour les déclarations trompeuses dans un prospectus sont essentiels à la protection des investisseurs. Il peut y avoir des lacunes réglementaires si des titres convertibles ou échangeables sont distribués dans le cadre d'un prospectus, d'un financement en plusieurs étapes, dans les opérations de financement impliquant des régimes ou des arrangements ou d'autres opérations de restructuration ou dans des structures de financement plus complexes impliquant de multiples émetteurs liés. À l'heure actuelle, ces lacunes sont comblées par des engagements ou des droits contractuels.

Recommandation :

Pour améliorer l'intégrité du système de prospectus, le Groupe de travail recommande de donner à la CVMO le pouvoir de prescrire : i) la catégorie d'acheteurs ayant droit de bénéficier des recours prévus par la loi en cas de déclarations trompeuses dans un prospectus, ii) les parties pouvant faire l'objet de réclamations, et iii) les moyens de défense potentiels applicables à ces parties, dans les cas où il y a de l'incertitude quant à l'interprétation des dispositions relatives à la responsabilité ou des lacunes législatives qui minent l'intention de ces dispositions.

32. Accorder à la CVMO des pouvoirs de désignation supplémentaires

L'élargissement des pouvoirs de la CVMO de désigner certains produits nouveaux comme des valeurs mobilières ou des produits dérivés permettrait de clarifier la réglementation pour les entreprises qui offrent des services uniques et d'offrir une protection appropriée aux investisseurs.

Les actifs numériques et cryptographiques continuent d'être un secteur émergent des marchés financiers. Il existe divers types d'actifs cryptographiques qui justifient différentes approches en matière de réglementation. Par exemple :

- Certains actifs cryptographiques, comme le Bitcoin et l'Éther, ont de nombreuses similitudes avec les produits de base et ne sont pas en eux-mêmes des valeurs mobilières ou des produits dérivés;
- Les autres actifs cryptographiques, comme les versions numériques ou tokenisées de titres traditionnels ou de produits dérivés comportant des actifs cryptographiques comme participation sous-jacente, sont classés comme des valeurs mobilières et/ou des produits dérivés et sont assujettis aux exigences réglementaires;
- Les « contrats de cryptomonnaie » (c.-à-d. les droits contractuels de recevoir des actifs cryptographiques), qui, dans de nombreux cas, constituent des titres de créance et des contrats d'investissement, sont actuellement assujettis aux exigences réglementaires et peuvent soulever d'importantes préoccupations en matière de protection des investisseurs.

À mesure que la technologie évolue, les variations des caractéristiques des actifs cryptographiques créent de l'incertitude quant à la classification de ces actifs. Certains de ces actifs ou modèles d'affaires connexes peuvent soulever des préoccupations en matière de protection des investisseurs qui ne sont pas abordées dans le cadre réglementaire actuel. Toutefois, les pouvoirs de désignation doivent être exercés avec prudence. Bien que certains actifs financiers comme les biens cryptographiques puissent bénéficier de la surveillance réglementaire de la CVMO, d'autres actifs ou modèles d'affaires pourraient soulever moins de préoccupations en matière de protection des investisseurs et ne bénéficieraient pas d'une surveillance réglementaire. Des juridictions, dont le Royaume-Uni et l'UE, ont récemment proposé des cadres complets de réglementation de certains types d'actifs cryptographiques.

Recommandation :

Afin d'offrir une plus grande certitude réglementaire en ce qui concerne les nouveaux produits, y compris les actifs cryptographiques, le Groupe de travail recommande de conférer à la CVMO des pouvoirs de désignation.

1. Désigner les actifs cryptographiques

Étant donné que la nature et la variété des actifs cryptographiques et des modèles opérationnels connexes évoluent toujours, la capacité de désigner des actifs cryptographiques serait utile pour régler tout problème qui pourrait survenir, pourvu que la surveillance réglementaire de la CVMO soit appropriée. Compte tenu de l'effet transformateur sur les marchés des capitaux, le fait de conférer à la CVMO le pouvoir de désigner certains actifs cryptographiques comme des valeurs mobilières ou des produits dérivés atténuerait l'incertitude du marché.

2. Autres pouvoirs de désignation

Le Groupe de travail recommande également que les pouvoirs de désignation de la CVMO soient élargis pour les harmoniser avec le projet de loi en vertu du RCRMC et d'autres lois comme la *Loi sur les valeurs mobilières* de la Colombie-Britannique, afin de donner à la CVMO le pouvoir de rendre une ordonnance désignant :

- un produit dérivé, ou une catégorie de produits dérivés, comme étant un titre;
- un titre, ou une catégorie de titres, comme étant un produit dérivé;
- un contrat ou un instrument, ou une catégorie de contrats ou d'instruments, comme n'étant pas un produit dérivé;
- un titre, ou une catégorie de titres, n'étant pas un titre.

33. Offrir une exemption de divulgation des conflits d'intérêts liés aux placements privés aux investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels ontariens participent régulièrement à des émissions internationales de valeurs mobilières auxquelles participent un large éventail d'émetteurs et de courtiers. Toutefois, les règlements sur les valeurs mobilières de l'Ontario et du Canada obligent les investisseurs institutionnels à respecter des exigences de divulgation plus strictes que celles d'autres pays. Dans le cadre de la consultation, le Groupe de travail a entendu des investisseurs institutionnels que cette divulgation ne procure pas d'avantage supplémentaire aux investisseurs avertis, qui procèdent à leurs propres vérifications lorsqu'ils participent à des accords internationaux. De plus, ces exigences propres au Canada pourraient dissuader les investisseurs institutionnels de l'Ontario de participer aux transactions, étant donné que le courtier ou l'émetteur doit consacrer plus de temps et de ressources à la divulgation supplémentaire. Cela peut désavantager les investisseurs institutionnels de l'Ontario par rapport à leurs homologues internationaux. Bien que cette divulgation puisse convenir aux investisseurs en général, elle n'est pas nécessaire lorsque l'investisseur est une institution sophistiquée, comme un fonds de retraite.

Recommandation :

Afin d'améliorer l'accès aux investissements internationaux et de réduire les formalités administratives inutiles, la CVMO devrait prévoir une exemption des exigences de divulgation afin de faciliter les investissements des investisseurs institutionnels canadiens, lorsque les exigences du droit des valeurs mobilières peuvent constituer un obstacle à la participation à des émissions internationales et que les investisseurs qui bénéficient de ces exigences n'ont pas besoin de cette protection. En outre, l'exemption ne devrait pas nuire à une autre partie ou avoir une incidence négative sur la surveillance du marché par la CVMO. La CVMO devrait accorder une telle exemption aux exigences en matière de divulgation en vertu du règlement 33-105 et examiner d'autres exigences pour des exemptions potentielles semblables.

2.3 Assurer des règles du jeu équitables

Une saine concurrence favorise l'équité et l'efficacité des marchés financiers en créant un écosystème qui peut offrir plus de choix aux investisseurs et d'occasions aux entrepreneurs. Le Groupe de travail envisage un cadre de réglementation qui permettra d'uniformiser les règles du jeu entre les participants des petits et des grands marchés, où un niveau approprié de concurrence aide à faire croître l'économie de l'Ontario.

Dans le cadre de nos consultations, de plus petits intermédiaires ont signalé les difficultés et les frustrations auxquelles ils font face lorsqu'ils sont incapables de continuer à aider leurs clients à combler leurs besoins croissants en capitaux. Afin d'assurer un niveau approprié de concurrence, le Groupe de travail formule des recommandations visant à accroître les possibilités de capital pour les petits intermédiaires et à augmenter la diversité et la qualité des produits d'investissement indépendants offerts aux investisseurs de détail.

À l'échelle mondiale, les relations entre les investisseurs et les émetteurs continuent d'évoluer. Les entreprises et leurs actionnaires se rendent compte que la diversité des conseils d'administration et des hauts dirigeants assure une surveillance et une orientation stratégique plus efficaces et efficientes.

Ces recommandations visent à stimuler la concurrence entre les intermédiaires et les produits et à offrir plus de choix aux investisseurs dans leurs décisions de placement.

34. Renforcer les restrictions concernant les liens entre les services de prêts commerciaux et les activités sur les marchés financiers afin de faciliter la croissance des courtiers indépendants et de préserver les choix des émetteurs

La facilitation de l'incubation d'entreprises et d'émetteurs de capital de risque est essentielle à la croissance de notre marché primaire en Ontario. Les courtiers en valeurs mobilières indépendants et les émetteurs ont soulevé à maintes reprises le problème des intermédiaires qui se livrent à des pratiques anticoncurrentielles, notamment à des arrangements où un prêteur commercial exige des clients qu'ils retiennent les services d'un courtier en valeurs mobilières affilié pour leurs besoins de mobilisation de fonds et de consultation en tant que condition pour les opérations de prêt commercial. Par conséquent, les émetteurs mettent fin à leurs relations existantes avec le courtier en valeurs mobilières indépendant ou le courtier sur le marché dispensé qui a servi d'intermédiaire pour leurs activités initiales de mobilisation de capitaux.

Bien que les ventes liées soient limitées en vertu de la *Loi sur les banques* et du Règlement 31-103, le Groupe de travail a entendu à plusieurs reprises de la part de courtiers et d'émetteurs que les prêteurs commerciaux continuent, par l'entremise de leurs courtiers affiliés, de se livrer à ces pratiques. Plusieurs parties prenantes nous ont dit que ces pratiques ont des répercussions négatives importantes sur la viabilité des courtiers indépendants et sur la capacité des émetteurs de recevoir des conseils indépendants ainsi que sur la concurrence. Cependant, nous avons aussi appris que certains intermédiaires soutiennent que le regroupement des marchés financiers et d'autres services pourrait entraîner une diminution des coûts de financement pour les émetteurs.

De plus, le Groupe de travail a appris que certains prêteurs commerciaux et leurs courtiers en valeurs mobilières affiliés calculent leur rendement du capital dans l'ensemble des gammes de produits. Ensuite, pour atteindre un seuil de rendement interne précis pour les clients, ils exigent que les émetteurs et les clients à qui ils ont accordé du crédit transfèrent leurs activités sur les marchés financiers à leur courtier en valeurs affilié.

En outre, il pourrait ne pas être toujours dans l'intérêt des émetteurs d'obtenir leurs services de souscription et de consultation auprès de leur prêteur — il pourrait être avantageux pour eux d'obtenir des conseils indépendants.

Recommandation :

Pour répondre à cette préoccupation, le Groupe de travail recommande ce qui suit :

1. Renforcer la restriction relative à la vente liée dans le Règlement 31-103

Le Groupe de travail recommande d'apporter des modifications législatives à la législation sur les valeurs mobilières de l'Ontario, y compris des modifications au Règlement 31-103 et/ou par l'adoption d'une règle locale, afin d'interdire aux personnes ou compagnies inscrites de fournir, à titre d'accord d'exclusivité, des services sur les marchés financiers sous certaines circonstances.

Un accord d'exclusivité serait considéré comme existant dans les cas suivants :

- Il y a un prêt en cours, une proposition de prêt ou la continuation d'un prêt en cours, y compris toute modification de celui-ci, avec un émetteur ou une société affiliée.
- Dans le cadre d'un tel prêt, une banque exige, sur le plan pratique ou juridique, que le prêt soit consenti ou maintenu en vertu d'une entente, d'un engagement ou d'un accord selon lequel une société affiliée à la banque (habituellement un courtier appartenant à la banque) soit retenue pour fournir des services sur les marchés financiers, selon la définition, à l'émetteur ou à une société affiliée, ou qu'elle soit retenue pour des services futurs sur les marchés financiers.

Les services des marchés des capitaux seraient définis de manière à inclure les activités de financement par emprunt et par actions, comme agir à titre de courtier ou de souscripteur dans une offre d'actions ou une dette ou négocier une facilité de crédit nouvelle ou existante, ainsi que les activités de conseil en fusions et acquisitions, comme fournir un avis sur l'équité d'une opération.

Le Groupe de travail est d'avis que les fournisseurs de services sur les marchés financiers devraient se faire concurrence au mérite et qu'un émetteur devrait être libre de choisir la personne ou compagnie inscrite qui répond le mieux à ses besoins sans craindre que son choix de personne ou compagnie inscrite n'ait une incidence négative sur la disponibilité du crédit pour l'émetteur. Par conséquent, il serait interdit à une personne ou compagnie inscrite affiliée à un prêteur commercial de fournir des services sur les marchés financiers à un émetteur dans des circonstances telles que l'entente d'exclusivité définie ci-dessus, lorsque le prêteur commercial affilié a précédemment lié une décision de prolongation, renouvellement ou de limitation du crédit accordé à l'émetteur, selon que celui-ci fournit des services sur les marchés financiers à la personne ou compagnie inscrite affiliée.

2. Attestation

Un cadre supérieur d'une personne ou compagnie inscrite, par exemple la personne désignée responsable, serait tenu d'attester qu'aucune inconduite de cet ordre ne s'est produite chaque fois que la personne ou compagnie inscrite fournirait de tels services sur les marchés financiers à un émetteur assujéti avec qui le prêteur commercial affilié entretient une relation bancaire.

Dans le cadre de l'attestation, la personne ou compagnie inscrite devrait s'engager auprès du prêteur commercial affilié pour s'assurer qu'une telle conduite n'ait pas eu lieu. Le Groupe de travail s'attendrait à ce que les prêteurs commerciaux offrent un soutien et une coopération significatifs à

leurs personnes ou compagnies inscrites affiliées pour qu'elles se conforment à cette exigence d'attestation. S'il devient évident que ce n'est pas le cas, la CVMO devrait envisager d'imposer des conditions à l'enregistrement de la personne ou compagnie inscrite affiliée qui limiteraient sa capacité d'agir comme courtier ou souscripteur dans les offres impliquant un émetteur qui a une relation avec un prêteur commercial affilié à la personne ou compagnie inscrite.

3. Modifier le Règlement 33-105 pour exiger un souscripteur indépendant avec un émetteur lié

Le Groupe de travail recommande que la CVMO collabore avec les ACVM pour modifier le Règlement 33-105 et/ou, en adoptant une règle locale, pour exiger qu'un souscripteur indépendant participe aux offres de prospectus.

- L'émetteur serait considéré comme un « émetteur lié » à un ou plusieurs des souscripteurs participant à l'émission en vertu de toute relation de prêt commercial entre une société affiliée du souscripteur et l'émetteur.

Le Groupe de travail recommande l'ajout d'une définition qui considère un émetteur qui a une relation de prêt commercial avec une société affiliée de l'entreprise enregistrée comme un « émetteur lié » et, par conséquent, en vertu de la nouvelle modification au Règlement 33-105, au moins un souscripteur indépendant serait requis dans un consortium. Le souscripteur indépendant devrait souscrire au moins 20 % de l'offre ou recevoir au moins 20 % des frais totaux. Ces mesures sont personnalisées avec soin pour veiller à ce que cette exigence respecte la compétence provinciale sur les personnes ou compagnies inscrites.

Le Groupe de travail recommande que la CVMO collabore avec les ACVM pour mettre à jour la politique complémentaire au Règlement 33-105 afin de préciser que les relations de prêt commercial qui s'appuieraient sur le crédit sous-jacent de l'émetteur seraient présumées donner lieu à une relation d'émetteur lié.

Si une partie ou la totalité du produit de l'offre est destinée au remboursement de la dette due à un prêteur commercial affilié à un souscripteur participant à l'offre, il existe un important potentiel de conflit d'intérêts entre le souscripteur et l'émetteur. Dans ces cas, le rôle d'un souscripteur indépendant dans la structuration de la transaction et la fixation du prix est particulièrement important. Par conséquent, la CVMO devrait envisager d'introduire une nouvelle exigence selon laquelle un souscripteur indépendant doit agir à titre de gestionnaire principal ou cogestionnaire (ou de « souscripteur » ou « co-souscripteur ») des offres dans ces circonstances.

Pour plus de clarté, si le produit de la souscription sert à rembourser un prêt commercial (d'un membre d'un consortium), le souscripteur indépendant serait alors tenu d'être un passeur de livres.

4. Interdiction des clauses restrictives

Enfin, lorsqu'une personne ou compagnie inscrite d'un prêteur affilié fournit des services sur les marchés financiers, le Groupe de travail recommande l'interdiction de certaines clauses restrictives dans les lettres d'engagement sur les marchés financiers. Cela comprend les accords qui limitent le choix du client de futurs fournisseurs de services sur les marchés financiers (tels que définis ci-dessus),

comme les clauses « droit d'agir » et « droit de premier refus », lorsqu'il existe une relation de prêt commercial et de marchés financiers. Cette mesure s'harmoniserait avec l'interdiction similaire adoptée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni en 2017.

Les recommandations ci-dessus concernant la prestation par les personnes ou compagnies inscrites de services de marchés financiers aux émetteurs sont axées sur les émetteurs de fonds non spéculatifs, et des exemptions pour les fonds de placement devraient être accordées en l'absence de préoccupations semblables en matière de concurrence.

Ces recommandations de grande envergure créeraient de la concurrence sur les marchés financiers de l'Ontario, favoriseraient un marché intermédiaire diversifié et sain, et augmenteraient les choix pour les émetteurs, et ce, sans pour autant freiner les activités économiques existantes. L'objectif de ces recommandations est d'augmenter de façon significative la concurrence sur les marchés financiers de l'Ontario. À cet égard, le Groupe de travail recommande que la CVMO soit mandatée pour examiner l'efficacité de ces recommandations dans l'atteinte de cet objectif après leur mise en œuvre. S'il est déterminé que les recommandations ne donnent pas les résultats escomptés, la CVMO procédera à d'autres réformes.

35. Accroître l'accès des produits indépendants aux canaux de distribution

Les Ontariennes et Ontariens qui épargnent en vue de leur retraite devraient avoir accès aux meilleurs produits disponibles sur le marché, compte tenu de leur situation financière personnelle, de leurs connaissances et de leurs circonstances. À l'heure actuelle, la majorité de la distribution de produits d'investissement auprès des investisseurs se fait par l'entremise de canaux de distribution de produits appartenant à des banques. Certains craignent que de tels incitatifs encouragent la vente de produits exclusifs et limitent l'accès aux produits de fabricants indépendants. Dans le cas des petits fabricants indépendants, on laisse entendre que leurs produits sont souvent exclus de la gamme de produits parce qu'ils présentent un risque plus élevé.

En octobre 2019, la CVMO a publié des réformes axées sur les clients comportant des exigences relatives aux conflits d'intérêts qui prévoient qu'à compter du 30 juin 2021 les courtiers qui offrent des produits indépendants en plus de produits exclusifs devront s'assurer que leurs processus de développement et de connaissance de leurs produits, ainsi que les recommandations de produits de leurs conseillers, ne soient pas biaisés en faveur des produits exclusifs.

Recommandations :

Le Groupe de travail appuie l'initiative des réformes axées sur les clients de la CVMO. Il est essentiel que les recommandations dans ce domaine appuient l'initiative des réformes axées sur les clients et la règle voulant que toutes les entreprises enregistrées s'emploient à résoudre les conflits d'intérêts, y compris ceux qui portent sur les portefeuilles de produits et la vente de produits exclusifs, en protégeant l'intérêt de leurs clients. Le groupe de travail recommande que l'ACVM et l'OAR resserrent la surveillance à l'égard de l'émission des portefeuilles de produits, procèdent à des examens ciblés et publient des directives concernant les conflits d'intérêts entourant la composition des portefeuilles de produits.

Le Groupe de travail recommande que les mesures suivantes soient prises, en plus des réformes axées sur les clients : faire en sorte que les conflits d'intérêts liés à l'élaboration des portefeuilles de produits soient pris en compte en protégeant l'intérêt des clients et que les règles du jeu soient équitables pour tous les produits en ce qui concerne l'accès aux canaux de distribution et la concurrence selon le mérite en tant que produits de placement.

1. Lignes directrices relatives aux comités sur les nouveaux produits

Le groupe de travail recommande que la CVMO publie des lignes directrices pour régler les problèmes liés à l'émission des portefeuilles de produits et décrive la composition des comités sur les nouveaux produits. Ces indications interdiraient aux divisions de produits liés et exclusifs de participer au processus décisionnel de ces comités. En outre, les comités sur les nouveaux produits devraient inclure une représentation sectorielle. Par ailleurs, le groupe de travail recommande que les courtiers à portefeuille ouvert soient tenus d'envisager de mettre à la disposition des clients les nouveaux titres que leurs représentants leur proposent et qu'ils les insèrent dans leur portefeuille, à moins qu'il y ait un motif raisonnable de s'abstenir de le faire.

2. Clarification des titres pour les produits exclusifs

La protection des investisseurs découle d'un système de conformité efficace qui comprend des obligations de divulgation et qui est établi au moyen de contrôles internes. Toute entreprise qui vend des produits exclusifs est tenue d'avoir des contrôles internes qui permettent de régler les conflits d'intérêts importants soulevés par la vente de produits exclusifs. Il est essentiel que les investisseurs sachent qu'ils ne reçoivent pas des conseils indépendants lorsqu'ils achètent des titres dans un canal exclusif. Pour aider à sensibiliser les investisseurs, le groupe de travail recommande que la CVMO collabore avec les OAR pour mettre en place un régime qui clarifiera les titres pour toutes les catégories de personnes ou compagnies inscrites et qui fournira aux investisseurs une information plus claire en ce qui concerne les canaux exclusifs.

3. Documentation relative aux portefeuilles et suivi des produits exclusifs

Le groupe de travail recommande que tous les courtiers qui vendent des produits exclusifs soient tenus, en vertu d'une règle de la CVMO, de justifier en détail leur décision lorsque des produits indépendants se voient refuser l'accès à leurs portefeuilles. Le groupe de travail recommande également qu'une règle de la CVMO oblige les courtiers qui vendent des produits exclusifs à déclarer à la CVMO, sur une base trimestrielle, le pourcentage de leurs portefeuilles qui contient des produits exclusifs par rapport aux produits indépendants, segmenté par canal et par catégorie de produits, ainsi que le pourcentage de produits exclusifs par rapport aux produits indépendants vendus aux clients dans le même format. La CVMO publierait un résumé de ces constatations sur une base annuelle.

4. Déclaration du fabricant indépendant à la CVMO

Le groupe de travail recommande que les fabricants indépendants soient encouragés à signaler de façon confidentielle à la CVMO les cas où leurs produits se voient refuser l'accès à un portefeuille de produits, et que la CVMO fasse le suivi de cette information. La CVMO devrait établir un canal et un format dédiés pour la présentation de ces préoccupations.

5. Vérification de marché limité

Dans le cadre de l'examen de la conformité de la CVMO/l'OAR, le Groupe de travail recommande que la CVMO/l'OAR examine les constatations d'une analyse de marché limité (décrite ci-dessous) réalisée par le courtier, ainsi que les mesures correctives mises en œuvre par celui-ci pour s'assurer que l'analyse est robuste et que les mesures correctives soient appropriées et opportunes.

Tous les courtiers qui offrent des produits exclusifs doivent avoir un processus en place pour, sur une base annuelle :

- effectuer un contrôle périodique de certains produits comparables non apparentés offerts sur le marché;
- évaluer si les produits exclusifs sont concurrentiels par rapport aux autres produits évalués, en examinant différents facteurs comme le coût, le risque et le rendement;
- déterminer les mesures que le courtier devrait prendre à l'égard de ses offres exclusives ou autrement s'il détermine que ces produits exclusifs ne sont pas concurrentiels, afin de démontrer qu'il a réglé les conflits d'intérêts associés à l'offre de produits exclusifs en protégeant l'intérêt des clients.

Les courtiers seraient en mesure de satisfaire à cette exigence en proportion de la taille et de l'étendue de leurs produits. Les courtiers doivent tenir des dossiers sur les vérifications et évaluations réalisées et les résultats obtenus dans le cadre de leurs processus, et ceux-ci seraient examinés au cours des examens de conformité réalisés par la CVMO/l'OAR. Lors de leurs évaluations, les courtiers doivent exclure de leurs calculs toute remise sur les coûts d'exécution qu'ils offrent aux clients pour l'achat et la vente de titres de produits liés lors de l'analyse des coûts de produits comparables non apparentés.

L'objectif de ces recommandations est d'augmenter de façon significative le nombre de produits non exclusifs dans les canaux de distribution. Le Groupe de travail est conscient du fait que ces mesures ainsi que les réformes axées sur le client pourraient pousser certaines institutions à envisager de fermer ou de réduire leur portefeuille de produits. Cependant, il est dans l'intérêt du public que les canaux de distribution aient une architecture ouverte composée de produits exclusifs et non exclusifs. À cet égard, le groupe de travail recommande que la CVMO soit chargée d'examiner l'efficacité de ces recommandations pour atteindre cet objectif dans les trois années qui suivent leur mise en œuvre. S'il est déterminé que les recommandations ne produisent pas le résultat escompté, la CVMO procéderait à d'autres réformes, y compris éventuellement l'interdiction des canaux exclusifs.

36. Améliorer la diversité au sein des conseils d'administration

Conformément au Règlement 58-101 sur l'information concernant les *pratiques en matière de gouvernance*, depuis 2014 les entreprises inscrites à la Bourse de Toronto sont tenues de divulguer leur approche à l'égard de la diversité de genre, y compris les données sur la représentation des femmes au sein des conseils d'administration et des postes de direction. La divulgation suit le modèle « se conformer ou s'expliquer » et n'oblige pas les entreprises inscrites à la Bourse de Toronto à adopter des politiques, des pratiques et des cibles précises en matière de diversité de genre. Les progrès ont été lents, la CVMO signalant que, selon ses échantillons, le nombre total de sièges occupés par des femmes au sein des conseils d'administration est passé de 11 % en 2015 à 17 % seulement en 2019.⁴¹ Selon une analyse de l'ACVM réalisée en 2019, seulement 22 % des entreprises qui composaient leur échantillon avaient adopté des cibles concernant la représentation des femmes au sein des conseils d'administration.⁴²

Une étude réalisée en 2019 par Catalyst et 30 % Club du Canada⁴³ a révélé que les femmes ne représentaient que 19,4 % des membres des conseils d'administration et 17,0 % des équipes de direction des entreprises qui se déclaraient émettrices inscrites à la Bourse de Toronto. Une étude récente a mis en évidence que parmi les 213 sociétés régies par la LCSA qui ont divulgué des données sur la diversité au sein de leurs conseils d'administration, seulement 5,5 % des administrateurs étaient membres de minorités visibles. Les administrateurs autochtones et handicapés constituaient respectivement 0,5 % et 0,4 % des membres des conseils d'administration.⁴⁴

Les investisseurs demandent de plus en plus de données sur la diversité au sein des conseils d'administration et dans les postes de direction afin de prendre des décisions éclairées en matière d'investissement et de vote.⁴⁵ Depuis cette année, les sociétés ouvertes régies par la LCSA sont tenues de déclarer la représentation des groupes désignés suivants au sein des conseils d'administration et de la haute direction : les femmes, les Autochtones, les personnes handicapées et les membres de minorités visibles. L'information sur la diversité doit être envoyée aux actionnaires (avec l'avis d'assemblée) et à Corporations Canada.⁴⁶

⁴¹ Autorités canadiennes en valeurs mobilières. (Octobre 2019).

⁴² Autorités canadiennes en valeurs mobilières. (Octobre 2019).

⁴³ Catalyst et 30 % Club du Canada (2020).

⁴⁴ Osler, Hoskin & Harcourt LLP. (Octobre 2020).

⁴⁵ McKinsey & Company. (18 janvier 2018). Livrant grâce à la diversité. <https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/delivering-through-diversity.pdf>

⁴⁶ Les exigences de divulgation de la diversité en vertu de la LCSA comprennent les limites de mandat et le renouvellement du conseil d'administration, la politique sur la diversité au sein du conseil d'administration, la prise en compte de la diversité dans la nomination des administrateurs, le nombre et le pourcentage d'administrateurs et de membres de la haute direction qui sont membres de groupes désignés, etc.

Selon la consultation publique réalisée par le Groupe de travail, nombre de commentateurs appuient la diversité des conseils d'administration au-delà de l'égalité entre les sexes et conviennent que le renouvellement des conseils d'administration est important pour améliorer la diversité.

Recommandation :

Le groupe de travail fait les recommandations suivantes :

1. Objectifs et échéanciers en matière de diversité au sein des conseils d'administration

Modifier la législation sur les valeurs mobilières de l'Ontario afin d'exiger que les émetteurs cotés en bourse au Canada établissent leurs propres objectifs en matière de diversité au sein de leur conseil d'administration et aux postes de direction (les deux groupes étant fondus ensemble) et d'échéanciers de mise en œuvre, et fournir chaque année des données sur la représentation des personnes qui s'identifient comme femmes, personnes de couleur, personnes handicapées ou LGBTQ+ au sein des conseils d'administration et de la direction. Par souci de clarté, cette règle s'appliquerait aux administrateurs et aux membres de la direction, celle-ci comprenant les cadres de direction ou les cadres de direction désignés des émetteurs cotés en bourse.

Le Groupe de travail recommande que les émetteurs cotés en bourse fixent une cible globale de 50 % pour les femmes et de 30 % pour les personnes de couleur, les personnes handicapées et les personnes LGBTQ+. La mise en œuvre de ces cibles devrait être terminée dans cinq ans pour les femmes et dans sept ans pour les autres groupes de diversité, en mettant l'accent sur la représentation des groupes noirs et autochtones.

2. Politique écrite pour le processus de nomination des administrateurs

Modifier la législation sur les valeurs mobilières de l'Ontario pour exiger que les émetteurs cotés en bourse adoptent une politique écrite portant expressément sur le repérage des candidats qui s'identifient comme femmes, personnes de couleur, personnes handicapées ou personnes LGBTQ+ pendant le processus de mise en candidature pour les postes d'administrateur.

3. Limite de durée du mandat des administrateurs

Modifier la législation sur les valeurs mobilières de l'Ontario pour fixer une durée de mandat maximale de 12 ans pour les administrateurs d'émetteurs cotés en bourse, à l'exception de ce qui suit : a) un mandat maximal de 15 ans pour le président du conseil; b) les administrateurs non indépendants des entreprises détenues ou contrôlées par une famille, lorsque ces personnes sont minoritaires au conseil; c) au plus un autre administrateur qui n'est pas réputé indépendant et qui aura un mandat maximal de 15 ans. Les émetteurs devraient mettre en œuvre cette recommandation dans les trois ans suivant son entrée en vigueur. Cette mesure vise à favoriser un niveau de renouvellement approprié des conseils d'administration. La question de la rigidité et du renouvellement des conseils d'administration est préoccupante du point de vue de la gouvernance, car le renouvellement continu des conseils d'administration favorise l'intégration de perspectives et de compétences indépendantes, nouvelles et diversifiées au sein des conseils.

4. Diversité au sein de la CVMO

Le Groupe de travail recommande que la diversité – y compris la diversité raciale – soit de la même façon présente au conseil d’administration et à la haute direction de la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario, qui sera chargée de s’acquitter de cet important mandat. Dans le cadre de l’énoncé de ses priorités (publié pour consultation en novembre 2020), la CVMO s’est engagée à prendre les mesures décrites dans l’engagement du PDG de la BlackNorth Initiative de mettre fin au racisme envers les Noirs.

37. Instaurer une structure de fonds de placement de détail qui poursuit des stratégies de placement dans les marchés de moindre liquidité des capitaux privés et des titres de créance, y compris dans les entreprises en démarrage

Le Groupe de travail a entendu dire qu’il y a un manque de financement pour les petits émetteurs qui veulent réunir des fonds pour leur entreprise et que l’inscription devient prohibitive pour les émetteurs qui veulent être cotés en bourse. De plus, beaucoup de petits investisseurs veulent investir dans ce genre de placements. Toutefois, la réglementation des valeurs mobilières interdit souvent aux petits investisseurs d’investir dans des projets du marché privé qui en sont à un stade précoce et ils ont de la difficulté à naviguer dans cet environnement complexe.

« Les investisseurs institutionnels et à valeur nette élevée allouent de plus en plus de capitaux d’investissement au marché privé – un lieu d’investissement qui demeure largement inaccessible aux petits investisseurs. Les entreprises privées ont de plus en plus tendance à rester privées plus longtemps, ce qui crée encore plus de disparité entre les expériences des petits et des gros investisseurs... la CVMO devrait s’efforcer d’élargir les choix et les possibilités d’investissement des petits investisseurs. »

Société de Gestion AGF Limitée/AGF Investments Inc.

Les petits investisseurs ont souvent besoin de l’expertise en placement des gestionnaires d’actifs qui ont recours aux canaux de distribution établis des fonds publics. Le même modèle de fonds d’investissement qui a été utilisé sur les marchés publics et qui offre aux petits investisseurs des placements rentables et diversifiés peut être appliqué aux marchés privés.

Au cours des consultations, de nombreux intervenants ont appuyé l’idée d’offrir aux petits investisseurs un accès aux placements en capital-investissement, pourvu que des mécanismes appropriés de protection des investisseurs y soient intégrés.

Recommandation :

Le groupe de travail recommande que la CVMO propose au public l’établissement de petits fonds de placement privés afin d’intégrer les meilleures pratiques de placement privé et les avantages du modèle des petits fonds de placement. Cette proposition devrait examiner ce qui se passe dans d’autres pays, notamment le concept de fonds communs de placement à fenêtre aux États-Unis. Cette proposition doit être équilibrée et comporter des mesures de protection des investisseurs.

Dans les fonds communs de placement traditionnels, les investisseurs peuvent racheter fréquemment des fonds, de sorte que les fonds communs de placement doivent être investis principalement dans des placements liquides pour respecter leurs obligations de rachat. Dans un fonds commun de placement à fenêtre, les petits investisseurs n’ont pas de droit de rachat. Le fonds offre plutôt aux investisseurs de

leur fournir des liquidités à des moments précis (p. ex., tous les trois, six ou douze mois) en leur offrant de racheter une partie fixe de leurs actions (généralement entre 5 et 25 %). Les investisseurs ne sont pas tenus d'accepter l'offre.

Compte tenu du calendrier de rachat périodique des fonds communs de placement à fenêtre (par opposition au rachat quotidien associé aux fonds communs de placement conventionnels), les gestionnaires de portefeuille peuvent adopter une perspective de placement à plus long terme et profiter de l'investissement dans des catégories d'actifs moins liquides à rendement potentiellement plus élevé qui pourraient ne pas convenir à un fonds commun de placement conventionnel offrant une liquidité quotidienne. Cela pourrait permettre à un gestionnaire de portefeuille d'investir davantage dans des placements de type « capital-investissement ».

2.4 Système de procuration, gouvernance d'entreprise et fusions et acquisitions

Les marchés publics des capitaux permettent aux émetteurs d'accéder à un bassin plus vaste et plus diversifié de possibilités de mobilisation de capitaux que les marchés privés. La confiance dans les marchés publics repose sur le principe selon lequel les sociétés ouvertes doivent rendre des comptes aux investisseurs grâce à de solides mécanismes de gouvernance visant à aligner les intérêts des actionnaires et de la direction. Toutefois, ces mécanismes de reddition de comptes ne doivent pas entraver indûment la prise de risques ou saper l'obligation du conseil d'administration de gérer la société dans l'intérêt de tous les actionnaires.

Le Groupe de travail note que le déséquilibre actuel entre les actionnaires activistes et les conseils d'administration des émetteurs est dû en grande partie au système actuel de vote par les actionnaires et par procuration. Les émetteurs confrontés à des campagnes d'actionnaires activistes ne peuvent réagir efficacement étant donné la transparence limitée de la propriété des titres et du vote des actionnaires. Dans le cadre de nos consultations, de nombreux intervenants ont soulevé des préoccupations au sujet de l'influence disproportionnée des entreprises de consultation par procuration dans le processus actuel de vote par procuration.

« À notre avis, les sociétés de conseil mandataires se trouvent en situation de conflit d'intérêts clair et irrémédiable si elles offrent aux entreprises des services de consultation de quelque nature que ce soit pour lesquelles elles font également des recommandations de vote aux actionnaires. »

Invesco Canada

Afin de rétablir l'équité dans le système de procuration et de gouvernance d'entreprise de l'Ontario, les recommandations du groupe de travail comprennent un certain nombre de mesures qui accroîtraient la surveillance réglementaire des sociétés de conseil mandataires, augmenterait la transparence pour les émetteurs et les investisseurs en ce qui concerne la structure de propriété et de vote, et réduirait les pratiques de vote nu et d'exercice excessif du droit de vote. Ces recommandations créeraient un système modernisé de vote par procuration et de gouvernance d'entreprise en Ontario.

On peut enfin constater la présence d'un dynamisme mondial envers une meilleure divulgation des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) qui influent sur le rendement financier d'une entreprise. Tout au long des consultations du Groupe de travail, le recours accru à la divulgation des facteurs ESG a reçu un soutien important de la part de divers intervenants, ce qui a mené à la recommandation du Groupe de travail d'exiger la divulgation des renseignements ESG importants.

« À l'échelle mondiale, nous observons une augmentation des exigences réglementaires de normalisation des rapports ESG, en particulier en Europe. Il n'existe actuellement aucune exigence de ce genre au Canada et il en résulte une lacune au niveau des rapports normalisés et utiles pour le processus décisionnel. Nous croyons qu'il sera important de normaliser les rapports ESG afin que le Canada demeure un marché attrayant pour les investisseurs mondiaux. »

Coalition canadienne pour une bonne gouvernance

Les recommandations suivantes du Groupe de travail visent à moderniser et à améliorer les normes de gouvernance d'entreprise et le cadre de vote par procuration pour les entreprises publiques de l'Ontario. Ces recommandations vont de la mise en place d'un cadre réglementaire qui aide les entreprises à mieux répondre aux préoccupations des parties prenantes, à l'amélioration de la transparence entourant la propriété des sociétés ouvertes et à l'amélioration des droits des actionnaires quant à l'élection des administrateurs et la rémunération des cadres.

38. Introduire un cadre de réglementation des sociétés de conseil mandataires pour : a) accorder aux émetteurs le droit de « réfuter » les rapports des sociétés de conseil mandataires, et b) interdire aux sociétés de conseil mandataires de fournir des services de consultation aux émetteurs de titres pour lesquels elles donnent aussi des recommandations de vote aux clients

Les sociétés de conseil mandataires jouent un rôle important dans le processus de vote par procuration. Les investisseurs institutionnels font souvent appel aux sociétés de conseil mandataires pour analyser les documents de procuration et formuler des recommandations de vote dans le cadre de leurs processus décisionnels d'investissement. Des émetteurs et d'autres parties prenantes ont exprimé des préoccupations quant à l'influence des sociétés de conseil mandataires, aux erreurs dans les rapports qu'elles produisent et aux conflits d'intérêts découlant des recommandations de vote des sociétés de conseil mandataires alors que l'émetteur fait appel à la même société de conseil mandataire pour lui fournir des services de consultation.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande la mise en place d'un cadre de réglementation des valeurs mobilières pour les sociétés de conseil mandataires d'ici le 1^{er} septembre 2022 afin de s'assurer que leurs clients institutionnels reçoivent la perspective de l'émetteur en même temps que le rapport de recommandation de la société de conseil mandataire.

1. Droit de réfuter

Accorder à l'émetteur le droit de réfuter (sans frais) les rapports publiés par les sociétés de conseil mandataires. Pour se prévaloir de ce droit de réfutation, l'émetteur serait tenu de publier les documents pertinents (p. ex., la circulaire d'information de la direction) à un moment précis avant l'assemblée. Ce droit de réfutation s'appliquerait, à l'égard de chaque détermination de l'émetteur, lorsque la société de conseil mandataire recommande à ses clients de voter contre les recommandations de la direction. La société de conseil mandataire serait tenue d'inclure la réfutation dans le rapport qu'elle remet à ses clients.

2. Résoudre les conflits d'intérêts

Mettre en place un cadre en vue de régler les conflits d'intérêts en limitant la capacité des sociétés de conseil mandataires de fournir des services de consultation aux émetteurs tout en formulant des recommandations en matière de vote à leurs clients.

3. Période minimale de dépôt par l'émetteur d'une circulaire d'information de la direction avant une assemblée des actionnaires

Les lois sur les sociétés et les valeurs mobilières permettent aux émetteurs d'envoyer et de déposer une circulaire d'information de la direction moins de 30 jours avant la date de l'assemblée des actionnaires.

Le Groupe de travail recommande d'introduire une exigence selon laquelle un émetteur qui a l'intention d'exercer son droit de réfutation doit déposer la circulaire d'information de la direction au moins 30 jours avant la date de l'assemblée applicable. Cette exigence faciliterait l'exercice du droit de réfutation de l'émetteur en accordant à la société de conseil mandataire suffisamment de temps pour inclure la réfutation dans son rapport et satisfaire à l'obligation qui est faite aux sociétés de conseil mandataires de fournir leur rapport aux clients pour examen en temps opportun.

39. Faire passer de 10 % à 5 % le seuil de propriété à déclaration obligatoire pour les investisseurs non passifs

À l'heure actuelle, un actionnaire n'est pas tenu de divulguer la propriété bénéficiaire, le contrôle ou la gestion de titres ou de participations avec droit de vote d'un émetteur tant que le seuil de 10 % des actions de l'émetteur n'est pas atteint. Cependant, la possession de 5 % des actions est pertinente pour ce qui concerne le contrôle de l'émetteur, car l'actionnaire peut normalement demander une assemblée des actionnaires s'il détient 5 % des titres avec droit de vote. Ailleurs dans le monde, par exemple aux États-Unis et au Royaume-Uni, la divulgation de la propriété devient obligatoire avec une participation de 5 % et même moins dans certains cas.

À une époque où l'activisme des actionnaires est à la hausse, le seuil de déclaration de 10 % n'offre pas une transparence adéquate pour les émetteurs et les investisseurs.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande de faire passer le seuil de déclaration des actionnaires en Ontario de 10 % à 5 % pour les investisseurs non passifs. Par conséquent, la divulgation des participations substantielles à partir du seuil de 5 % s'appliquerait si l'investisseur a l'intention de déposer une offre d'achat, s'il propose une opération qui permettrait à l'investisseur d'acquérir le contrôle de l'émetteur ou s'il sollicite des procurations contre les candidats à un poste d'administrateur ou contre des actions proposées par la direction de l'émetteur.

Ces actionnaires non passifs qui franchissent le seuil de 5 % de propriété ou qui deviennent non passifs alors qu'ils détiennent 5 % ou plus des actions de l'émetteur, devraient être tenus de déposer un communiqué et un rapport d'alerte précoce révélant leur propriété, sans être assujettis à un moratoire sur d'autres acquisitions après la divulgation de leur propriété jusqu'à ce que celle-ci atteigne 10 %.

40. Exiger que tous les émetteurs cotés à la bourse tiennent un vote consultatif annuel des actionnaires sur la stratégie du conseil à l'égard de la rémunération des cadres supérieurs

On reconnaît de plus en plus au Canada et à l'échelle mondiale que les votes consultatifs périodiques portant sur la rémunération des cadres supérieurs apportent une contribution essentielle aux conseils d'administration et favorisent la participation des actionnaires. Plusieurs parties prenantes ont indiqué qu'elles appuyaient la proposition d'un vote obligatoire à l'égard de la stratégie de rémunération des cadres supérieurs des émetteurs.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande l'adoption de votes consultatifs annuels obligatoires sur les pratiques de rémunération des cadres supérieurs pour tous les émetteurs cotés en bourse. Cependant, les votes annuels devraient être non contraignants afin de protéger le pouvoir décisionnel des conseils d'administration et éviter que les campagnes éventuellement menées par les actionnaires à cet égard ne deviennent trop lourdes pour les émetteurs.

41. Exiger une divulgation plus complète de l'information importante sur le plan des facteurs ESG, y compris de l'information prospective, de la part des émetteurs publics

À l'échelle mondiale aussi bien qu'en Ontario, les investisseurs s'intéressent de plus en plus aux déclarations des émetteurs à l'égard des facteurs ESG. Selon un récent sondage de RBC Gestion mondiale d'actifs, 98 % des investisseurs institutionnels canadiens s'attendent à ce que les portefeuilles intégrant les facteurs ESG affichent un rendement égal ou supérieur à ceux qui n'intègrent pas ces facteurs.⁴⁷ En outre, plus de 75 % des investisseurs internationaux interrogés intègrent désormais les principes ESG dans leur processus de décision d'investissement.⁴⁸ Bien que de nombreux émetteurs divulguent les facteurs ESG, tant les émetteurs que les investisseurs ont exprimé des préoccupations au sujet de l'absence d'un cadre de divulgation normalisé.

La création d'une norme de divulgation uniforme peut établir des règles du jeu équitables pour tous les émetteurs, entraîner une meilleure divulgation des facteurs ESG et améliorer l'accès aux marchés financiers mondiaux. En outre, l'absence de cadre normalisé peut entraîner des coûts de conformité excessifs alors que les émetteurs s'efforcent de naviguer à l'intérieur d'un cadre ambigu. En 2018, le projet « Un plan environnemental conçu en Ontario » publié par le gouvernement de l'Ontario comprenait un engagement à améliorer la divulgation par les entreprises des risques financiers liés au climat.⁴⁹

Tout au long des consultations publiques du groupe de travail, le recours accru à la divulgation des facteurs ESG a reçu un soutien important de la part de divers intervenants, notamment des émetteurs, des sociétés d'investissement, des banques et des cabinets d'avocats. Récemment, de grands cabinets d'experts-comptables internationaux, en collaboration avec le Forum économique mondial, ont exhorté les entreprises mondiales qui font partie du Conseil international des affaires à adopter les rapports sur les normes ESG en 2021.

À l'heure actuelle, il existe un modèle largement répandu qui bénéficie d'un soutien mondial et qui répond aux besoins des investisseurs en matière de mesures concises et normalisées sur les enjeux importants liés aux changements climatiques, soit le Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (GIFCC). En novembre 2020, le gouvernement britannique a également annoncé son intention de rendre obligatoire la divulgation liée au climat, conformément au cadre du GIFCC.^{50,51}

⁴⁷ Banque Royale du Canada. (s. d.).

⁴⁸ Banque Royale du Canada. (s. d.).

⁴⁹ Gouvernement de l'Ontario. (27 novembre 2020) Un plan environnemental conçu en Ontario.
<https://www.ontario.ca/fr/page/un-plan-environnemental-concu-en-ontario>.

⁵⁰ Financial Conduct Authority. (9 novembre 2020) Sommet de l'avenir vert: Relever le défi du climat.
<https://www.fca.org.uk/news/speeches/green-horizon-summit-rising-climate-challenge>

⁵¹ Groupe de travail GIFCC britannique conjoint gouvernement-régulateur. (9 novembre 2020). Rapport provisoire.
https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/933782/FINAL_TCFD_REPORT.pdf.
Note: La FCA est un membre du Groupe de travail GIFCC.

La plupart des intervenants préconisent une mise en œuvre progressive pour permettre aux émetteurs de se conformer efficacement aux nouvelles exigences en matière de divulgation. Le Global Risk Institute a signalé que de nombreuses grandes entreprises financières divulguent déjà des renseignements conformément aux recommandations du GIFCC.⁵² Toutefois, les petites entreprises peuvent avoir besoin de plus de temps pour s'adapter.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande de rendre obligatoire la divulgation de l'information importante relative aux facteurs ESG, en particulier la divulgation liée aux changements climatiques, qui est conforme aux recommandations du GIFCC à l'intention des émetteurs par l'entremise des exigences de déclaration réglementaires de la CVMO.

1. Éléments clés

Les éléments clés des exigences proposées en matière de divulgation des facteurs ESG sont les suivants :

- Les exigences s'appliqueraient à tous les émetteurs assujettis (fonds non participants).
- Les exigences comprendraient :
 - La divulgation obligatoire recommandée par le GIFCC en ce qui concerne la gouvernance, la stratégie et la gestion des risques (sous réserve de l'importance relative). Cela exclurait la divulgation obligatoire de l'analyse de scénarios dans le cadre de la stratégie d'un émetteur.
 - La divulgation des émissions de gaz à effet de serre de catégorie 1, de catégorie 2 et, s'il y a lieu, de catégorie 3, selon le modèle « se conformer ou s'expliquer ».

2. Phase de transition

Il y aurait une phase de transition afin que tous les émetteurs se conforment aux nouvelles exigences en matière de divulgation à compter de leur date de mise en œuvre. La durée de la phase de transition de chaque émetteur dépendrait de sa capitalisation boursière au moment de la mise en œuvre des exigences, les émetteurs étant regroupés en trois paliers de capitalisation boursière, chaque palier ayant une phase de transition de durée différente. La phase de transition continuerait de s'appliquer à chaque émetteur, que la capitalisation boursière de l'émetteur change ou non.

- Émetteurs de grande capitalisation : plus de 500 millions de dollars – phase de transition de deux ans
- Émetteurs de capitalisation moyenne : entre 150 et 500 millions de dollars – phase de transition de trois ans
- Émetteurs de petite capitalisation : moins de 150 millions de dollars – phase de transition de cinq ans

À la fin de la phase de transition, les exigences s'appliqueraient à tous les émetteurs.

Le Groupe de travail encourage l'ACVM à aller de l'avant en suivant le modèle de l'Ontario et à mettre en place des exigences de divulgation semblables partout au Canada.

⁵² Global Risk Institute. (Novembre 2020). Divulgation par les entreprises des risques financiers liés au climat dans le secteur financier canadien. <https://globalriskinstitute.org/publications/climate-related-financial-disclosure-in-the-canadian-financial-sector-3/>

42. Exiger l'utilisation de bulletins de vote par procuration universels pour toutes les assemblées contestées 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

La plupart des actionnaires n'assistent pas aux assemblées d'actionnaires et votent par procuration en utilisant le bulletin de vote par procuration de l'entreprise ou celui du dissident. Au Canada, ces bulletins de vote par procuration sont souvent très différents (universels, mixtes, à liste unique, etc.) et sont difficiles à comprendre pour les investisseurs. Ces votes par procuration ne permettent généralement pas aux actionnaires de voter pour une combinaison de candidats, ce qui les oblige à voter soit pour la liste de candidats de l'entreprise, soit pour celle de l'opposant. Il en résulte un processus compliqué qui fait obstacle aux actionnaires qui souhaitent participer au vote par procuration.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que soient utilisés des bulletins de vote par procuration universels – un bulletin unique qui dresse la liste des administrateurs mis en nomination par chaque camp et permet à l'actionnaire de voter pour des candidats des deux partis – lors de toute assemblée contestée. Cela donnerait aux actionnaires qui votent par procuration une plus grande marge de manœuvre pour voter pour une combinaison d'administrateurs. Le fait d'obliger chaque partie à divulguer en permanence le décompte des voix lors d'un vote contesté assurerait une plus grande transparence pour les émetteurs autant que pour les dissidents.

La recommandation du Groupe de travail nécessiterait que d'autres exigences connexes soient examinées pour faciliter l'utilisation de procurations universelles. Cela comprendrait des règles de préavis et des exigences de sollicitation minimale applicable aux dissidents, ainsi que des exigences en matière de formulaire de procuration universelle. Ces considérations supplémentaires devraient être évaluées dans le cadre de consultations supplémentaires réalisées par la CVMO lors de la mise en œuvre de la recommandation.

Le Groupe de travail s'attend à ce que les changements soient mis en œuvre d'ici le 1^{er} septembre 2022.

43. Modifier la Loi 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'instrument multilatéral 61-101 Mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières (IM 61-101) n'aborde pas pleinement le rôle important que jouent les comités d'administrateurs indépendants dans l'évaluation, la négociation, l'approbation et la formulation de conseils en matière de conflits d'intérêts.

L'IM 61-101 régleme les opérations les plus importantes en matière de conflits d'intérêts impliquant les grands actionnaires, les administrateurs et la haute direction. Ces opérations comprennent les offres d'initiés, les regroupements d'entreprises à l'aide desquels des initiés éliminent des actionnaires publics et les opérations importantes entre apparentés avec l'émetteur qui pourraient entraîner le transfert de valeurs d'actionnaires minoritaires à des initiés.

À l'heure actuelle, l'IM 61-101 prévoit la supervision par un administrateur indépendant lorsque l'opération est une offre d'initié, mais ne fait que recommander le recours à des comités indépendants spéciaux dans d'autres opérations pouvant donner lieu à des conflits d'intérêts. En outre, bien que la règle exige l'approbation et la divulgation par la minorité afin de permettre aux actionnaires de prendre une décision éclairée en matière de vote, l'IM 61-101 prend uniquement en compte le rôle des administrateurs indépendants dans sa politique complémentaire et ne traite pas de façon exhaustive de leur rôle dans l'examen de ces importantes transactions pouvant donner lieu à des conflits d'intérêts. Par conséquent, il y a une incohérence dans la façon dont les émetteurs utilisent les comités indépendants et dans la protection des intérêts des détenteurs de titres minoritaires lors de la présentation de ces transactions pour vote.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que les pratiques exemplaires des comités indépendants décrites dans l'avis multilatéral 61-302 du personnel, Examen du personnel et commentaires sur le règlement IM 61-101, et dans les décisions de la CVMO soient codifiées de façon à renforcer le rôle des administrateurs indépendants et à accroître la confiance des actionnaires minoritaires dans le rôle du comité indépendant lorsqu'un émetteur exécute les transactions régies par l'IM 61-101. En particulier, le Groupe de travail recommande de prescrire la formation de comités indépendants pour superviser les opérations pouvant donner lieu à un conflit d'intérêts important et l'adoption de lignes directrices sur les pratiques des comités indépendants.

44. Offrir à la CVMO un plus large éventail de recours en matière de fusions et d'acquisitions (F et A) et moderniser l'exemption relative aux offres d'achat déposées par les émetteurs privés

La CVMO a reconnu que l'intérêt public à promouvoir l'équité envers les actionnaires s'applique à toutes les formes de contestations visant à acquérir le contrôle d'émetteurs assujettis, y compris les offres d'achat et les contestations de procuration. Cependant, les recours dont dispose la CVMO pour intervenir en vertu de l'article 104 et de l'article 127 de la *Loi sur les valeurs mobilières* ne couvrent pas adéquatement l'étendue des questions de conformité et d'intérêt public en matière de fusions et d'acquisitions et de contestations de procuration.

Bien que la CVMO dispose généralement de pouvoirs suffisants pour s'occuper des transactions abusives dans le contexte des offres d'achat grâce à son pouvoir d'interdiction d'opérations et à d'autres pouvoirs que lui confère l'article 127, il se peut que ces pouvoirs ne soient pas toujours suffisants lors d'une contestation de procuration ou d'autres situations de F et R où le contrôle est obtenu par un vote des actionnaires plutôt que par une acquisition de titres. En dehors de l'examen d'une décision de bourse, la CVMO n'a pas le pouvoir d'annuler une transaction ou d'empêcher une personne d'exercer un droit de vote. Les parties doivent généralement s'adresser aux tribunaux pour obtenir un règlement.

Les intervenants étaient généralement favorables à l'idée que la CVMO dispose des mêmes recours que la British Columbia Securities Commission (BCSC) et qu'elle n'ait pas à s'en remettre aux tribunaux en raison de l'absence des pouvoirs appropriés à l'égard des questions qui devraient normalement tomber sous la juridiction des organismes de réglementation des valeurs mobilières.

L'exemption accordée aux offres d'achat d'émetteurs privés ne reflète pas adéquatement non plus la réalité selon laquelle les offres d'achat déposées par des émetteurs privés touchent de plus en plus souvent des détenteurs de titres sans lien de dépendance. L'exemption accordée aux offres d'achat d'émetteurs privés est disponible pour les cibles d'offre d'achat des émetteurs non assujettis qui n'ont pas de marché publié et qui ont un nombre limité de porteurs de titres qui ne sont pas des employés de la cible ou de ses sociétés affiliées. Cette exemption allège le fardeau des soumissionnaires parce qu'ils n'ont pas à se conformer aux exigences plus onéreuses des offres officielles qui s'appliquent normalement.

Toutefois, la disponibilité d'un plus large éventail d'exemptions de prospectus pour les émetteurs non assujettis a fait en sorte que certains de ces émetteurs ont accumulé des titres sans lien de dépendance au-delà du seuil actuel de cinquante actionnaires. Par conséquent, les soumissionnaires doivent se conformer aux exigences des soumissions officielles, demander une exemption discrétionnaire aux organismes de réglementation des valeurs mobilières ou lancer un autre processus d'acquisition même si l'offre d'achat était l'approche privilégiée.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande ce qui suit :

1. Accorder de nouveaux pouvoirs à la CVMO

Le Groupe de travail recommande que de nouveaux pouvoirs soient accordés à la CVMO pour faciliter ses interventions d'intérêt public dans les contestations de contrôle et les opérations similaires. La Colombie-Britannique a récemment adopté une loi qui confère de nouveaux pouvoirs à la BCSC, notamment ceux d'annuler une transaction, d'exiger qu'une personne se départisse des titres acquis dans le cadre d'une opération de fusions et acquisitions ou d'une sollicitation par procuration, et d'interdire à une personne d'exercer les droits de vote liés à un titre.

La CVMO devrait clarifier les circonstances dans lesquelles elle prévoit que ses pouvoirs seraient appropriés, la façon dont elle entend traiter les chevauchements avec les tribunaux et le droit des sociétés, ainsi que la nécessité de garanties procédurales et probatoires lorsque ces pouvoirs sont demandés.

2. Moderniser l'exemption relative aux offres d'achat déposées par un émetteur privé

Le Groupe de travail recommande de moderniser l'exemption relative aux offres d'achat déposées par un émetteur privé en portant à trois cents le nombre maximal de porteurs de titres sans lien de dépendance de la cible.

45. Interdire le vote avec des actions empruntées et introduire des règles pour prévenir l'exercice excessif du droit de vote

Un principe clé du vote des actionnaires qui sous-tend l'élection des administrateurs, l'approbation par les actionnaires de la rémunération des dirigeants, les opérations de fusion et acquisition ainsi que d'autres droits des actionnaires est que les actionnaires votants possèdent un intérêt économique dans le résultat de l'élection ou de l'affaire à approuver. Le Groupe de travail a entendu les préoccupations des investisseurs au sujet du risque de vote nu ou négatif par un investisseur qui a acquis des actions dans le cadre d'un arrangement d'emprunt de titres ou qui a couvert ses intérêts économiques de sorte que l'investisseur est en fait un électeur nu ou négatif à l'égard de ses actions soumises au vote.

Il existe déjà une norme dans l'industrie selon laquelle le vote suit l'action prêtée, de sorte que le prêteur n'a pas droit aux actions portant droit de vote. De plus, la réglementation des valeurs mobilières prévoit des exigences de divulgation applicables aux scénarios de vote nu. Toutefois, il existe toujours un risque de vote nu au cas par cas, ce qui pourrait avoir une incidence sur le résultat du vote d'un actionnaire donné et qui pourrait obliger la CVMO à intervenir dans l'intérêt public, y compris en exerçant les pouvoirs supplémentaires recommandés par le Groupe de travail.

Par ailleurs, en ce qui concerne l'exercice excessif du droit de vote, plusieurs de ces propositions codifient les pratiques exemplaires énoncées dans l'avis 54305 du personnel des ACVM, Protocoles concernant le rapprochement des votes établis en vue d'une assemblée.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que la CVMO fournisse des indications quant à son intention d'utiliser son pouvoir de protection de l'intérêt public au sujet des votes nus lors des assemblées d'actionnaires des sociétés ouvertes et rappelle aux participants du marché leurs obligations de divulgation actuelles en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières.

De plus, le Groupe de travail recommande que la CVMO mette sur pied un comité technique de mise en œuvre comprenant des représentants des participants concernés du système de détention d'actifs par intermédiaire afin de régler les questions techniques liées à l'opérationnalisation des règles suivantes à mettre en place pour prévenir l'exercice excessif du droit de vote :

1. Un intermédiaire ne doit pas soumettre de votes par procuration pour un client propriétaire bénéficiaire sans avoir confirmé que la documentation relative à l'admissibilité au vote a été fournie au tabulateur de l'émetteur assujetti.
2. Un intermédiaire qui détient des titres au nom d'un autre intermédiaire doit fournir la documentation appropriée au tabulateur de l'émetteur assujetti pour établir les droits de vote de son client.
3. Un émetteur assujetti (ou son tabulateur d'assemblée) doit aviser l'émetteur assujetti et tout intermédiaire qui soumet des votes par procuration s'il rejette ces votes par procuration en raison de l'insuffisance des droits de vote, et l'intermédiaire doit rapidement prendre des mesures pour fournir toute documentation nécessaire pour établir ses droits de vote avant la date de l'assemblée.
4. L'émetteur assujetti doit obtenir, et remettre à son tabulateur d'assemblée, la procuration générale de la DTC au moins 10 jours avant l'assemblée afin que le tabulateur puisse vérifier les droits de vote des intermédiaires américains.

46. Permettre aux émetteurs assujettis d'obtenir des données sur la propriété bénéficiaire

La nécessité pour les émetteurs assujettis de pouvoir s'engager efficacement auprès de leurs propriétaires bénéficiaires continue de croître alors que les investisseurs se concentrent de plus en plus sur les domaines émergents de la gouvernance, comme les facteurs ESG et la diversité. L'activisme des actionnaires lors des votes et des fusions et acquisitions est de plus en plus présent sur les marchés financiers de l'Ontario. L'absence du droit clairement défini pour les émetteurs assujettis de connaître l'identité de leurs propriétaires bénéficiaires les empêche de dialoguer directement avec leurs investisseurs. Cette absence soulève également des préoccupations au sujet de la transparence globale du processus de vote par procuration, car les émetteurs assujettis savent peu de choses sur la façon dont les intermédiaires ou leurs fournisseurs de services transmettent les documents de procuration aux propriétaires bénéficiaires opposants (PBO) et obtiennent leurs instructions de vote.

Au Canada, les émetteurs publics ont une capacité limitée de découvrir l'identité des propriétaires bénéficiaires de leurs actions. La législation sur la gouvernance d'entreprise n'aborde pas ce problème. En vertu du Règlement 54-101, au moment de l'ouverture du compte, l'intermédiaire doit obtenir des instructions sur la question de savoir si le client propriétaire bénéficiaire souhaite être un propriétaire bénéficiaire non opposé (PBNO) ou un PBO relativement aux titres de l'émetteur assujetti détenus dans ce compte. L'émetteur assujetti peut demander la liste des PBNO et obtenir ainsi une vue partielle de ses propriétaires bénéficiaires de titres par l'entremise d'intermédiaires, y compris les titres et l'adresse. Les émetteurs assujettis peuvent utiliser l'information figurant dans la liste des PBNO pour envoyer des documents de procuration et demander des instructions de vote directement à ces propriétaires bénéficiaires. Les émetteurs ne peuvent toutefois connaître l'identité des PBO ni leur envoyer par la poste des documents de procuration ou solliciter directement des instructions de vote.

En outre, le but premier du Règlement 54-101 n'est pas d'assurer la transparence de la propriété bénéficiaire, mais plutôt de mettre en place des processus permettant de solliciter des instructions de vote auprès des propriétaires bénéficiaires, qui seraient autrement privés de leur droit de vote, car ce droit ne leur est pas accordé par le droit des sociétés.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande qu'à compter du 1^{er} septembre 2022, les sociétés ouvertes et les autres émetteurs assujettis puissent obtenir l'identité et la participation de tous les propriétaires bénéficiaires de leurs titres. Pour ce faire, le gouvernement devrait mettre sur pied un groupe composé de représentants des organismes de réglementation pertinents, des avocats mandataires, des agents de transfert, des intermédiaires, des cabinets d'avocats et d'autres groupes de parties prenantes afin d'élaborer une stratégie pour atteindre cet objectif. Entre-temps, le Groupe de travail recommande d'accroître la transparence des propriétaires bénéficiaires en modifiant la Loi sur les valeurs mobilières de manière à ce que le statut de PBNO devienne la norme pour les propriétaires bénéficiaires.

47. Exiger une divulgation granulaire normalisée des dons de titres et des exercices d'options

Certains investisseurs ont dit craindre qu'il soit difficile et fastidieux de déterminer la rémunération totale que reçoit la direction d'un émetteur assujetti sous la forme de titres de placement, et qu'il serait plus facile d'inclure des options dans le formulaire de rémunération.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que la CVMO et l'ACVM se consultent et proposent des modifications au formulaire 51-102F6, Déclaration de rémunération des cadres, afin de normaliser plus explicitement la divulgation de la rémunération fondée sur les titres de placement, en exigeant la divulgation précise des attributions de titres et d'options, ainsi que la valeur qu'un dirigeant ou un administrateur donné reçoit en exerçant des options. La CVMO et l'ACVM devraient entreprendre des consultations pour déterminer si les changements suivants devraient être adoptés :

- Exiger des émetteurs qu'ils fournissent une analyse rétrospective essentiellement fondée sur la rémunération réalisée et réalisable, y compris la valeur reçue lors de l'exercice d'une option accordée précédemment et d'autres rémunérations fondées sur l'attribution d'actions, ainsi qu'une évaluation visant à déterminer si les attributions d'options ont atteint leur objectif dans le cadre des politiques globales de rémunération de l'émetteur.
- La divulgation actuelle de toute valeur acquise ou réalisée en vertu de toutes les attributions antérieures d'options ou autres rémunérations fondées sur les actions dans le cadre de la divulgation annuelle de la rémunération.
- Adopter une méthodologie normalisée d'évaluation des options et autres titres de rémunération ou, si cela n'est pas pratique, fournir d'autres conseils sur les pratiques exemplaires en matière d'évaluation des attributions et de divulgation uniforme des options et hypothèses de valorisation.

Bien que cette recommandation alourdirait légèrement le fardeau des émetteurs, une divulgation normalisée de la rémunération fondée sur les actions serait utile pour les investisseurs.

48. Enchâsser les exigences relatives à l'élection annuelle des administrateurs et au vote sur les administrateurs individuels dans la Loi sur les valeurs mobilières et adopter le vote majoritaire lors des élections des administrateurs non contestées

L'obligation de tenir des élections annuelles des administrateurs et l'obligation pour les administrateurs de se présenter individuellement à l'élection (plutôt qu'en tant que membre d'une liste) sont deux éléments clés de la démocratie des actionnaires. Ces obligations existent déjà dans les règles de la TSX et de la TSXV, mais elles ne sont pas actuellement enchâssées dans la Loi sur les valeurs mobilières. Les lois sur les valeurs mobilières n'interdisent pas l'échelonnement des mandats des administrateurs, ni leur durée de plus d'un an. De même, à l'heure actuelle, les lois sur les valeurs mobilières n'interdisent pas aux émetteurs assujettis d'exiger que les actionnaires votent sur une liste complète de candidats aux postes d'administrateurs présentée par la direction plutôt que pour chaque poste d'administrateur individuellement.

Le Groupe de travail a aussi reçu les commentaires des parties prenantes soulignant que le vote majoritaire lors des élections d'administrateurs non contestées est un principe fondamental de la démocratie des actionnaires. Bon nombre d'émetteurs assujettis, mais pas tous, doivent déjà appliquer la règle du vote majoritaire en vertu des règles de la Bourse de Toronto. En vertu de ces règles, tout administrateur d'un émetteur coté à la Bourse de Toronto qui n'est pas élu à la majorité des voix exprimées lors d'une assemblée non contestée doit immédiatement remettre sa démission. Le conseil dispose alors de 90 jours après l'assemblée pour déterminer s'il accepte la démission. Il convient de noter qu'il doit l'accepter en l'absence de circonstances exceptionnelles. Par ailleurs, de récentes modifications apportées à la LCSA (non encore entrées en vigueur) imposeront la norme du vote majoritaire aux administrateurs de toutes les sociétés ouvertes constituées en vertu de la LCSA. À l'heure actuelle, la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario ne contient aucune mesure portant sur le vote majoritaire.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande d'insérer des règles sur l'élection annuelle des administrateurs et le vote portant sur les administrateurs individuels dans la Loi sur les valeurs mobilières.

En outre, le Groupe de travail recommande d'insérer une mesure sur le vote majoritaire dans la Loi sur les valeurs mobilières. La règle sur le vote majoritaire devrait :

- s'appliquer uniquement aux élections d'administrateurs non contestées;
- prévoir une période de transition raisonnable dans le cas où un administrateur ne reçoit pas la majorité afin de permettre le recrutement de membres de remplacement qualifiés;
- prévoir une exemption lorsqu'un émetteur est assujetti à des exigences essentiellement similaires en droit des sociétés et s'y conforme;
- permettre à un émetteur de présenter une demande de dispense à la CVMO dans des circonstances exceptionnelles.

2.5 Favoriser l'innovation

L'Ontario accomplit de grands progrès vers la création d'un écosystème favorable à l'innovation et aux technologies financières. Toutefois, en raison de la croissance continue du nombre de participants au marché qui appliquent des modèles d'affaires novateurs et de l'évolution de nouveaux types d'actifs numériques, le régime de réglementation des marchés financiers de l'Ontario doit continuer de s'adapter aux produits et modèles d'affaires émergents.

Les intervenants estiment que nous avons besoin d'un organisme de réglementation souple qui adopte des produits et services nouveaux et innovants. En réponse aux commentaires des intervenants, le groupe de travail recommande notamment que les organismes de réglementation créent un bac à sable réglementaire de l'Ontario qui profiterait aux entreprises ayant un modèle d'affaires innovateur, que le Bureau de la croissance économique et de l'innovation de la CVMO mette plus particulièrement l'accent sur la croissance économique et l'innovation, et que l'accès au capital soit facilité pour les entreprises en démarrage et les entrepreneurs par l'entremise de groupes d'investisseurs providentiels.

« L'innovation joue un rôle important et croissant dans l'économie de l'Ontario et la réglementation doit appuyer celle-ci. »

Toronto Finance International

Le fait de favoriser l'innovation sur les marchés financiers de l'Ontario aide à attirer non seulement de nouvelles entreprises en Ontario, mais aussi des investissements mondiaux dans les entreprises de la province.

49. Créer un bac à sable réglementaire de l'Ontario au profit des entrepreneurs et, à plus long terme, envisager de créer un bac à sable canadien

Plusieurs organismes de réglementation des valeurs mobilières, y compris la CVMO, qui ont constaté l'émergence des technologies financières ont mis sur pied des équipes spécialisées pour fournir des conseils plus poussés en matière de réglementation et de l'aide aux entreprises qui présentent un modèle d'affaires novateur.

À l'échelle mondiale, les bacs à sable réglementaires ont permis aux entreprises de mettre à l'essai des produits, des services, des modèles d'affaires et des mécanismes de prestation nouveaux et innovateurs auprès de consommateurs véritables, par l'entremise de dispenses générales accélérées. Des bacs à sable ont été mis en place par des organismes de réglementation d'autres pays, comme la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni et l'Australian Securities and Investments Commission, afin d'encourager les entreprises nouvelles et établies à introduire sur le marché des produits et services financiers novateurs.

Lors des consultations du Groupe de travail, les intervenants ont appuyé la proposition du bac à sable qui aiderait à stimuler la croissance des entreprises en démarrage et des entreprises ayant des modèles novateurs. Les intervenants ont laissé entendre qu'une collaboration plus poussée avec l'industrie et les participants au marché serait avantageuse pour l'élaboration, à titre d'essai, et la réussite du bac à sable de l'Ontario.

Recommandation :

Dans le cadre du bac à sable réglementaire de l'Ontario, la CVMO et l'ARSF devraient concevoir une approche qui offrirait une exemption rapide ou utiliser d'autres outils de réglementation disponibles afin de permettre aux entreprises qui ont des modèles d'affaires novateurs dans le secteur des services financiers en Ontario de mettre à l'essai de nouveaux services et produits financiers. Plusieurs modèles opérationnels font l'objet d'une surveillance réglementaire où la CVMO et l'ARSF se chevauchent.

Ce nouveau bac à sable permettrait aux entreprises de mettre à l'essai des produits, des services, des modèles d'affaires et des mécanismes de prestation nouveaux et novateurs sur le marché réel auprès des consommateurs.

- Le bac à sable réglementaire de l'Ontario devrait être un espace supervisé qui offrirait aux entreprises :
 - une réduction du délai de mise en marché à un coût potentiellement moindre;
 - des mesures de protection appropriées des consommateurs et des investisseurs intégrées aux nouveaux produits et services;
 - des outils comme l'inscription restreinte, des directives et des exemptions.
- Les tests du bac à sable seraient les suivants :
 - inclure des entreprises qui participent à différents aspects du secteur des services financiers, allant de l'activité sur les marchés des capitaux (réglementée par la CVMO) à des secteurs comme l'assurance et le courtage hypothécaire (réglementés par l'ARSF);
 - comporter des limites en matière de temps ou de clientèle, afin que les entreprises puissent tester leur innovation pendant une durée limitée ou auprès d'un nombre limité de clients. Cela pourrait se faire ainsi : (i) des ordonnances d'allègement générales applicables à un groupe d'entreprises semblables, (ii) des ordonnances d'allègement applicables à une seule entreprise, ou (iii) dans des circonstances particulières, des « lettres de non-intervention ».
- Le bac à sable réglementaire de l'Ontario offrirait également aux deux principaux organismes de réglementation des services financiers de la province de plus grandes possibilités de collaborer et de déterminer les domaines où ils pourraient faire évoluer les exigences réglementaires afin de mieux tenir compte de l'évolution des besoins et des capacités des entreprises opérant dans le nouveau domaine de l'innovation numérique.

Le Groupe de travail recommande également que la CVMO et l'ARSF continuent de collaborer avec les participants au marché, comme les entreprises en démarrage et les incubateurs et accélérateurs, afin que le bac à sable permette non seulement de cerner et de régler les problèmes et les préoccupations auxquels font face les entreprises, mais aussi d'équilibrer la protection des investisseurs et le maintien de marchés financiers justes et efficaces.

À plus long terme, le Groupe de travail recommande d'envisager d'étendre ce programme pour en faire un bac à sable canadien dans lequel tous les organismes provinciaux et fédéraux de réglementation des services financiers permettraient aux sociétés canadiennes de services financiers de mettre à l'essai leurs idées novatrices. Ce projet stimulerait l'innovation à l'échelle nationale.

Au cours des cinq années suivant la mise en œuvre du bac à sable réglementaire de l'Ontario, la CVMO et l'ARSF devraient déterminer si cette initiative mérite d'être poursuivie ou si elle pourrait être éliminée.

50. Souligner que le Bureau de la croissance économique et de l'innovation (Bureau de l'innovation) de la CVMO devrait mettre plus particulièrement l'accent sur la croissance économique et l'innovation, y compris la promotion des petites entreprises novatrices, et élargir la gamme de services du Bureau de l'innovation

En juin 2020, la CVMO a annoncé le lancement du Bureau de l'innovation, qui vise à élargir le travail de la Rampe de lancement de la CVMO grâce à un engagement plus profond auprès des entreprises et au soutien pour renforcer l'écosystème de l'innovation en Ontario. Le Bureau de l'innovation sera responsable de la mise en œuvre des initiatives énoncées dans le rapport de 2019 de la CVMO intitulé « Réduire le fardeau réglementaire sur les marchés financiers de l'Ontario » et d'apporter d'autres changements à ses règles, activités de réglementation et processus en vue de réduire le fardeau. De plus, le Bureau mènera de vastes activités de sensibilisation auprès du marché, des carrefours de l'innovation, des autres organismes de réglementation et du gouvernement afin de trouver des occasions pour la CVMO de se faire le champion de l'innovation et de la croissance économique.

En plus d'offrir un environnement réglementaire plus novateur aux entreprises de technologies financières, l'expansion des services du Bureau de l'innovation s'harmoniserait avec l'élargissement du mandat de la CVMO et l'appuierait.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que le Bureau de l'innovation se concentre principalement sur la stimulation de la croissance économique et de l'innovation, notamment en encourageant et en mettant à l'essai des méthodes novatrices pour améliorer la transparence de l'intermédiation des produits financiers, améliorer la rentabilité en matière de conseils d'investissement et défendre les intérêts des petites entreprises novatrices.

Tout comme l'Office of the Advocate for Small Business Capital Formation de la Securities and Exchange Commission des États-Unis et son Strategic Hub for Innovation and Financial Technology, dont le lancement a été annoncé récemment par la SEC à titre de bureau autonome, le nouveau Bureau de l'innovation devrait envisager également :

- de cerner et analyser les défis auxquels font face les petites entreprises, y compris celles qui ont un modèle d'affaires novateur, lorsqu'elles recueillent des capitaux;
- de mettre en place des activités de sensibilisation auprès des entreprises et de leurs investisseurs afin de solliciter des points de vue et des solutions en vue réduire les coûts d'accès et de transaction, accroître la transparence et favoriser la formation de capital;
- d'aider les entreprises, y compris les petites entreprises novatrices et leurs investisseurs, à résoudre les problèmes importants liés à la réglementation des marchés financiers;
- d'identifier les changements à la réglementation des marchés financiers qui profiteraient aux petites entreprises novatrices et à leurs investisseurs.

De plus, afin d'offrir un meilleur soutien aux entreprises qui participent au bac à sable réglementaire de l'Ontario, le Groupe de travail recommande que le Bureau de l'innovation sollicite des commentaires plus précis sur ses services.

Voici des exemples de services que le Bureau de l'innovation pourrait envisager :

1. Engagement accru avec la communauté de l'innovation

Le Bureau de l'innovation pourrait envisager un engagement plus approfondi avec les sociétés de capital-risque, les cabinets d'avocats, les conseillers et les investisseurs providentiels afin de créer une communauté pour les sociétés novatrices et aider les entreprises en démarrage.

Par exemple, comme pour les services de jumelage, les partenariats avec des organisations externes comme les incubateurs et les accélérateurs qui ont des ressources pour les entreprises en démarrage à la recherche d'expertise et de capital; et les fournisseurs de services juridiques et consultatifs qui permettent aux entreprises en démarrage d'accéder à des services juridiques dans des domaines tels que la mobilisation de fonds, la préparation de documents d'offre, la propriété intellectuelle et les brevets.

2. Ressources éducatives

Le Bureau de l'innovation pourrait également organiser des webinaires et élaborer des ressources d'apprentissage en ligne afin de traiter des problèmes auxquels sont souvent confrontées les entreprises innovatrices qui en sont à leurs premiers pas, notamment le processus et les exigences d'inscription, la mobilisation de capitaux de démarrage, la préparation de documents d'offre, etc.

Ces ressources pédagogiques pourront plus tard être mises à la disposition de toutes les entreprises, et non seulement des entreprises de technologies financières.

3. Outils de la technologie de réglementation et de la technologie de supervision

Le Bureau de l'innovation devrait évaluer comment les solutions de technologie de réglementation et de technologie de supervision, comme les outils automatisés de conformité, peuvent profiter aux participants du marché et à la CVMO. Par exemple, les solutions technologiques qui aident les entreprises à intégrer les clients, notamment l'identification numérique, à s'acquitter de leurs obligations en matière de connaissance du client et à réaliser des évaluations de la pertinence réduiraient le fardeau réglementaire (risque de chevauchement des efforts et de dépense inutile des ressources). Les solutions de technologie de supervision pourraient améliorer la surveillance réglementaire et l'application des règles de la CVMO, et aider à mieux protéger les investisseurs.

Les outils de la technologie de réglementation pourraient plus tard être offerts à d'autres entreprises à l'extérieur de la technologie financière.

Les services recommandés pourraient être élargis afin de permettre à toutes les entreprises, indépendamment de leur affiliation sectorielle, de profiter de ce soutien supplémentaire.

51. Que la CVMO examine comment un cadre de données ouvertes pourrait être appliqué aux marchés financiers de l'Ontario

Les progrès technologiques ont non seulement permis aux entreprises de fonctionner plus efficacement et de chercher des modèles d'affaires nouveaux et novateurs, mais ils ont également permis la distribution, la collecte et le partage instantanés de données à l'échelle mondiale. Les données ouvertes sont définies comme des données structurées qui sont lisibles par machine, partagées et utilisées librement. Des normes de gouvernance des données sont nécessaires pour maintenir l'intégrité et la confidentialité des données. L'un des principaux avantages des données ouvertes est qu'elles favorisent l'innovation et la mise au point de solutions technologiques. De nombreuses solutions de technologie financière exigent des données ouvertes pour réaliser des gains d'efficacité et offrir de meilleures solutions technologiques pour les affaires et les services à la clientèle et aux investisseurs.

En juillet 2020, 31 organismes de services financiers ont participé au lancement de Financial Data Exchange (FDX) au Canada, y compris des banques et des sociétés de cartes de crédit. Ces organismes se sont engagés à travailler ensemble à l'élaboration d'une norme sectorielle sécurisée, commune, interopérable, souple et exempte de redevances pour le partage de données financières.⁵³

Au cours des consultations, les intervenants ont convenu de l'importance des données et du rôle qu'elles jouent dans la promotion de l'innovation, mais ils ont suggéré qu'une étude plus approfondie soit réalisée sur l'élaboration d'un cadre de données ouvertes.

Recommandation :

Dans certains endroits, comme le Royaume-Uni et l'Union européenne, l'accès libre aux données a été imposé afin d'accroître la concurrence et d'offrir plus de choix aux consommateurs, alors que d'autres pays, comme le Japon, l'Inde et Singapour, ont facilité la conclusion d'ententes de partage des données. Le partage des données est également conforme aux principes de protection des renseignements personnels généralement reconnus dans les pays développés, selon lesquels les données appartiennent au client et non à l'institution qui les recueille.

Étant donné la complexité des données ouvertes, la CVMO devrait travailler avec les participants aux marchés financiers et les organismes de réglementation fédéraux pour envisager l'élaboration d'un cadre de données ouvertes précisant notamment l'étendue des données ouvertes, la protection des données et le niveau de participation de l'industrie.

Les ententes de partage de données pourraient alors être stimulées afin de favoriser les solutions de technologies financières pour les entreprises (réduisant ainsi les coûts et minimisant le doublement des processus) et les investisseurs. Une plus grande accessibilité aux données aiderait les entreprises à offrir de nouveaux produits et services et des solutions à long terme pour soutenir des modèles d'affaires innovateurs, mais cela doit se faire sans compromettre notamment la protection des données, la protection des investisseurs et les normes de protection des renseignements personnels.

⁵³ Financial Data Exchange. (29 juillet 2020). Les firmes de services financiers canadiennes de premier plan se préparent à adopter les standards techniques FDX afin de sécuriser le partage de données financières. https://financialdataexchange.org/FDX/News/Press-Releases/FDX_Canada.aspx

Des mesures de protection appropriées doivent être mises en place pour s'assurer que les préoccupations relatives à la protection des renseignements personnels soient prises en compte au cours de la mise en œuvre. L'élaboration d'un cadre de données ouvertes devrait également tenir compte des initiatives nationales et provinciales existantes et nouvelles en matière de données ouvertes.

On pourrait par exemple créer un milieu d'essai avec des données synthétiques, semblable à l'approche actuellement adoptée par la FCA au Royaume-Uni. Dans le cadre du programme DataSprint, la FCA a collaboré avec plus de 120 participants, y compris des organisations, des chercheurs et des scientifiques de données, pour créer un écosystème synthétique de données financières qui a produit des données de référence pour des millions de particuliers fictifs et d'entreprises théoriques, y compris des profils d'investisseurs et des données de transactions. Les données synthétiques seront mises à la disposition des participants dans le cadre d'un projet pilote de bac à sable numérique afin qu'ils puissent utiliser ces données financières fictives pour élaborer des produits et des solutions qui profiteront à l'industrie des services financiers du Royaume-Uni.

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

La pandémie de COVID-19 a rappelé l'importance de la formation de capitaux pour les entreprises en démarrage et les entrepreneurs afin de garantir une croissance durable. Les groupes ou réseaux d'investisseurs providentiels peuvent être vus comme des « clubs d'investissement » pour investisseurs qualifiés. Ils attirent des émetteurs en début de croissance de qualité pour qu'ils envisagent d'investir, professionnalisent et partagent la diligence raisonnable, communiquent leurs connaissances et aident à réduire les coûts en capitaux. Les groupes d'investisseurs providentiels investissent généralement dans un portefeuille diversifié d'entreprises en démarrage, où de petites participations sont prises par de nombreux investisseurs, ce qui aide à diversifier le risque.

Les investisseurs providentiels ne sont pas des clients de leurs groupes d'investisseurs providentiels, car ils prennent leurs décisions de façon indépendante, et ils offrent un faible financement de démarrage et du mentorat aux entrepreneurs. Certains groupes d'investisseurs providentiels cherchent à être structurés de manière à obtenir des honoraires pour le travail qu'ils accomplissent avec leurs membres pour financer en collaboration ces entreprises en démarrage et peuvent, dans certaines circonstances, déclencher l'inscription selon le concept d'inscription traditionnel.

Dans le cadre des consultations, les intervenants ont indiqué appuyer les occasions supplémentaires de mobilisation des capitaux pour les entreprises en démarrage et les entrepreneurs, et certains seraient d'accord pour alléger les exigences d'inscription, sous réserve de certaines conditions.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que la CVMO modernise les règles afin que les groupes d'investisseurs providentiels puissent entreprendre tôt ce financement de démarrage pour aider à la formation de capitaux. La modification des exigences actuelles en matière d'inscription permettrait aux groupes d'investisseurs providentiels de travailler avec leurs « investisseurs qualifiés » membres pour encourager l'investissement dans les émetteurs en début de croissance. Pour éviter tout contournement des exigences d'inscription, à court terme, la CVMO pourrait envisager d'accorder une

ordonnance d'allégement générale ou discrétionnaire aux groupes d'investisseurs providentiels qui répondent à certains critères.

Comme l'ont suggéré les intervenants, les principaux critères pourraient comprendre notamment :

- l'organisme providentiel doit être un organisme sans but lucratif;
- l'organisme providentiel doit compter uniquement des investisseurs accrédités;
- aucune promotion de quelque investissement que ce soit ne doit être faite;
- aucun conseil n'est donné quant à la pertinence des investissements et aucune activité de conseil n'est offerte aux investisseurs;
- les frais perçus par l'organisme providentiel se limitent à des frais d'adhésion raisonnables pour couvrir les dépenses opérationnelles courantes de l'organisme providentiel;
- l'organisme providentiel ne peut pas détenir ni manipuler des fonds d'investisseurs ou des valeurs mobilières, ni y avoir accès.

Cette recommandation reconnaît que les réseaux d'investisseurs providentiels pourraient atténuer les difficultés de financement auxquelles font face les entreprises en démarrage.

53. L'ACVM devrait mener ses consultations prévues sur le cadre de réglementation concernant la distribution des données sur le marché des actions et l'accès à celles-ci et lancer une consultation sur les autres obstacles à l'instauration d'un milieu d'échange efficace et concurrentiel

Les marchés des capitaux ont évolué au fil du temps, passant d'une structure dans laquelle les opérations sur un titre particulier étaient concentrées sur la seule bourse d'inscription à une structure dans laquelle plusieurs marchés rivalisent pour les mêmes titres et les bourses se disputent les inscriptions. Par conséquent, il faut maintenant accéder en temps réel aux données sur les titres provenant de plusieurs marchés tant pour échanger efficacement que pour bien servir les investisseurs. Toutefois, les coûts liés à l'accès et à l'utilisation de ces données ont augmenté en raison du nombre accru de places de marché qui vendent leurs données, de la variété des frais de données facturés et de l'absence d'un mécanisme de surveillance pour ramener le coût des données consolidées à un niveau raisonnable.

Cette situation a amené presque tous les courtiers canadiens à fournir uniquement des données en temps réel de la bourse d'inscription à leurs conseillers en placements et aux investisseurs indépendants. Par contre, les négociants exclusifs et les investisseurs institutionnels ont généralement accès à des données consolidées en temps réel sur le marché. En outre, les négociants exclusifs qui utilisent plusieurs systèmes de négociation doivent souvent payer plusieurs fois pour accéder aux mêmes données boursières.

Plusieurs intervenants ont mentionné que beaucoup d'investisseurs canadiens n'ont pas accès aux données du marché des actions consolidées en temps réel, y compris en matière d'équité (c.-à-d. les données du marché en temps réel sont-elles accessibles à tous de façon équitable et uniforme), de qualité d'exécution (c.-à-d. que de nombreux courtiers affichent des ordres à cours limité sur la bourse d'inscription afin que leurs clients puissent les voir – ce qui nuit à la concurrence entre les bourses) et de transparence du volume négocié (c.-à-d. la capacité pour les investisseurs de voir la liquidité totale et l'activité sur un titre ou un FNB).

La plupart des participants au marché soutiennent que les frais consolidés que les marchés imposent pour les données sont trop élevés, tandis que certains soutiennent que la valeur des données a augmenté en raison des changements apportés aux modèles d'affaires des entreprises intermédiaires, de sorte que les frais imposés sont justifiés.

Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission impose des règles d'affichage selon lesquelles tous les investisseurs ont accès aux données consolidées du marché des actions en temps réel. Par ailleurs, elle établit en collaboration avec les marchés des actions des modèles appropriés de tarification et de répartition des revenus. D'autres organismes de réglementation (comme les organismes européens de réglementation des valeurs mobilières et l'Organisation internationale des commissions de valeurs) examinent les enjeux liés à l'accès aux données du marché, y compris l'équité, la valeur et les frais.

Les intervenants ont signalé d'autres obstacles à l'efficacité et à la compétitivité du marché canadien, y compris les problèmes liés aux enchères en fin de séance et aux indices nationaux calculés à l'aide des seules données du marché.

Recommandation :

L'approche de l'ACVM consiste à examiner les questions relatives aux données sur le marché des actions en :

- évaluant les changements qui se sont produits dans l'utilisation et le coût des données du marché depuis l'introduction de la concurrence entre les marchés;
- évaluant si les exigences réglementaires actuelles qui contribuent à la nécessité d'utiliser les données du marché sont toujours appropriées;
- évaluant si le modèle actuel pour les données consolidées sur les marchés canadiens, y compris le rôle du traitement de l'information, continue d'être approprié.

Le Groupe de travail fait remarquer que l'ACVM, par l'entremise de la CVMO, a déjà entrepris un examen de ces questions, y compris dans le cadre de consultations informelles auprès des intervenants de l'industrie.

Le Groupe de travail recommande que l'ACVM termine son examen et entreprenne une consultation publique officielle sur le cadre réglementaire entourant le modèle de distribution des données du marché des actions et l'accès à ces données, en mettant particulièrement l'accent sur :

- un modèle de disponibilité des données du marché qui favorise l'accès équitable et rentable aux données des marchés individuels et aux données consolidées;
- la disponibilité de données consolidées en temps opportun à un coût raisonnable, spécialement pour les conseillers en placements et les petits investisseurs;
- un accès qui favorise une concurrence équitable entre les marchés et les utilisateurs et qui cherche à réduire les obstacles à la concurrence entre les bourses.

Le Groupe de travail reconnaît que les problèmes liés à l'accès aux données du marché et les solutions possibles dépendent des exigences réglementaires locales, y compris les modèles de consolidation et les modèles opérationnels des utilisateurs de données du marché. Toutefois, il est essentiel de

s'attaquer à ces problèmes pour inspirer confiance dans les marchés financiers de l'Ontario. D'autres consultations réalisées auprès des intervenants pourraient guider les éventuels changements apportés au cadre de réglementation et permettre la mise en place d'un modèle plus équitable et plus efficace pour la fourniture des données du marché. La disponibilité accrue de données du marché consolidées à bon coût pourrait améliorer la protection des investisseurs et réduire les coûts pour tous les intermédiaires. Il s'agit d'une recommandation essentielle pour uniformiser les règles du jeu entre les petits investisseurs et les investisseurs professionnels.

54. La CVMO devrait procéder à un examen des répercussions des interruptions de marchés

Certaines questions ont été soulevées au cours des dernières années relativement à l'incidence des interruptions de marchés. L'un des principaux problèmes est la capacité de faire migrer les échanges vers d'autres marchés. Cette redondance du réseau des échanges est importante pour diverses raisons, notamment pour faciliter la détermination continue des prix et faire en sorte que tous les participants au marché, y compris les petits investisseurs, puissent maintenir un accès ininterrompu aux marchés financiers canadiens.⁵⁴

Toutefois, en cas d'interruption d'un marché, la migration des opérations ne se produit pas toujours comme prévu et l'option d'exécuter des ordonnances ailleurs n'est pas toujours disponible pour tous les participants au marché. Ce problème peut être particulièrement aigu pour les petits investisseurs et leurs conseillers. Il peut y avoir différentes raisons pour lesquelles le commerce ne migre pas efficacement vers d'autres marchés, notamment l'accès aux données de tous les marchés, l'absence de messages d'annulation en provenance de la bourse touchée, la disponibilité de certains types de commandes seulement sur certains marchés et les questions opérationnelles et de gestion des risques.

Une autre question concerne l'incidence sur le prix de clôture d'un titre lorsqu'il y a une interruption de la bourse d'inscription d'un titre. Cette situation est particulièrement grave lorsque la bourse qui détermine le dernier cours est en panne et que le prix de clôture d'un titre ne peut être déterminé. Par le passé, la solution de rechange utilisée était le dernier prix de vente du titre sur le marché d'inscription. Toutefois, comme il y a plusieurs marchés, ce n'est pas une solution optimale.

Recommandation :

À la lumière de ces préoccupations, le Groupe de travail recommande que la CVMO examine les répercussions des interruptions de marché, y compris les obstacles qui nuisent à la migration immédiate des opérations entre les marchés et à l'effet des interruptions sur le prix de clôture des titres. Le Groupe de travail recommande de mettre l'accent sur les répercussions des interruptions de marché sur les petits investisseurs et de supprimer les obstacles à la migration des petites commandes vers d'autres bourses.

⁵⁴ NEO Exchange. (30 avril 2018). L'interruption des opérations du TMX le vendredi le 27 avril 2018: Un avertissement pour les marchés de capitaux canadiens et nos régulateurs. <https://www.aequitasneo.com/en/views/friday-april-27-2018-tmx-outage-a-wake-up-call-for-canadian-capital-markets-and-our-regulators>

2.6 Moderniser l'application de la loi et améliorer la protection des investisseurs

Le rôle des organismes de réglementation ne se limite pas à la surveillance. Toutefois, le rôle de la CVMO, qui consiste à veiller à ce que les participants au marché respectent les lois sur les valeurs mobilières visant à protéger les investisseurs, est essentiel pour inspirer la confiance dans les marchés financiers et attirer les investissements. Le rôle de l'application de la loi dans un organisme de réglementation moderne et efficace doit veiller à ce que les enquêtes soient menées de manière à ne pas imposer un fardeau indu aux participants au marché.

Lors de la consultation, le Groupe de travail a été informé de l'importance de faciliter l'obtention d'une indemnisation lorsque cela est justifié pour les investisseurs lésés.

Pour atteindre ces objectifs, le Groupe de travail formule un éventail de recommandations visant à moderniser l'application de la loi et à améliorer la protection des investisseurs. Des infractions nouvelles et modernes sont nécessaires pour tenir compte des réalités du marché, notamment pour empêcher que des déclarations trompeuses soient faites au sujet de sociétés ouvertes. Des outils d'enquête plus modernes sont essentiels pour faciliter les enquêtes quasi criminelles de la CVMO en donnant aux juges provinciaux le pouvoir de rendre des ordonnances de communication. Les sanctions pécuniaires maximales, qui n'ont pas été augmentées depuis 2003, empêchent l'Ontario d'emboîter le pas de ses homologues mondiaux en ce qui concerne la capacité d'imposer des amendes significatives. Les pouvoirs de recouvrement de la CVMO ne garantissent pas toujours que les mauvais joueurs condamnés remboursent leurs gains mal acquis. Le Groupe de travail propose des recommandations visant à répondre à ces préoccupations. L'élargissement de la portée et des outils réglementaires doit être équilibré de façon appropriée pour veiller à ce que les participants au marché qui participent de bonne foi au processus d'enquête aient un moyen raisonnable et transparent de soulever des questions dans le cadre des enquêtes de la CVMO.

Des améliorations sont également nécessaires pour la protection des investisseurs, notamment en désignant un organisme de règlement des différends qui aurait un pouvoir décisionnel exécutoire pour fournir aux investisseurs lésés un moyen efficace et rentable d'obtenir une indemnisation, le cas échéant.

Ces recommandations inspireraient dans l'ensemble une plus grande confiance dans les marchés financiers de l'Ontario, ce qui attirerait davantage d'investissements et stimulerait une plus forte croissance économique.

Moderniser l'application de la loi

55. Conférer à la CVMO des pouvoirs plus étendus pour geler, saisir ou protéger autrement des actifs, y compris des actifs transférés à des membres de la famille ou à des tiers à une valeur inférieure à leur juste valeur marchande

Le recouvrement des sanctions pécuniaires (sanctions administratives, redressements, coûts et paiements volontaires convenus dans le cadre d'un règlement) continue d'être difficile pour tous les organismes de réglementation, y compris la CVMO, surtout lorsque l'entreprise ou la personne sanctionnée n'est pas un participant au marché. Pour ce qui concerne les sanctions pécuniaires ordonnées au cours de l'exercice 2019-2020 par suite d'un règlement ou d'une audience de contestation, la CVMO a obtenu un taux de recouvrement moyen de 94,6 %, dont 0 % auprès des personnes qui ne participent pas au marché, qui ont été sanctionnées dans le cadre d'une audience de contestation.⁵⁵ L'une des tactiques couramment employées par les personnes qui commettent des fraudes ou qui tentent d'éviter de payer les sommes dues consiste à protéger leurs actifs contre la saisie par la CVMO en les transférant de façon inappropriée à des amis ou à des membres de leur famille à un prix inférieur à leur juste valeur marchande.

Recommandation

Pour faciliter les recouvrements, le Groupe de travail recommande ce qui suit, fondé sur les modifications apportées récemment à la *Loi sur les valeurs mobilières* de la Colombie-Britannique :

1. Pouvoirs de gel renforcés de la CVMO

À l'heure actuelle, pour que la Cour supérieure fasse appliquer une ordonnance de blocage émise par la CVMO, la CVMO doit prouver que la partie intimée a obtenu les fonds ou les biens bloqués par suite d'une infraction à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

Le Groupe de travail recommande que la CVMO soit également autorisée, sous réserve de la même autorisation et de la même surveillance par la Cour supérieure que celle qui existe actuellement pour les ordonnances de gel, à geler tous les biens, à partir de l'étape de l'enquête, en établissant que les actifs sont préservés dans le but de rembourser les investisseurs lésés ou de priver un intimé de gains mal acquis dans le cadre d'une ordonnance de redressement. Ce pouvoir étendu d'ordonnance de gel s'appliquerait où l'inconduite est intentionnelle, malhonnête ou entraîne un préjudice pour les investisseurs, y compris les infractions à l'article 25 (exercé sans inscription), à l'article 53 (placement de valeur mobilière sans accusé de réception de prospectus), à l'article 76 (délits d'initié et tuyautage) et au paragraphe 126.1(1) (fraude et manipulation du marché).

2. Pouvoir de saisir des biens transférés en deçà de leur valeur marchande

Le Groupe de travail propose également de donner à la CVMO le pouvoir de geler et de saisir les biens transférés en deçà de leur juste valeur marchande à la famille de l'intimé ou à des tiers, en utilisant les critères de maintien de la directive de gel qui existe alors, ainsi que les autres conditions décrites ci-dessus; et d'accorder à la CVMO des pouvoirs d'enquête étendus sur les transferts de biens à la famille ou à des tiers ou la réception de biens de la famille ou de tiers. Ce pouvoir couvrirait les transferts à la

⁵⁵ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. (Juin 2020). Le Rapport de gestion de la CVMO du rendement financier pour l'exercice se terminant le 31 mars 2020. https://www.osc.gov.on.ca/documents/fr/Publications/Publications_rpt_2020_osc-md-and-a_fr.pdf

famille qui pourraient avoir eu lieu avant le début de l'enquête sur l'inconduite en cause, et les transferts à des tiers qui pourraient avoir eu lieu au moment où l'inconduite en cause est survenue ou après. Certains transferts à des tiers ou à des membres de la famille sous la juste valeur marchande peuvent être exclus, comme les transferts effectués à des fins légitimes de planification fiscale ou successorale?

3. Pouvoir d'aliéner des biens gelés afin d'en préserver la valeur

En outre, la CVMO aurait, sous réserve de l'obtention d'une ordonnance du tribunal, le pouvoir d'aliéner des biens gelés afin d'en préserver la valeur lorsqu'il y a un risque que l'actif ou les biens perdent de la valeur. Cela pourrait avoir lieu avant la tenue de l'audience et l'imposition d'une sanction pécuniaire éventuelle. Le rôle de la Cour serait essentiel pour faire en sorte que ce recours extraordinaire soit utilisé de manière à assurer l'équité.

4. Responsabilité conjointe et individuelle

Le Groupe de travail recommande également que la CVMO soit autorisée à demander une ordonnance judiciaire selon laquelle les tiers ou les membres de la famille qui ont reçu un avantage en deçà de la valeur marchande à la suite du transfert soient conjointement et individuellement tenus responsables avec l'intimé de payer le moindre des montants suivants : a) les sommes prélevées imposés par la Commission ou ordonnés par le tribunal ou b) l'avantage reçu en deçà de la valeur marchande. Les tiers pourraient se défendre si, au moment du transfert, ils pouvaient prouver qu'ils avaient un lien de dépendance avec l'intimé.

5. Rôle du Tribunal dans le cadre de la nouvelle structure de gouvernance

Dans le cadre de la nouvelle structure de gouvernance de la CVMO, la directive de blocage *ex-parte* initiale et les audiences de toute demande de précision, de modification ou de révocation de la directive seraient entendues devant le tribunal de la CVMO (comme c'est actuellement le cas pour les directives de blocage de la CVMO qui sont entendues devant la Commission). La CVMO exercerait toujours ses pouvoirs de gel et de saisie à la condition qu'un tribunal prolonge la durée du gel ou de la saisie, ou rende sa propre ordonnance, après la directive initiale du tribunal.

56. Limiter l'accès aux permis de conduire et aux plaques d'immatriculation pour défaut de paiement des sommes dues ordonnées par la CVMO ou les tribunaux

Un problème en matière de recouvrement des sommes dues est que la CVMO dispose d'outils limités pour forcer le paiement de sanctions pécuniaires. En Ontario, la province pourrait limiter l'accès d'une personne à un permis de conduire ou à des plaques d'immatriculation parce qu'elle n'a pas payé les sommes dues dans certaines circonstances. Par exemple, les péages routiers impayés ou les pénalités en vertu du *Code de la route*, les ordonnances alimentaires impayées, ainsi que les taxes impayées ou la condamnation de certaines infractions liées à la livraison, à la distribution ou au transport non autorisés de produits du tabac.

Recommandation :

Le Groupe de travail propose que l'Ontario ne délivre pas ni ne renouvelle les permis de conduire et les plaques d'immatriculation des personnes qui n'ont pas acquitté les pénalités administratives, les redressements ou les paiements imposés par la CVMO, et les amendes, restitutions et indemnisations ordonnées par le tribunal. Comme de nombreuses personnes conduisent, cette proposition vise à encourager le paiement et à accroître le taux de perception des sanctions de la CVMO. Cette recommandation est fondée sur les modifications apportées récemment à la *Loi sur les valeurs mobilières* de la Colombie-Britannique.

La mise en œuvre de cette recommandation nécessite un examen attentif des mesures sur la protection des renseignements personnels qu'il pourrait être approprié de mettre en place en ce qui concerne l'échange de renseignements et exigera une coordination entre la CVMO et le ministère des Transports, y compris l'échange de renseignements sur les noms, les adresses, les numéros de permis de conduire, les renseignements sur les véhicules, etc. Comme il s'agit d'une mesure liée aux recouvrements, l'échange de renseignements imposé serait permis en vertu de l'exemption proposée dont il est question dans la recommandation 63 ci-dessus.

57. Créer une interdiction pour dissuader et poursuivre efficacement les déclarations et tentatives de déclarations fausses ou trompeuses au sujet de sociétés ouvertes

Des déclarations non corroborées ont parfois été faites publiquement en vue d'obtenir un gain financier et de l'information fausse ou trompeuse est introduite sur les marchés dans le but d'influer intentionnellement ou inconsidérément sur le cours des actions des sociétés ouvertes et d'influencer les décisions d'investissement des investisseurs. Les stratagèmes « vendre à découvert et dénigrer » qui profitent de la chute des cours des actions, tandis que les stratagèmes « pomper et liquider » qui profitent à l'opposé de la hausse du gonflement du cours des actions.

L'avènement de la technologie ces dernières années, notamment l'utilisation des médias sociaux, a changé la nature et les tactiques de ces stratagèmes. En plus d'avoir accès à un public beaucoup plus vaste, les campagnes peuvent être soutenues par de nombreuses déclarations trompeuses ou fausses faites sur une période prolongée. La Colombie-Britannique a récemment adopté une loi en vue de combattre ces stratagèmes abusifs. De nombreux commentateurs ont indiqué qu'ils appuyaient cette recommandation.

Recommandation

Le Groupe de travail recommande d'interdire dorénavant de faire des déclarations fausses ou trompeuses au sujet de sociétés ouvertes. Cette nouvelle règle faciliterait la tâche de la CVMO pour dissuader et combattre les pratiques abusives visant à influencer sur le prix des actions ou à infléchir les décisions des investisseurs, comme les stratagèmes « vendre à découvert et dénigrer » et « pomper et liquider ». L'interdiction viserait également les tentatives de faire des déclarations fausses ou trompeuses au sujet de sociétés ouvertes afin de contrer les pratiques abusives qui sont flagrantes, même si elles ne sont pas fructueuses.

L'interdiction permettrait à la CVMO de prendre des mesures d'application de la loi ciblant toute personne ou entité qui fait une ou plusieurs déclarations au sujet d'une société ouverte, lorsque ces déclarations sont connues comme étant (ou qu'il y a un mépris flagrant quant à savoir si ces déclarations sont) trompeuses ou fausses et lorsque ces déclarations, prises individuellement ou ensemble, devraient avoir une incidence sur le cours ou la valeur marchande des titres de la société publique ou des dérivés fondés sur ces titres, ou d'influencer la prise de décision d'un investisseur raisonnable à l'égard de ces titres ou produits dérivés.

Pour appliquer l'interdiction, la CVMO n'aurait pas à prouver que l'énoncé ou les énoncés ont faussé le marché (c.-à-d. qu'il n'y aurait pas d'exigence du lien de causalité). L'intention d'influencer sur le marché ou d'influencer la prise de décision d'un investisseur raisonnable serait suffisante. Cette interdiction ne vise pas les analystes qui fournissent fréquemment des points de vue écoutés sur les valeurs mobilières des émetteurs assujettis et qui peuvent omettre des faits sans l'intention de tromper. Il ne vise pas non plus à empêcher la diffusion légitime d'information publique par des analystes ou des vendeurs à découvert réputés. Le Groupe de travail reconnaît en effet que les commentaires des vendeurs à découvert réputés peuvent avoir une incidence sur la correction des titres d'un émetteur public.

58. Augmenter la valeur maximale des sanctions administratives pécuniaires à 5 millions de dollars et augmenter l'amende maximale pour des infractions à 10 millions de dollars

Après avoir tenu une audience, la CVMO peut, entre autres sanctions pécuniaires, y compris un redressement et une ordonnance de paiement des dépens, ordonner à une personne ou à une entreprise qui a enfreint les lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario de verser une pénalité administrative maximale d'un million de dollars pour chaque défaut de se conformer. Ce montant n'a pas été augmenté depuis 2003.

Une sanction d'un million de dollars ne suffirait pas à dissuader certaines sociétés inscrites ou d'autres très grosses entités, car ce montant pourrait, dans certains cas, constituer un coût d'exploitation acceptable pour de telles entreprises.

Après avoir tenu un procès, en plus de l'emprisonnement et des amendes, les tribunaux de juridiction provinciale peuvent ordonner à une personne ou à une entreprise qui a contrevenu aux lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario de payer une amende maximale de 5 millions de dollars pour des infractions quasi criminelles. Cette amende n'a pas été augmentée depuis 2003.

Recommandation

Le Groupe de travail recommande de faire passer la pénalité administrative maximale à 5 millions de dollars afin d'ajuster la sanction en vue de moderniser les lois sur les valeurs mobilières à l'inflation et à l'envergure des entreprises de l'Ontario, de la mettre en phase avec les sanctions imposées par les organismes d'autoréglementation (OAR) pour des infractions semblables et de dissuader plus efficacement les conduites abusives des grandes entreprises et les inconduites plus flagrantes.

Les sanctions administratives pécuniaires et certaines autres sommes perçues par la CVMO, énoncées dans la *Loi sur les valeurs mobilières*, pourraient être attribuées à des tiers ou utilisées par la CVMO à certaines fins précises.

Le Groupe de travail recommande que la CVMO collabore avec le ministère des Finances pour examiner la possibilité d'élargir l'utilisation de ces « fonds désignés » afin d'appuyer la réglementation des marchés financiers de la CVMO conformément à son mandat.

Le Groupe de travail recommande également d'augmenter à 10 millions de dollars l'amende maximale pour les infractions quasi criminelles. Ainsi, l'amende maximale se rapprocherait de l'amende quasi criminelle maximale proposée dans l'avant-projet de la *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux*, soit 25 millions de dollars, qui est conforme à la sanction pénale maximale de 25 millions de dollars américains semblable aux États-Unis en vertu de la Securities Exchange Act de 1934. Au Royaume-Uni, il n'y a pas de limite monétaire, tandis que la sanction pénale pécuniaire maximale en Australie est de 11,1 millions de dollars australiens.

59. Moderniser les outils d'enquête en habilitant le tribunal provincial à émettre des ordonnances de production sur les marchés de capitaux

Pour mieux protéger les investisseurs, les équipes d'enquêtes quasi criminelles de la CVMO ont besoin d'outils modernes pour obtenir les documents et les données nécessaires pour lutter contre la criminalité en col blanc et les infractions à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

À l'heure actuelle, les autorisations de perquisition judiciaire (c.-à-d. les mandats de perquisition) sont l'un des rares outils dont disposent les enquêteurs chargés de l'application de la loi pour traduire en justice les auteurs d'infractions graves sur les marchés financiers devant les tribunaux criminels. Toutefois, les dispositions relatives aux perquisitions judiciaires dont disposent les enquêteurs de la CVMO n'envisagent pas le recours à la technologie moderne pour conserver les preuves.

La criminalité financière moderne a évolué au-delà de la portée du pouvoir de délivrance de mandats de perquisition créé par la *Loi sur les infractions provinciales*, qui date de l'époque de la tenue de dossiers sur papier. Le pouvoir de délivrance de mandats de perquisition de la *Loi sur les infractions provinciales* ne confère qu'un pouvoir de recherche de « choses » telles que des documents papier et des objets. Par conséquent, pour rechercher des données dans les systèmes informatiques, il est nécessaire que les enquêteurs prennent des moyens intrusifs, perturbateurs et souvent peu pratiques de pénétrer dans les locaux et de fouiller les ordinateurs sur place ou de saisir les machines elles-mêmes. Une ordonnance de communication oblige le détenteur du dossier à rassembler ou à préparer les documents, même s'ils sont conservés hors site sur support papier ou électronique, et à les fournir aux enquêteurs, dans un certain délai fixé par le tribunal, s'il y a lieu (généralement 30 jours, mais ce délai peut être prolongé par le tribunal, le cas échéant).

Le personnel d'application de la loi de la CVMO a besoin d'outils d'enquête efficaces à l'ère numérique moderne. Les ordonnances de production sont beaucoup moins intrusives que les mandats de perquisition pour la poursuite des activités des marchés financiers, car elles n'obligent pas les enquêteurs à pénétrer dans les locaux ou à saisir des équipements essentiels, et elles prévoient un calendrier raisonnable pour se conformer à la directive du tribunal de produire des preuves. Le recours aux technologies modernes telles que les téléphones cellulaires, les services bancaires électroniques, les applications de messagerie instantanée, etc., est désormais courant, et les données de cette technologie sont la principale source de preuve dans toute enquête quasi criminelle menée en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*. La Colombie-Britannique a récemment adopté une loi qui aidera à relever ces défis en matière d'enquêtes.

De nombreux commentateurs étaient favorables à la modernisation des outils d'enquête de la CVMO dans la mesure où elle était nécessaire. Dans son rapport de consultation, le Groupe de travail avait proposé un autre outil d'enquête qui aurait donné à la CVMO des pouvoirs de contrainte accrus en vertu de l'article 13 de la *Loi sur les valeurs mobilières*. En réponse à la rétroaction des commentateurs, le Groupe de travail ne recommande pas la mise en œuvre de cette autre proposition pour le moment.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande que les juges ou les juges d'un tribunal de juridiction provinciale aient le pouvoir d'émettre des ordonnances de production afin d'obliger les entreprises et les personnes qui ne font pas l'objet d'une enquête et qui ont la possession ou le contrôle des renseignements ou des données pertinentes, à rassembler ou à préparer les documents, les dossiers ou les données électroniques applicables pour les remettre à un enquêteur autorisé. Cette recommandation est fondée sur des dispositions semblables du *Code criminel du Canada* et sur modifications récemment adoptées en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* de la Colombie-Britannique.

Les ordonnances de communication judiciaire sont nécessaires parce que les pouvoirs actuels d'autorisation de perquisition sont de moins en moins adaptés à l'obtention de preuves de transactions électroniques, de messages électroniques et de communications cellulaires qui sont la technologie clé utilisée dans la criminalité financière moderne.

Le recours aux ordonnances de communication dans les enquêtes quasi criminelles est nécessaire pour moderniser les outils d'enquête, étant donné que les renseignements ne sont plus consignés principalement sur papier dans certains bureaux. Le fait d'avoir des pouvoirs d'ordonnance de communication dans le contexte des valeurs mobilières permettrait d'harmoniser les outils d'enquête quasi criminels à la disposition des enquêteurs chargés de l'application de la loi avec ceux utilisés dans les enquêtes menées en vertu du *Code criminel*. Les ordonnances de communication (comme les mandats de perquisition) doivent être approuvées par une autorité judiciaire et ne peuvent pas l'être par le tribunal de la CVMO. Une personne ou une entreprise à qui une ordonnance de communication a été signifiée (c.-à-d. une personne ou une entreprise qui ne fait pas l'objet d'une enquête par la CVMO) est légalement tenue de produire un document requis. Toute information produite au moyen de cette ordonnance de communication ne peut être utilisée contre la personne qui a produit les documents, à moins qu'elle ait falsifié des documents, qu'elle ait menti ou induit en erreur la CVMO au moment de produire les documents.

60. Modifier les lois pour permettre des dispositions de substitution et des dispositions plus larges en matière de signification à personne et retirer l'exemption de perquisition pour les résidences privées afin qu'elles puissent être fouillées pendant la journée avec un mandat

En vertu de l'article 163 du règlement découlant de la *Loi sur les valeurs mobilières*, les sommations délivrées en vertu de l'article 13 de la *Loi sur les valeurs mobilières* doivent être signifiées à personne. Toutefois, la signification à personne à elle seule est une exigence désuète qui ne tient pas compte des solutions de rechange acceptables, particulièrement lorsqu'une personne tente de se soustraire à la signification ou lorsque, dans le cas d'un service électronique, une preuve de réception peut être présentée. La pandémie de COVID-19 en cours a également mis en évidence la nécessité de trouver des solutions de rechange raisonnables à l'exigence dépassée de la seule signification à personne. À titre d'exemple, les entreprises de serveurs de traitement ont cessé leurs activités commerciales en personne en raison des restrictions liées à la pandémie. Entraînant ainsi des complications et des retards dans la capacité de la CVMO à signifier et à faire respecter officiellement les assignations et à protéger l'intégrité des marchés financiers.

En outre, la CVMO n'a pas le pouvoir, en vertu du paragraphe 13(4) de la *Loi sur les valeurs mobilières*, de demander à un juge de la Cour de justice de l'Ontario une ordonnance autorisant la perquisition d'une résidence privée (le paragraphe 13(9) de la *Loi sur les valeurs mobilières* exclut expressément le pouvoir de fouiller une résidence privée).

Recommandation :

Afin de moderniser l'application de la CVMO, le Groupe de travail recommande des changements aux dispositions de signification à personne et à la fouille des résidences privées.

1. Permettre les dispositions de substitution et les dispositions plus larges en matière de signification à personne

Afin d'accroître la souplesse de la signification des assignations, le Groupe de travail recommande des modifications à la loi afin d'abroger l'obligation de signification à personne et de permettre plutôt la signification des assignations :

- par remise en mains propres ou par voie électronique (avec l'exigence que la remise électronique ne constitue une signification légale que si elle est confirmée par le destinataire ou si d'autres preuves de réception peuvent être apportées);
- en laissant la signification à comparaître à la dernière résidence ou à la résidence habituelle de la personne concernée, avec un occupant âgé d'au moins 16 ans;
- en autorisant la CVMO à rendre une ordonnance de signification de substitution si l'intéressé se soustrait à la signification ou si sa dernière adresse ou son adresse habituelle est introuvable ou inoccupée.
- par livraison dans le lieu d'affaires;
- par service de messagerie ou par courrier recommandé.

Des mesures de protection comme un affidavit de signification et des exigences particulières relatives à la transmission et à l'acceptation des courriels devraient être envisagées dans le cadre des modifications législatives. Ces mesures donneraient au personnel d'application de la loi de la CVMO une plus grande souplesse pour effectuer la signification aux particuliers. Une telle modernisation des

lois sur les valeurs mobilières permettrait de les harmoniser avec l'article 26 de la *Loi sur les infractions provinciales*, les Règles de procédure et formulaires de la CVMO pour les audiences de la Commission et les nouvelles dispositions en Colombie-Britannique.

2. Autoriser les ordonnances de perquisition de résidences privées avec mandat

Le Groupe de travail recommande de permettre qu'une ordonnance de perquisition soit émise par un juge de la Cour de justice de l'Ontario pour la fouille d'une résidence privée pendant la journée, notamment entre 6 h et 21 h. Une ordonnance de perquisition pourrait être émise par un juge de la Cour de justice de l'Ontario s'il est convaincu, d'après une dénonciation écrite faite sous serment, qu'il y a des motifs raisonnables de croire que :

- le lieu ou la maison d'habitation est un lieu visé par l'ordonnance autorisant une perquisition;
- l'entrée dans le lieu ou la maison d'habitation est nécessaire aux fins d'enquête en vertu de la législation sur les valeurs mobilières.

Cela donnerait plus de souplesse à la Direction générale de l'application de la loi de la CVMO pour demander des ordonnances de perquisition de résidence privée, ce qui est déjà permis dans d'autres administrations canadiennes, notamment en Colombie-Britannique, au Nouveau-Brunswick et à Terre-Neuve-et-Labrador. Cela serait également conforme à l'approche adoptée dans le cadre de l'avant-projet de loi proposé en vertu du RCMRC.

61. Codifier certaines exigences de la CVMO relatives aux normes de livraison des données pour assurer la conservation de la preuve et traiter les demandes de privilège

À l'heure actuelle, il n'existe pas d'approche normalisée quant à la façon dont les intimés doivent livrer les documents à la CVMO, y compris les documents ou les données électroniques. Le personnel d'application de la loi de la CVMO reçoit de plus en plus de productions à grand volume de données dans différents formats électroniques, ce qui a exacerbé le problème. En raison de l'absence d'une approche normalisée, les destinataires d'une assignation à comparaître, souvent des entreprises, doivent investir beaucoup de temps, de ressources et d'argent afin d'assurer une livraison appropriée des documents à la CVMO.

Recommandation :

Comme il a été mentionné précédemment, le Groupe de travail appuie le fait que le personnel d'application de la loi de la CVMO publie les Directives sur les normes de livraison de documents qui décriraient de quelle manière et dans quel format les destinataires d'une assignation à comparaître doivent livrer les documents à la CVMO. Le Groupe de travail recommande deux modifications législatives corollaires qui amélioreraient l'efficacité de ces directives.

1. Assurer la conservation de la preuve

Le Groupe de travail recommande une disposition législative expresse qui permette au personnel d'application de la loi de la CVMO d'exiger que les destinataires d'une assignation à comparaître conservent les éléments de preuve. Bien que le Groupe de travail comprenne que le personnel d'application de la loi de la CVMO demande ou ordonne régulièrement aux destinataires d'une

assignation à comparaître de protéger les documents et les dossiers en leur possession ou sous leur contrôle, ces demandes et ces requêtes ne seraient pas elles-mêmes exécutoires.

Un solide outil de réglementation, visant à s'assurer que les éléments de preuve ne sont pas (par inadvertance ou volontairement) détruits ou modifiés et permettant de prendre des mesures réglementaires s'ils sont détruits ou modifiés en raison d'une exigence de préservation, viendrait soutenir l'orientation proposée et l'intégrité des enquêtes de la Direction générale de l'application de la loi de la CVMO. Cette recommandation permettrait d'harmoniser les outils d'application de la loi de la CVMO avec ceux de l'Alberta ainsi que ceux qui sont envisagés dans l'avant-projet de loi du Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux (RCMRC).

2. Traiter les demandes de privilège

Le Groupe de travail recommande que les dispositions habilitantes de la législation sur les valeurs mobilières soient modifiées afin de donner à la CVMO le pouvoir d'établir de futures règles, au besoin, sur le processus de traitement des demandes de privilège dans les poursuites et les enquêtes ainsi que de résoudre les contestations de telles allégations. Ces règles proposées seraient assujetties au processus habituel de commentaires publics et d'approbation ministérielle et garantiraient que les processus et les procédures s'harmonisent, par exemple, avec les exigences actuelles (et futures) de la common law ou des lignes directrices du Barreau de l'Ontario sur le traitement du privilège. Les enquêtes plus vastes ou plus complexes exigent souvent d'importantes productions documentaires de la part des destinataires d'une assignation à comparaître, et des demandes de privilège en découlent.

Sans cette modification habilitante, la CVMO serait limitée dans sa capacité de régler ces problèmes, si nécessaire. Des attentes claires en ce qui concerne les questions de privilège peuvent permettre de réaliser des gains d'efficacité en ce qui concerne les enquêtes et de fournir clarté et cohérence aux destinataires d'assignation à comparaître sans porter atteinte au privilège de quelque façon que ce soit. Une règle de la CVMO pourrait tenir compte de considérations pratiques qui prévoient une progression raisonnable d'une enquête, limitant ainsi les retards injustifiés, tout en respectant le droit de chaque partie à faire des demandes de privilège dûment fondées.

62. Prévoir qu'une fois qu'un acte répréhensible a été constaté, tout montant dû à la CVMO constitue un privilège qu'elle peut enregistrer sur l'ensemble des biens des personnes nommées dans l'ordonnance de la CVMO

À l'heure actuelle, en vertu de la législation existante sur les valeurs mobilières, la CVMO n'est considérée que comme un créancier judiciaire non garanti et, par conséquent, elle se classe au-dessous des autres créanciers garantis et ses dettes n'ont aucun statut prioritaire. Tout montant prélevé par la CVMO serait utilisé pour offrir un recours aux investisseurs lésés.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande une modification visant à ajouter une disposition selon laquelle la CVMO peut enregistrer un privilège pour tout montant qui lui est dû, ce qui constituerait un droit sur l'ensemble des biens des personnes nommées dans une ordonnance, y compris sur les biens entre les

mains d'un séquestre ou d'un fiduciaire. L'ajout d'une telle disposition donnerait à la CVMO la priorité sur toutes les réclamations autres que les intérêts des garanties enregistrées et certaines réclamations légales.

Cette modification permettrait à la CVMO d'être en meilleure position pour imposer des sanctions pécuniaires et faire respecter ses ordonnances, renforçant ainsi la protection des investisseurs. Toutefois, la CVMO devrait avoir la possibilité de renoncer à son droit ou à son privilège, particulièrement lorsqu'un bien est détenu par un séquestre au profit des investisseurs.

63. Autoriser les ententes de suspension de la prescription pour permettre à la CVMO et aux intimés de convenir mutuellement de prolonger le délai de prescription pour entamer des procédures et étendre le délai de prescription pour les mesures relatives aux recouvrements

Une entente d'interruption de la prescription est une entente écrite, signée par les deux parties dans le cadre d'une procédure judiciaire, qui suspend le délai de prescription pendant une période de temps convenue. Le délai de prescription étant suspendu, les parties peuvent disposer du temps nécessaire pour répondre aux demandes de documents, négocier et régler les différends. Toutefois, à l'heure actuelle, la CVMO perd sa compétence d'entamer une procédure lorsque le délai de prescription de six ans prévu par la *Loi sur les valeurs mobilières* arrive à échéance.

Un problème en matière de recouvrement des sanctions pécuniaires peut être de déterminer les actifs en temps opportun. Cela est particulièrement difficile lorsque les intimés s'efforcent de dissimuler des actifs ou tentent de les protéger pour éviter le paiement de sommes ordonnées à la suite d'une poursuite (par exemple, les transferts à des membres de la famille en deçà de la valeur marchande auraient pu se produire avant le début de l'inconduite en cause dans l'enquête). Il peut également s'écouler laps de temps important entre l'acte répréhensible, l'enquête, l'audience et les appels, et les mesures de recouvrement prises. La CVMO pourrait être confrontée à des contestations judiciaires quant à sa capacité de prendre des mesures relatives au recouvrement en fonction du temps écoulé. Cette situation a une incidence négative sur la capacité de la CVMO de recouvrer des sanctions pécuniaires et créer des échappatoires potentielles pour les intimés afin d'éviter de payer les sommes dues.

Recommandation

Le Groupe de travail recommande de permettre à la CVMO et aux intimés de convenir mutuellement de prolonger le délai de prescription pour entamer les procédures. Cette modification préserverait le droit de la CVMO d'intenter des poursuites tout en permettant aux intimés d'avoir plus de temps pour communiquer avec le personnel d'application de la loi de la CVMO et explorer la possibilité d'un règlement.

De plus, le Groupe de travail recommande que le délai de prescription pour les mesures relatives au recouvrement soit étendu et clarifié de façon qu'il commence à la date de l'ordonnance de sanction. Dans le cas des recouvrements de biens immeubles, le délai de prescription continuerait d'être régi par la *Loi sur la prescription des actions relatives aux biens immeubles* (qui prévoit un délai de prescription de dix ans) à partir de la date à laquelle une ordonnance de sanction est imposée. Dans le cas des recouvrements liés à une somme d'argent et les biens personnels, le délai de prescription serait de dix ans à compter de la date à laquelle une ordonnance de sanction est imposée. Le recouvrement de

sanctions pécuniaires est important tant du point de vue de la dissuasion que de la protection des investisseurs.

Le Groupe de travail reconnaît le laps de temps écoulé aux processus d'enquête et de litige, en plus des enjeux liés à la dissimulation intentionnelle de biens. Tous ces facteurs peuvent retarder les efforts de recouvrement des sommes dues dans le cadre des ordonnances de la CVMO. Il est important que les contestations judiciaires fondées sur des délais de prescription ne soient pas un moyen viable d'éviter ces obligations pécuniaires. Les commentaires appuyaient les mesures visant à tenir les intimés responsables de leurs actes. Cette recommandation aiderait la CVMO à tenter des poursuites civiles, comme des poursuites de transfert frauduleux.

De plus, pour simplifier l'échange d'information afin de faciliter les recouvrements, le Groupe de travail recommande de modifier les exigences en matière de confidentialité des lois sur les valeurs mobilières afin d'éviter les demandes inutiles d'échange de renseignements imposés (renseignements qui ont été exigés de la cible d'une enquête et qui ont été ultérieurement sanctionnés) pour toutes les questions liées aux recouvrements. La CVMO pourrait ainsi participer à des programmes facilitant le recouvrement, comme sa participation actuelle au programme de compensation de l'ARC.

64. Renforcer les outils d'enquête en habilitant la CVMO à obtenir des ordonnances pour bloquer ou supprimer des sites Web et des sites de médias sociaux

Internet et les médias sociaux changent rapidement la façon dont les produits financiers sont commercialisés et distribués. Bien que l'utilisation d'Internet ait engendré de nouvelles possibilités de distribution nationale et transfrontalière pour les produits financiers, elle a aussi entraîné une augmentation rapide des arnaques en ligne, qui risquent de nuire aux investisseurs ontariens. Certains sites Web et sites de médias sociaux diffusent de l'information pour inciter les investisseurs à investir dans des manœuvres frauduleuses. Les pouvoirs d'application de la loi traditionnels, dont la conception remonte à une époque antérieure à l'apparition d'Internet et des médias sociaux, limitent la capacité de la CVMO de bloquer ou de supprimer rapidement et efficacement les sites Web ou les publications sur les médias sociaux qui sont soupçonnés d'enfreindre la loi ontarienne sur les valeurs mobilières et de nuire aux investisseurs de l'Ontario. Dans certains cas, les outils actuels, comme les avertissements et les alertes aux investisseurs émis par la CVMO, ne rejoindront pas nécessairement le public cible et pourraient ne pas être efficaces pour prévenir les préjudices aux investisseurs.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande de donner à la CVMO des outils supplémentaires pour freiner les personnes ou les entités qui semblent enfreindre la *Loi sur les valeurs mobilières*, notamment en se livrant à des activités potentiellement frauduleuses en ligne. Plus précisément, à l'instar du processus actuel pour les ordonnances de gel, le Groupe de travail recommande une modification législative donnant au tribunal de la CVMO le pouvoir d'ordonner à une personne ou à une entreprise de supprimer ou de bloquer un site Web ou son contenu lorsqu'il y a des preuves de violation ou de non-respect de la loi sur les valeurs mobilières, ou d'une infraction à cette loi. Ces ordonnances devraient être poursuivies par la Cour supérieure de justice sur avis aux parties concernées. Une personne ou une entreprise visée par ces ordonnances aurait droit à une audience devant le tribunal de la CVMO pour demander une précision, une modification ou une révocation de ces ordonnances.

Le Groupe de travail estime que cette modification permettrait à la CVMO d'intervenir plus rapidement et plus efficacement afin d'éviter les préjudices pour les investisseurs de l'Ontario. Les ordonnances finalement imposées par le tribunal devraient aider les fournisseurs de sites Web et de sites de médias sociaux à démanteler ces sites problématiques tout en atténuant leur responsabilité potentielle.

65. **Confirmer que les personnes ou les entreprises qui se conforment à une assignation à comparaître ne contreviendront à aucun contrat auquel elles sont parties et que le respect d'une assignation à comparaître de la CVMO ne constituera pas un fondement de responsabilité contractuelle à leur égard de la part de tierces parties**

Les intervenants ont récemment fait valoir la nécessité d'une modification législative afin de préciser qu'un destinataire d'une assignation à comparaître peut se conformer à une assignation de la CVMO sans enfreindre une « entente de non-divulgence » contractuelle ou un autre engagement contractuel auquel il est assujéti. Cette modification serait conforme à la common law, selon laquelle un contrat qui prétend empêcher quelqu'un de se conformer à une obligation légale est nul. Elle confirmerait également les objectifs d'application de la loi propres à une assignation à comparaître ainsi que sa priorité sur les engagements contractuels privés qui pourraient autrement entraîner des risques juridiques pour les destinataires d'une assignation à comparaître s'ils se conforment à une assignation de la CVMO.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande de clarifier l'étendue de la protection accordée aux personnes qui se conforment à une assignation à comparaître. Plus précisément, le respect d'une assignation à comparaître de la CVMO ne constituerait pas un fondement de responsabilité contractuelle à leur égard de la part de tierces parties, y compris pour toute violation de contrat découlant de la conformité.

Cette disposition devrait profiter autant aux particuliers qu'aux entreprises qui font l'objet d'une assignation à comparaître, en leur donnant l'assurance qu'ils peuvent fournir librement des renseignements à la CVMO dans le cadre d'une enquête sans craindre d'enfreindre une entente contractuelle avec un tiers ou de s'exposer eux-mêmes à une potentielle responsabilité contractuelle pour s'être conformés à une assignation à comparaître. Cette modification devrait être tout aussi avantageuse pour la CVMO, car la certitude entourant cette disposition permettrait aux enquêtes de la CVMO de progresser plus efficacement sans que les destinataires des assignations à comparaître aient à tenir compte ou à traiter de potentielles obligations ou responsabilités contractuelles.

66. Créer des interdictions pour poursuivre efficacement ceux qui facilitent les infractions à la loi ontarienne sur les valeurs mobilières

Lorsque des personnes ou des entreprises sont autorisées à aider ou à assister d'autres personnes dans la violation de la loi ontarienne sur les valeurs mobilières, en toute impunité, cela nuit à la confiance dans les marchés financiers et à la protection des investisseurs. Par exemple, une personne qui s'est volontairement fermé les yeux en vendant des valeurs mobilières frauduleuses ou qui a fourni un soutien administratif à une entreprise de vente sous pression partage une part de responsabilité dans la perpétration de ces infractions.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande une modification législative conforme au libellé de l'avant-projet de loi proposé en vertu du RCRMRC et aux récentes modifications apportées à la *Loi sur les valeurs mobilières* de la Colombie-Britannique, qui comprennent des interdictions en ce qui concerne le fait d'aider, d'être complice, de conseiller ou de conspirer en vue contrevenir à la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario. Ces interdictions permettraient de poursuivre une personne qui conseille ou aide d'une autre manière une autre personne ou entreprise à contrevenir à la loi ontarienne sur les valeurs mobilières.

Ces interdictions harmoniseraient et moderniseraient les outils d'application de la loi de la CVMO et permettraient au personnel d'application de la loi de la CVMO de poursuivre un plus grand nombre d'inconduites concernant la loi sur les valeurs mobilières afin d'accroître la protection des investisseurs et d'inspirer confiance dans les marchés financiers de l'Ontario.

67. Créer une interdiction de poursuivre efficacement des opérations en avance sur le marché

Les règles de conduite du marché et la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario interdisent les pratiques abusives qui ont une incidence sur les marchés financiers, notamment la fraude, la manipulation du marché et les délits d'initiés (qui, dans ce dernier cas, reposent sur une relation spéciale avec un émetteur). Les RUIM de l'OCRCVM traitent des opérations en avance sur le marché effectuées par des courtiers membres de l'OCRCVM.

Toutefois, ces règles ne sont pas assez larges et ne traitent pas directement de la pratique des opérations en avance sur le marché dans les cas où une personne ou une entreprise, autre qu'un courtier de l'OCRCVM, utilise à mauvais escient des renseignements qu'elle détient en raison de sa relation avec un client ou un investisseur avec lequel elle a par ailleurs un lien (un investisseur lié).

L'interdiction des opérations en avance sur le marché renforcerait encore plus la confiance envers l'intégrité des marchés financiers et réduirait le risque de préjudice pour les clients, les investisseurs liés, les autres participants au marché et les marchés financiers dans leur ensemble. Les opérations en avance sur le marché comprennent deux éléments. Le premier consiste à avoir connaissance d'une ordonnance d'un client ou d'un investisseur lié qui, si elle était rendue publique, aurait une incidence sur le prix du marché, au détriment de ce client ou de cet investisseur lié. Le deuxième consiste à agir en fonction de cette connaissance autrement que dans l'intérêt du client ou de l'investisseur lié par l'ordonnance.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande une modification législative conforme au libellé de l'avant-projet de loi proposé en vertu du RCRMRC et des RUIM de l'OCRCVM (ainsi que d'autres législations canadiennes sur les valeurs mobilières), qui comprend des interdictions concernant les opérations en avance sur le marché (et les défenses connexes). Ces interdictions permettraient de poursuivre une personne ou une entreprise qui achète ou échange des valeurs mobilières ou des produits dérivés avant son client ou un investisseur lié en sachant que l'exécution, le placement ou la divulgation de l'achat ou de l'échange envisagés par le client ou l'investisseur lié pourrait vraisemblablement avoir une incidence sur le prix du marché de la valeur mobilière ou du produit dérivé.

Cette interdiction harmoniserait et moderniserait les outils d'application de la loi de la CVMO et permettrait au personnel d'application de la loi de la CVMO de poursuivre un plus grand nombre d'inconduites concernant la loi sur les valeurs mobilières afin d'accroître la protection des investisseurs et d'inspirer confiance dans les marchés financiers de l'Ontario.

68. Droits accrus pour les personnes ou entreprises directement visées par une enquête ou un examen de la CVMO et assurance de la proportionnalité des réponses aux enquêtes de la CVMO

Les intervenants ont informé le Groupe de travail qu'il n'y a pas de processus clair pour régler les désaccords découlant des enquêtes et des examens de la CVMO et que les personnes ou les entreprises visées par une assignation à comparaître de la CVMO bénéficieraient d'une plus grande transparence sur l'ensemble du processus d'enquête. De plus, les intervenants ont indiqué qu'il est important que certaines limites s'appliquent aux réponses qui sont faites aux demandes de renseignements présentées au cours des enquêtes et des examens de la CVMO, étant donné le fardeau potentiel imposé par une enquête de la CVMO.

Plusieurs commentateurs ont appuyé ces propositions, y compris une modification qui permettrait aux personnes ou aux entreprises directement touchées par une enquête ou une assignation à comparaître de demander des précisions à la Commission.

Toutefois, d'autres commentateurs ont souligné que ces propositions pourraient avoir une incidence négative sur l'efficacité et l'intégrité des enquêtes, ainsi que sur la capacité de la Direction de l'application de la loi de la CVMO de prendre des mesures d'application de la loi en temps opportun et d'échanger des renseignements avec d'autres organismes de réglementation des valeurs mobilières.

Le Groupe de travail a formulé les recommandations suivantes dans le but de trouver un équilibre entre les préoccupations concernant la nécessité de ne pas compromettre ou retarder indûment les enquêtes en cours et confidentielles sur l'application de la loi, et la nécessité de prévoir des processus supplémentaires pour permettre aux parties concernées de soulever des questions légitimes sur la portée et l'étendue d'une enquête en cours. À cet égard, le Groupe de travail encourage la CVMO à évaluer régulièrement l'efficacité et la véracité de ces mesures supplémentaires.

Recommandation

Le Groupe de travail recommande que la transparence et l'accroissement des droits des personnes ou des entreprises directement touchées par une enquête de la CVMO soient réalisés principalement par la publication de directives préparées par le personnel d'application de la loi de la CVMO en

collaboration avec certaines parties prenantes (qui a commencé en mai 2019), sur le processus (c.-à-d. « Directives pour les enquêtes d'application de la loi » et « Directives sur les normes de livraison des documents »).

L'objectif des Directives pour les enquêtes d'application de la loi est d'assurer une plus grande transparence en ce qui concerne le processus d'enquête et l'uniformité de l'approche. Les Directives pour les enquêtes d'application de la loi donneraient un aperçu des pratiques du personnel d'application de la loi de la CVMO pendant une enquête et traiteraient des mesures visant à faciliter la coopération et l'efficacité des enquêtes, notamment :

- aviser les personnes et les entreprises qui ont fait l'objet d'une enquête lorsque celle-ci est terminée et qu'aucune mesure supplémentaire ne sera prise;
- faciliter un examen en fournissant certains documents à l'avance aux personnes auxquelles une assignation à comparaître a été signifiée, le cas échéant;
- communiquer avec les destinataires d'une assignation à comparaître ou leur avocat avant d'envoyer l'assignation à comparaître afin de discuter de délais réalistes, de préoccupations en matière de production et d'examiner les options de production pour les demandes volumineuses, complexes ou nouvelles;
- fournir un préavis aux intimés avant le début d'une instance publique en les invitant à répondre aux allégations que la CVMO entend faire.

Ces directives rendraient les pratiques d'enquête de la CVMO plus transparentes, codifieraient les pratiques exemplaires et donneraient lieu à des communications plus claires et plus rapides entre la CVMO et les participants au marché sur les questions d'application de la loi.

En ce qui concerne le personnel d'application de la loi de la CVMO qui communique avec les destinataires d'une assignation à comparaître avant de délivrer l'assignation, les résultats de ces discussions peuvent comprendre la fourniture d'un sous-ensemble de documents, l'acceptation de productions en continu, l'établissement d'un ordre de priorité pour les documents, envisager un format de production différent, repousser la date limite de production et explorer la possibilité de créer un plan de production de documents pour les demandes de production complexes ou nouvelles.

Fait important, les Directives pour les enquêtes d'application de la loi comprendraient également un cadre pour la transmission des questions liées aux assignations au premier dirigeant de la CVMO dans le cadre de la nouvelle structure (le président dans la structure actuelle), lorsque ces questions ne peuvent être résolues autrement au sein de la Direction générale de l'application de la loi de la CVMO. Le Groupe de travail appuie le chef de la direction de la CVMO dans le cadre de la nouvelle structure (le président en vertu de la structure actuelle) exigeant que la Direction de l'application de la loi de la CVMO publie des directives supplémentaires au besoin pour assurer la transparence concernant l'utilisation de ce processus de recours hiérarchique et l'expérience connexe.

De plus, à la suite de la création du nouveau tribunal d'arbitrage distinct (voir la recommandation 4 ci-dessus), le Groupe de travail recommande que le ministère des Finances, la CVMO et le comité consultatif sur le contentieux des valeurs mobilières de la CVMO déterminent s'il y a lieu de mettre en

place un mécanisme permettant aux parties de transmettre des questions liées aux assignations au-delà du chef de la direction et au nouveau tribunal d'arbitrage distinct. Ce processus pourrait être semblable à une conférence de gestion de cas en instance ou se dérouler au moyen d'une demande de conseils et d'orientation. Si un tel mécanisme de recours hiérarchique est mis en œuvre, le Groupe de travail recommande que le processus soit assujéti à des dépenses et à des délais serrés afin de réduire au minimum la possible utilisation abusive du processus et les retards concomitants dans les enquêtes.

De plus, le Groupe de travail appuie également la CVMO dans l'élaboration de « Directives sur les normes de livraison des documents » afin de codifier les pratiques exemplaires, y compris la façon et les formats de production des documents (bien que les décisions finales en matière de production incomberaient toujours au destinataire de l'assignation à comparaître). Ces directives reconnaîtraient que plusieurs défis peuvent justifier un examen nuancé des demandes de production (en particulier ceux qui concernent le calendrier, les coûts et la complexité), et intégreraient donc la flexibilité nécessaire pour adapter l'approche à la production de documents.

La CVMO fournit actuellement un avis d'exécution (qui énonce les renseignements pertinents sur les contraventions que la CVMO a l'intention d'alléguer et le fondement de ces allégations) avant la publication de l'exposé des allégations et de l'avis d'audience. (qui, ensemble, engagent des procédures publiques). Le Groupe de travail recommande que cet avis d'exécution de la loi soit envoyé au moins trois semaines avant le début des instances publiques et que les procédures relatives aux avis d'exécution (qui seront énoncées dans les Directives pour les enquêtes d'application de la loi) incluent une invitation aux intimés à répondre aux allégations que la CVMO a l'intention de faire (comme c'est le cas actuellement). À la réception d'un avis d'exécution, un intimé pourrait fournir des précisions atténuantes qui n'auraient pas été découvertes au cours de l'enquête de la CVMO ou pourrait vouloir entamer des discussions de règlement.

69. Élargir les exceptions de confidentialité en vigueur en matière de divulgation d'une ordonnance d'enquête ou d'examen ou d'une assignation à comparaître

À l'heure actuelle, conformément à la *Loi sur les valeurs mobilières*, une personne ou une entreprise est tenue de ne pas divulguer la nature ou le contenu d'une enquête, d'une ordonnance d'examen ou l'information relative à une assignation à comparaître, sauf si la divulgation est faite :

- aux conseillers de la personne ou de l'entreprise;
- à l'assureur ou au courtier d'assurance de la personne ou de l'entreprise après avoir satisfait aux critères énoncés dans la *Loi sur les valeurs mobilières*.

Certaines parties prenantes ont indiqué que des exemptions supplémentaires en matière de divulgation devraient être autorisées afin de réduire le fardeau réglementaire et le temps consacré au dépôt d'une demande officielle et à la participation au processus d'audience lorsque l'on demande une autorisation de divulgation. La majorité des commentateurs ont indiqué qu'ils appuyaient cette recommandation et plusieurs ont indiqué qu'il devrait y avoir un mécanisme pour limiter la divulgation dans des circonstances appropriées.

Recommandation

Le Groupe de travail recommande d'ajouter dans les lois sur les valeurs mobilières des exceptions au principe de confidentialité afin de permettre la divulgation dans plus de circonstances. Cela devrait se faire en préservant l'équilibre approprié entre le fait de ne pas intervenir dans les enquêtes de la CVMO et le fait de permettre la notification ou la participation précoce de toutes les parties concernées par une enquête.

Le Groupe de travail recommande d'ajouter des exceptions aux lois sur les valeurs mobilières afin de permettre la divulgation d'une ordonnance d'enquête ou d'une assignation à comparaître signifiée par la CVMO à un organisme de réglementation financière prudentielle, comme le Bureau du surintendant des institutions financières et aux organismes de réglementation équivalents, ainsi qu'à une liste étendue de conseillers comprenant des conseillers pour l'employeur de la personne, lorsque cela faciliterait la réponse aux demandes d'enquête et aux assignations à comparaître.

Dans le cadre de la nouvelle structure de gouvernance de la CVMO, le Groupe de travail recommande également que le chef de la direction ou son délégué ait le pouvoir de prendre des décisions pour permettre la divulgation dans les cas où une exception ne s'applique pas, puisque la plupart de ces décisions sont de nature courante. Cela permettrait au personnel de la CVMO de prendre des décisions efficaces, le cas échéant, permettant la divulgation au moyen d'un processus simplifié amélioré, y compris un processus accéléré pour modifier les ordonnances d'enquête ou les assignations afin de permettre une telle divulgation. Le personnel de la CVMO pourrait ainsi autoriser la divulgation, par exemple, lorsque celle-ci est nécessaire pour se conformer aux demandes de la CVMO ou pour assurer une saine gouvernance d'entreprise, comme la divulgation aux agents de la gouvernance et de la conformité internes d'une entreprise, au conseil d'administration ou au conseil d'administration ou à la haute direction de l'entreprise lorsque cette divulgation ne compromettrait pas l'enquête.

70. Préciser qu'il est interdit d'exiger la production de documents privilégiés

En common law, les intimés ont toujours le droit de refuser de ne pas produire des documents protégés et la Cour suprême du Canada a fait de cette question un droit quasi constitutionnel. Dans la pratique, la CVMO ne recueille pas de renseignements privilégiés. Néanmoins, certaines parties prenantes ont fait remarquer qu'il est nécessaire d'apporter des précisions supplémentaires indiquant que les documents protégés ne doivent en aucun cas être exigés au cours des enquêtes et des examens de la CVMO.

Recommandation

Le Groupe de travail recommande une modification législative conforme au libellé de l'avant-projet de loi proposé dans la *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* qui précise que rien dans cette loi ne doit être interprété comme ayant une incidence sur le privilège existant entre un avocat et son client en ce qui concerne les renseignements ou les dossiers qui sont assujettis à ce privilège. Le Groupe de travail souligne que les intimés peuvent choisir de partager volontairement des renseignements privilégiés avec la CVMO.

Lorsqu'une demande de privilège est contestée, le Groupe de travail recommande que les Directives sur les normes de livraison proposées par la CVMO définissent ses attentes en matière de production d'un registre des privilèges lorsqu'une allégation de privilège est faite. La date, l'auteur, le destinataire et la nature du document, ainsi que le fondement précis de la demande de privilège, pourraient figurer dans ce registre.

Améliorer la protection des investisseurs

71. Permettre à la CVMO d'être en mesure de désigner un organisme de services de règlement des différends (SRD) qui aurait le pouvoir de rendre des décisions exécutoires

À l'heure actuelle, les entreprises inscrites en Ontario sont tenues de prendre des mesures raisonnables pour veiller à ce que l'Ombudsman des services bancaires et d'investissement (OSBI) puisse servir de SRD auprès de leurs clients. Après avoir enquêté sur une plainte d'un investisseur lésé, l'OSBI effectue les analyses nécessaires conformément à sa méthode de calcul des pertes et, le cas échéant, recommande une indemnisation.

Toutefois, comme les recommandations de l'OSBI ne sont pas contraignantes, les entreprises inscrites qui ont causé du tort aux petits investisseurs refusent parfois de suivre les recommandations de l'OSBI ou offrent des règlements qui sont inférieurs aux recommandations. En outre, les investisseurs lésés pourraient être amenés à accepter des règlements moindres en raison de la probabilité qu'ils ne reçoivent rien si les recommandations de l'OSBI sont ignorées. Dans ces circonstances, la seule solution de rechange pour les investisseurs lésés consiste à recourir aux tribunaux, ce qui n'est pas toujours possible compte tenu des frais juridiques en cause et du temps qu'il faut pour obtenir réparation.

Selon le rapport annuel 2019 du Comité mixte des organismes de réglementation de l'OSBI, les clients ont reçu environ 1,04 million de dollars de moins que ce que l'OSBI a recommandé en 2018 et 2019; sur les 316 cas qui se sont terminés avec une compensation monétaire, 23 cas (environ 7 %), concernant 15 entreprises, ont été réglés en deçà des recommandations de l'OSBI.

Dans le Programme canadien d'évaluation du secteur financier : Note technique – Surveillance des intermédiaires du marché des valeurs mobilières et des produits dérivés (2019), le Fonds monétaire international a indiqué que le fait d'accorder un pouvoir exécutoire à l'OSBI permettrait d'améliorer la protection des investisseurs. Plusieurs pays offrent déjà un cadre de recours pour les investisseurs sous la forme d'un mécanisme d'ombudsman exécutoire, notamment au Royaume-Uni et en Australie. D'autres pays, comme les États-Unis, prévoient l'arbitrage comme mécanisme de recours pour les investisseurs.

Le plafond d'indemnisation recommandé par l'OSBI, qui est actuellement de 350 000 \$, n'a pas été augmenté depuis la création de l'OSBI en 1996.

Dans le cadre des consultations publiques du Groupe de travail, les intervenants ont manifesté leur appui à des mécanismes efficaces de règlement des différends qui permettent aux investisseurs d'obtenir des résultats favorables, équitables et rentables. Si l'OSBI avait le pouvoir de rendre des décisions exécutoires, les besoins exprimés par les intervenants devraient être pris en compte : améliorer la responsabilisation, élaborer un processus d'appel interne efficace et renforcer la capacité de l'OSBI de traiter des questions complexes liées aux marchés financiers.

Recommandation :

La démocratisation de l'accès aux capitaux constitue l'une des pierres angulaires des marchés de capitaux sains, tout en permettant de protéger les petits investisseurs. Établir un cadre de SRD contraignant, fiable et efficace en Ontario représenterait une amélioration notable du cadre de protection des petits investisseurs.

1. Donner à la CVMO le pouvoir de désigner un SRD doté de pouvoirs décisionnels exécutoires

Le Groupe de travail recommande la création d'une autorisation législative qui permettrait à la CVMO de désigner un SRD ayant le pouvoir de rendre des décisions exécutoires et qui autoriserait la CVMO à établir le cadre qui régirait le SRD. Ce cadre offrirait un recours aux investisseurs lésés, en particulier aux petits investisseurs qui ont été lésés, mais dont les pertes sont trop faibles pour envisager des poursuites, augmenterait la confiance des investisseurs dans les marchés financiers en garantissant que ceux-ci soient indemnisés, lorsque cela est justifié, pour les pertes financières subies par suite des transactions ou activités inappropriées du conseil d'une entreprise inscrite.

Le cadre exigerait également que le SRD se dote de processus pour assurer l'équité procédurale aux entreprises inscrites ainsi qu'aux investisseurs et qu'il prévoit un droit d'appel devant le tribunal de la CVMO. Pour veiller à ce que le cadre ne devienne indûment trop lourd, le Groupe de travail recommande qu'un appel d'une décision du SRD soit autorisé dans certaines circonstances seulement, comme lorsqu'il y a une question de droit, ou lorsque le SRD n'a pas agi conformément à ses politiques et procédures, à son mandat ou aux modalités imposées dans le cadre du régime de surveillance (voir ci-dessous). Les parties à un appel d'une décision du SRD seraient l'appelant et le SRD.

2. Choisir la meilleure approche pour le SRD de l'Ontario

L'Ontario doit disposer d'un cadre exécutoire fiable et efficace pour le règlement des différends, qui soit accessible aux petits investisseurs et accepté par les personnes ou compagnies inscrites. Pour ce faire, la CVMO devrait choisir l'une des deux options suivantes conformément à l'autorisation législative accordée à la CVMO :

- créer un nouveau SRD, c'est-à-dire un système qui serait conçu en Ontario et aurait le pouvoir de rendre des décisions exécutoires;
- améliorer l'OSBI par l'imposition d'exigences visant à renforcer davantage la structure de gouvernance de l'OSBI, la transparence publique et le professionnalisme, comme condition pour obtenir le pouvoir de rendre des décisions exécutoires.

Le Groupe de travail recommande que la CVMO reçoive le mandat de présenter au ministre, dans les six mois suivant la publication du présent rapport, un plan pour réaliser l'une de ces deux options, dans le but de mettre en place toute mesure de gouvernance améliorée requise d'ici le 1^{er} janvier 2022, et pour désigner le pouvoir exécutoire à accorder par la suite.

Quelle que soit l'option choisie, la CVMO s'efforcerait de mettre en œuvre un régime complet de surveillance du SRD. Entre autres composantes, le régime de surveillance comprendrait notamment :

- un pouvoir de veto sur la nomination des administrateurs et de l'ombudsman;

- une obligation à obtenir l’approbation de toute modification importante aux règlements administratifs, au mandat, aux frais, ou aux politiques et aux procédures du SRD qui pourrait avoir des répercussions sur l’équité procédurale pour les entreprises inscrites ou les investisseurs.

Il est également essentiel que le SRD dispose de l’expertise et de la crédibilité appropriées auprès de tous les intervenants concernés. Par exemple, pour renforcer davantage l’expertise et la crédibilité du SRD désigné quant aux questions relatives au marché dispensé, la désignation du SRD serait conditionnelle au fait que le SRD :

- dispose d’une méthode de calcul des pertes adaptée aux cas de marché dispensé;
- embauche des enquêteurs possédant une expérience en matière de marché dispensé;
- travaille avec la ou les association(s) industrielle(s) concernée(s) à l’élaboration d’un programme de formation sur les questions relatives au marché dispensé à l’intention de ses enquêteurs;
- ajoute une représentation du marché dispensé sur son conseil, compte tenu de la composition globale et de la taille du conseil.

3. Limites des ordonnances d’indemnisation du SRD

Quelle que soit l’option retenue pour établir un SRD en Ontario, le Groupe de travail recommande que le plafond pour les ordonnances d’indemnisation du SRD désigné soit de 500 000 \$ initialement, avec des augmentations subséquentes tous les deux ans en fonction du coût de la vie.

72. Exiger, dans les cas où il y a suffisamment de preuves pour établir que les investisseurs ont subi des pertes financières directes, que les montants perçus par la CVMO en vertu d’ordonnances de redressement soient distribués aux investisseurs lésés au moyen d’un processus supervisé par les tribunaux

Un processus législatif permettant la distribution des fonds récupérés aux investisseurs lésés est essentiel pour la protection des investisseurs en Ontario. Il est important que les gains mal acquis récupérés grâce aux efforts de recouvrement de la CVMO soient redistribués aux investisseurs qui ont subi un préjudice, car il est possible que les investisseurs ne puissent recouvrer indépendamment ces sommes auprès de l’intimé. Récemment, bien qu’elle ne soit pas tenue de le faire en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*, la CVMO a eu recours à un séquestre nommé par la Cour supérieure pour distribuer des fonds remis à la CVMO dans deux causes. Ces causes ont permis à la CVMO de bénéficier de l’expertise d’un séquestre dans le cadre d’un processus supervisé par les tribunaux afin de remettre plus de 6 millions de dollars à des investisseurs qui avaient été lésés par l’inconduite des intimés.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande d’exiger que les montants perçus par la CVMO dans le cadre d’ordonnances de redressement soient distribués aux investisseurs lésés au moyen d’un processus supervisé par les tribunaux, si les preuves sont suffisantes pour établir que les investisseurs ont subi des pertes financières directes.

1. Description du processus

Le processus serait supervisé par un séquestre nommé par la Cour supérieure dans le cas où des fonds importants sont disponibles pour distribution. Si les investisseurs sont peu nombreux et que les sommes mises en cause sont moindres, la Cour supérieure pourrait nommer un employé de la CVMO pour agir à titre d'administrateur. Il y aurait une exigence de publication afin que l'information relative aux distributions potentielles soit communiquée au public.

Ce modèle s'appliquerait uniquement aux montants prélevés par la CVMO. Il ne prévoit pas la distribution des pénalités administratives et des paiements volontaires aux investisseurs. Ces pénalités et paiements continueraient d'être attribués à des tiers ou utilisés à d'autres fins autorisées par la législation sur les valeurs mobilières.

Lors de la mise en œuvre de cette recommandation, la CVMO devrait établir des critères permettant de déterminer le moment où la désignation d'un séquestre serait requise ainsi que la façon de communiquer au public l'information relative aux distributions potentielles. Il sera important de veiller à ce que le processus de mise sous séquestre soit utilisé dans des circonstances où il est efficace d'y avoir recours (p. ex., pas pour des montants trop faibles ou si la preuve est insuffisante).

2. Simplifier l'échange de renseignements

Le Groupe de travail recommande de modifier les exigences en matière de confidentialité dans la législation sur les valeurs mobilières afin d'éviter les demandes inutiles d'échange de renseignements imposés (renseignements qui ont été exigés au cours d'une enquête) pour les renseignements qui sont nécessaires à la simplification du remboursement des investisseurs lésés. Cela permettrait à la CVMO d'échanger des renseignements avec le séquestre, comme des listes d'investisseurs, afin de permettre un processus de notification et de traitement des demandes plus efficace. Ce service vise à simplifier l'échange d'information afin de faciliter le retour de l'argent aux investisseurs lésés.

73. Rendre automatiquement réciproques les ordonnances de sanction, les interdictions d'opérations sur valeurs et les règlements provenant d'autres organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières et accorder à la CVMO un pouvoir simplifié de rendre des ordonnances de réciprocité en réponse aux décisions d'un tribunal pénal, d'un organisme de réglementation étranger, d'un OAR et des ordres de bourse

La plupart des administrations canadiennes, à l'exception de l'Ontario, disposent de régimes en vertu desquels les ordonnances de sanction ou les ententes de règlement d'un autre organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières s'appliquent automatiquement dans la province ou le territoire local plutôt qu'elles fassent l'objet d'une audience pour la réciprocité de l'ordonnance (réciprocité automatique). Le temps et les ressources consacrés à la « réciprocité » des ordonnances et des ententes des autres autorités canadiennes sont perçus comme un gaspillage de ressources qui entraîne des coûts supplémentaires inutiles pour la CVMO.

De même, des dispositions de réciprocité simplifiée ont été adoptées dans la plupart des administrations canadiennes autres que l'Ontario afin de permettre aux organismes de réglementation des valeurs mobilières, dans les limites de leur pouvoir discrétionnaire et sans tenir d'audience, de réciproquer des ordonnances rendues par les tribunaux, les organismes de réglementation étrangers, les OAR et les bourses (réciprocité simplifiée).

Dans le cadre des consultations publiques, le Groupe de travail a appris que cette proposition avait reçu un large appui de la part des commentateurs parce qu'elle vise une approche unifiée, simplifiée et uniforme de l'application des ordonnances et des règlements dans l'ensemble du pays et qu'elle améliore la protection des investisseurs.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande de prévoir à la fois la réciprocité automatique et la réciprocité simplifiée pour contribuer à garantir que les intimés qui ont été sanctionnés dans d'autres administrations soient tenus à l'écart des marchés financiers de l'Ontario plus rapidement et plus efficacement qu'ils ne le sont actuellement.

1. Réciprocité automatique

La recommandation de rendre automatiquement réciproques les ordonnances de sanction découlant des audiences de contestation et des règlements d'autres organismes canadiens de réglementation des marchés financiers signifie que ces ordonnances s'appliqueraient en Ontario comme si elles avaient été prises par la CVMO, sans que la CVMO doive émettre une ordonnance distincte. Le Groupe de travail ne recommande pas de faire la distinction entre les ordonnances découlant de violations des lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario et les comportements contraires à l'intérêt public. Les ordonnances réciproques pourraient, entre autres choses, imposer des restrictions ou la suspension de l'inscription, ou encore restreindre la capacité d'occuper le poste de dirigeant ou d'administrateur d'un émetteur. Les interdictions d'opérations sur valeurs d'autres organismes canadiens de réglementation des marchés financiers seraient également automatiquement réciproques.

2. Réciprocité simplifiée

En ce qui concerne les ordonnances rendues par les tribunaux concernant les marchés financiers, les organismes de réglementation des marchés financiers étrangers, les OAR et les bourses, le tribunal de la CVMO dans la nouvelle structure (ou la Commission dans la structure actuelle) serait en mesure de les rendre réciproques dans le cadre d'un mode simplifié et de son pouvoir discrétionnaire, sans que les intimés soient entendus. Lorsqu'il envisagerait de rendre une telle ordonnance en vue de la réciprocité d'une décision rendue à l'extérieur du Canada, le tribunal de la CVMO dans la nouvelle structure (ou la Commission dans la structure actuelle) procéderait à une évaluation au moment de rendre une ordonnance simplifiée et, si les circonstances le justifient, accorderait à un intimé la possibilité de se faire entendre.

3. Généralités

Cette recommandation repose sur l'idée qu'une audience équitable a déjà été accordée, ce qui rend inutile l'audience de la CVMO ou la possibilité d'être entendu. Les ordonnances ou règlements réciproques n'auraient pas d'effet automatique en Ontario à moins que la CVMO ne puisse rendre une ordonnance ou un règlement semblable. Les sanctions pécuniaires et les paiements volontaires convenus dans le cadre d'un règlement ne seraient pas soumis au principe de réciprocité. Si une ordonnance ayant automatiquement fait l'objet de la règle de réciprocité est renversée, annulée, révoquée ou autrement considérée comme étant sans effet dans la juridiction canadienne d'origine, cette ordonnance cessera de s'appliquer en Ontario.

Cette modification éliminerait la nécessité pour les entreprises ou les personnes sanctionnées dans un autre territoire de compétence de participer à une audience supplémentaire en Ontario qui impose régulièrement les mêmes sanctions ou des sanctions semblables.

4. Préserver les droits des participants au marché

Dans le cadre des changements recommandés à la réciprocité, le Groupe de travail recommande également de mettre en œuvre les exigences suivantes pour aider à préserver les droits des participants au marché. La CVMO devrait :

- publier toutes les ordonnances rendues réciproques par la CVMO;
- fournir un droit de clarification (au lieu d'un droit d'appel) devant le tribunal de la CVMO (dans la nouvelle structure, ou à la Commission dans la structure actuelle) pour les ordonnances ayant automatiquement fait l'objet de la règle de réciprocité.

74. Exemption explicite de l'accès à l'information pour les renseignements dont la divulgation permettrait d'identifier un dénonciateur

En 2016, la CVMO a mis en œuvre un programme de dénonciation afin d'encourager les particuliers à signaler d'éventuelles infractions à la loi ontarienne sur les valeurs mobilières. Dans le cadre du programme, des centaines de signalements ont été effectués, permettant ainsi à la CVMO de traiter plus rapidement les cas d'inconduite grave et de mieux protéger les investisseurs.

La protection de l'identité des dénonciateurs est essentielle pour encourager les signalements à la CVMO. À l'heure actuelle, les renseignements qui permettraient d'identifier un dénonciateur peuvent être protégés en vertu des exemptions prévues dans la *Loi sur l'accès à l'information et la protection de la vie privée* (LAIPVP), mais ce n'est pas garanti. De plus, les protections existantes qui peuvent être offertes en vertu de la LAIPVP pourraient ne pas être évidentes pour un dénonciateur potentiel.

Recommandation :

Le Groupe de travail recommande une modification législative pour offrir une protection explicite contre la divulgation de renseignements faisant l'objet d'une demande d'accès à l'information qui permettrait d'identifier un dénonciateur. Cette disposition législative permettrait d'améliorer la protection des investisseurs en assurant la pleine efficacité du programme de dénonciation de la CVMO, car les dénonciateurs auraient la certitude que leur identité en tant que dénonciateur ne sera pas divulguée à la suite d'une demande en vertu de la LAIPVP. Cette recommandation est fondée sur des modifications législatives semblables récemment adoptées en Alberta. Elle est également conforme à la protection accordée en vertu de la loi fédérale américaine aux dénonciateurs qui font des divulgations à la Securities and Exchange Commission.

Annexe : Notices biographiques des membres du Groupe de travail

Walied Soliman, président du Groupe de travail, président canadien, Norton Rose Fulbright

Walied Soliman est le président canadien de Norton Rose Fulbright (NRF). Il est également coprésident de l'équipe canadienne des situations spéciales de NRF, qui comprend la principale équipe sur les fusions et acquisitions hostiles, l'activisme des actionnaires et les réorganisations complexes au Canada. Sa pratique est axée sur les fusions et les acquisitions, les restructurations, le financement, la gouvernance d'entreprise et les produits structurés. M. Soliman a été nommé lauréat du prix Global Citizen 2019 par l'Association canadienne pour les Nations Unies. Parmi ses réalisations, mentionnons qu'en 2017, M. Soliman a été le seul avocat à figurer dans la liste Power 50 du « Report on Business Magazine » du *Globe and Mail*. Il est reconnu comme un chef de file canadien en droit des sociétés par Chambers Canada et par Lexpert Canada depuis 2016 et a été nommé l'un des 25 avocats les plus influents au Canada par le magazine *Canadian Lawyer* en 2014. Entre autres activités philanthropiques, M. Soliman est membre du conseil d'administration de la Toronto SickKids Hospital Foundation, de l'Université Ryerson et de la BlackNorth Initiative.

Rupert Duchesne, président et directeur général de Mattamy Ventures

Rupert Duchesne est actuellement le PDG de Mattamy Ventures. Il a également été président-directeur général fondateur et administrateur d'Aimia Inc. M. Duchesne a auparavant occupé des postes de direction à Air Canada et de consultant. Il est également membre du conseil d'administration du Musée des beaux-arts de l'Ontario, du Festival Luminato et du Festival international des auteurs, et auparavant il a été membre de Mattamy Group Corp, de Dorel Industries, d'Alliance Atlantis et président de la Fondation Brain Canada. Il siège au Conseil national du C.D. Howe Institute. Il est également membre de l'Ordre du Canada.

Wes Hall, fondateur et président exécutif, Kingsdale Advisors

Wes Hall est un innovateur, un entrepreneur et un philanthrope reconnu. En tant que fondateur et président exécutif de Kingsdale Advisors, il a été nommé l'un des gens d'affaires les plus influents au Canada et l'un des cinquante Torontois les plus influents. M. Hall est également propriétaire de QM Environmental, un important fournisseur de services environnementaux et industriels, de Titan Supply, un fabricant et distributeur de premier plan de produits de montage et d'usure destinés aux industries du pétrole et du gaz, de la construction et des transports, et de l'hôtel Harbor Club, Curio Collection by Hilton, l'un des principaux centres de villégiature de Sainte-Lucie. De plus, il est le fondateur et le président du Conseil canadien des chefs d'entreprise contre le racisme systémique à l'égard des Noirs et de BlackNorth Initiative, qui s'est engagé à éliminer les obstacles systémiques qui confrontent les Canadiens noirs. M. Hall est actuellement le directeur de la SickKids Foundation et membre du conseil d'administration de Pathways to Education et du Festival international du film de Toronto.

Melissa Kennedy, vice-présidente exécutive et chef des affaires juridiques, Sun Life

Melissa Kennedy est membre de l'équipe de direction internationale et commanditaire exécutive du développement durable. Elle dirige également les équipes internationales de la Sun Life chargées des affaires juridiques, de la conformité et des relations gouvernementales. Avant de se joindre à la Sun Life, elle a été première vice-présidente, avocate générale, Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, vice-présidente, CG associée, à la CIBC et chef de l'équipe de contentieux de la CVMO. En 1996, elle a été nommée par le gouvernement de l'Ontario au conseil d'administration de TVO et, en 2014, au Groupe consultatif technique sur la sécurité de la retraite de l'Ontario. Elle a auparavant coprésidé la campagne de financement de la Faculté de droit de l'Université de Toronto, est membre fondatrice du groupe canadien Legal Leaders for Diversity et a siégé aux conseils d'administration de la coentreprise de la Sun Life avec une banque d'État chinoise établie à Beijing et de la Toronto Financial Services Alliance. Melissa siège actuellement aux conseils d'administration de la Fondation Asie-Pacifique, du Soulpepper Theatre, de l'Association of Corporate Counsel, de MFS Investment Management, de Gestion Sun Life Capital (présidente) et de BentallGreenOak. En 2020, elle a occupé le poste de conseillère experte auprès du Groupe de travail canadien pour une reprise résiliente.

Cindy Tripp, associée fondatrice, ancienne directrice générale, co-directrice, Opérations institutionnelles de GMP Securities L.P.

Mme Tripp est une dirigeante des services financiers chevronnée et l'une des partenaires fondatrices de GMP Securities L.P., où elle était auparavant directrice générale, codirectrice, Opérations institutionnelles. Elle a supervisé le commerce institutionnel, le commerce de détail, les prêts de valeurs mobilières, les opérations de change et la gestion des risques. Mme Tripp est une ancienne membre du conseil d'Avante Logixx, ancienne présidente du conseil d'administration de la Bishop Strachan School, administratrice du Georgian Bay Land Trust et ancienne membre du conseil d'administration de la Toronto Financial Services Alliance.