

La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes

Une étude préparée pour le
Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières

Cristie Ford

La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes

Biographie

Cristie Ford

Cristie Ford est professeure adjointe à la faculté de droit de l'Université de la Colombie-Britannique et codirectrice, avec Mary Condon, du National Centre for Business Law. Elle est entrée en fonction à l'UBC en 2005. La professeure Ford a fait sa maîtrise en droit (2000) et fait actuellement son doctorat en sciences juridiques à la faculté de droit de l'Université de la Colombie-Britannique où elle a obtenu de nombreux prix et bourses, dont une bourse de la BC Law Foundation, une bourse d'études supérieures MacKenzie King, une bourse de doctorat du Conseil de recherches en sciences humaines, une bourse du Columbia University Public Policy Consortium et le James Kent Scholar Award (récompense la plus prestigieuse). Elle a également exercé le droit pendant six ans chez Guild, Yule and Company à Vancouver et chez Davis Polk & Wardwell à New York. Les recherches de la professeure Ford portent notamment sur le droit administratif et public comparé, la théorie et les conceptions en matière de réglementation, la réglementation des valeurs mobilières et la gouvernance d'entreprise.

La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes

Résumé

Qu'est-ce que la réglementation fondée sur des principes (RFP)?

La réglementation des marchés financiers fondée sur des principes (« RFP ») est un sujet on ne peut plus d'actualité dans de nombreux ressorts, notamment au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni. La théorie qui sous-tend la réglementation fondée sur des principes et sur des règles est bien connue. On croit généralement que la réglementation fondée sur des principes est plus souple et plus sensible au contexte, mais qu'elle offre potentiellement moins de certitude. Les règles offrent plus de certitude, mais supposent une certaine rigidité. Les défenseurs et les praticiens de la réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes prétendent qu'un cadre réglementaire adéquat permet d'éviter les problèmes théoriques associés aux principes et peut produire une réglementation « tout simplement meilleure » – c'est-à-dire une réglementation plus efficace et moins coûteuse.

Chaque système est (et devrait être) un amalgame de règles et de principes, mais un système fondé sur des principes s'attache dans la mesure du possible à des principes plutôt qu'à des règles détaillées. Sur le plan de la rédaction des lois, la réglementation fondée sur des principes se traduit par une législation comportant essentiellement des directives de nature très générale.

La RFP est aussi plus qu'une simple technique de rédaction des lois. La seule promulgation de lois fondées sur des principes sans égard à la mise en œuvre et à la méthode de réglementation ne favorisera pas une meilleure réglementation. La RFP doit s'accompagner (1) d'un plus grand recours à une réglementation fondée sur les résultats et sur la gestion, plutôt qu'à une réglementation fondée sur les processus; (2) de directives transparentes, accessibles et continues émanant des organismes de réglementation; (3) de méthodes d'intégration de l'expérience de l'industrie dans les attentes réglementaires; (4) de méthodes d'analyse aux fins d'évaluer la réussite et d'allouer des ressources; et (5) d'une surveillance rigoureuse des sociétés ouvertes et des entités réglementées fondée sur une « pyramide » d'application qui comprend des examens de conformité et des mesures d'application tant sur le plan civil que sur le plan pénal.

Les meilleures pratiques et les facteurs de succès cruciaux

Le présent rapport énumère six éléments qui revêtent une importance toute particulière quant au bon fonctionnement d'un régime réglementaire fondé sur des principes :

- **Une culture réglementaire** : Un organisme de réglementation fondé sur des principes met l'accent sur la définition de thèmes généraux. Il les énonce d'une façon souple, orientée vers les résultats, il accepte les commentaires de l'industrie et il gère efficacement les renseignements qu'il reçoit. Cela exige de l'expertise, une relation de confiance et une communication accrue avec l'industrie, la modération dans la formulation des directives administratives et le maintien de la procédure de consultation par voie d'avis et d'observations.

- **Évaluation de l'incidence sur les participants au marché :** Afin de pouvoir profiter des avantages d'une réglementation fondée sur des principes, l'industrie a besoin d'un délai raisonnable pour s'ajuster au nouveau modèle, de formation et de soutien et elle doit pouvoir se fier aux anciennes règles durant la période de transition.
- **Systèmes d'apprentissage et gestion de l'information :** Un organisme de réglementation fondé sur des principes et axé sur les résultats a besoin de renseignements afin d'être crédible lorsqu'il élabore ses directives, évalue les résultats et interagit avec l'industrie.
- **Réglementation axée sur les résultats :** Dans un environnement réglementaire fondé sur des principes, il est crucial de mettre l'accent sur les résultats plutôt que sur les processus si on veut que le système demeure souple et qu'il soit capable de tirer des leçons.
- **Crédibilité réglementaire :** Afin que ses jugements soient respectés dans un système fondé sur des principes, la conduite de l'organisme de réglementation doit être raisonnable, prévisible et souple.
- **Conservation du contrôle :** Un organisme de réglementation fondé sur des principes doit avoir le pouvoir d'adopter des règles et des directives et c'est lui (et non les tribunaux) qui doit en être le principal interprète.

Les risques et les possibilités offertes par la RFP

Le présent rapport examine le contexte dans lequel évoluent les marchés financiers canadiens et tente d'analyser les coûts et les avantages pour les divers intéressés de l'adoption d'une RFP. Un système de RFP adéquatement mis en œuvre, caractérisé par les meilleures pratiques et les facteurs de succès cruciaux susmentionnés, procurera des avantages à la majorité, sinon à la totalité des parties intéressées. Un système de RFP incorrectement mis en œuvre impose des coûts sur toute la ligne. Le présent rapport examine plus attentivement quatre questions clés qui touchent les risques et les possibilités :

- **Certitude et RFP :** L'incertitude entraîne des coûts et peut compromettre la légalité du contrôle d'application. Toutefois, la certitude a moins à voir avec la manière dont la loi est rédigée qu'avec la question de savoir si tout le monde comprend ce qu'elle signifie. Une « communauté interprétative » qui a une compréhension commune des attentes réglementaires doit exister ou doit être créée. Aux fins de contrôle d'application, les attentes réglementaires doivent être communiquées, expliquées et justifiées d'une manière régulière, transparente et compréhensible.
- **Application et RFP :** La crédibilité, notamment en matière de contrôle d'application, est cruciale pour la RFP. Le présent rapport se penche sur les défis particuliers que pose le contrôle d'application dans la RFP, particulièrement sur la question du recours à des mesures d'application pour la seule violation d'un principe. Il est impératif que l'on réponde aux

préoccupations en matière d'équité que soulève le contrôle d'application fondé sur des principes et qu'on maintienne une forte relation entre la fonction de contrôle d'application et la fonction d'adoption des politiques.

- **La RFP, un organisme national de réglementation des valeurs mobilières et le système de passeport :** La RFP peut représenter une solution pragmatique aux défis que pose l'imposition d'un régime chapeautant ou remplaçant plusieurs régimes préexistants différents. Toutefois, l'adoption d'une loi modèle fédérale fondée sur des principes ne réduit pas automatiquement les risques de divergence d'application d'un ressort à l'autre. L'uniformité dans l'application exige une infrastructure opérationnelle de communication et de surveillance. Au sein d'un système de passeport, une loi modèle fondée sur des principes fournirait aux organismes de réglementation des provinces et des territoires un point de repère qui leur permettrait d'orienter leurs propres pratiques, d'accroître l'harmonisation et de faciliter la reconnaissance réciproque entre les provinces. Sur certaines questions toutefois, elle pourrait également réduire l'incitation à l'harmonisation. Certaines différences d'approche entre les ressorts peuvent devenir acceptables, dans la mesure où chaque organisme de réglementation observe des principes communs.
- **Pouvoir, réglementation proportionnée et participation :** En vertu de la RFP, l'usage au fil du temps viendra alimenter continuellement le contenu des principes. Il s'ensuit qu'à moins que la structure réglementaire ne prévoie des occasions de participation continue par un plus vaste éventail d'intérêts, des parties plus averties exerceront davantage de contrôle sur le processus d'élaboration du contenu de ces principes. Les consommateurs et les petites et moyennes entreprises (« PME ») qui participent aux marchés des capitaux doivent être expressément pris en compte. Une stratégie qui vise à faire participer les consommateurs devrait être multidimensionnelle. Une réglementation proportionnée conjuguée à une RFP permet également d'être davantage à l'écoute des besoins des PME.

Comment structurer les lois pour englober un plus grand nombre de principes : établir un équilibre entre les règles et les principes dans la rédaction des lois

L'établissement d'un équilibre entre les règles et les principes suppose des décisions touchant les priorités et les préoccupations.

Le présent rapport propose un ensemble de considérations dont on doit tenir compte pour choisir entre les principes et les règles et compare les approches adoptées dans différents ressorts.

La RFP est différente et ne fonctionne pas comme la réglementation davantage fondée sur des règles. Voici les quatre principales différences :

- La loi est rédigée dans un langage simple et souvent restructurée substantiellement.

- Dans un système fondé sur des principes, la loi est moins détaillée et l'autorité réglementaire doit davantage la compléter grâce à ses pouvoirs d'édicter des règles.
- Même lorsqu'elle recourt davantage à des méthodes fondées sur des règles, la loi est structurée de manière à être davantage axée sur les résultats et moins axée sur les processus.
- Les approches fondées sur des principes examinées dans le présent rapport énoncent toutes des principes de haut niveau visant à guider la conduite des organismes réglementés.

En conclusion, nous formulons des recommandations suivantes. Le Canada devrait :

- Adopter en ce qui concerne la réglementation des valeurs mobilières une approche davantage fondée sur des principes.
- Aux fins de rédaction législative, élaborer un ensemble de critères qui reflètent les priorités législatives et les choix adéquats en matière de conception réglementaire afin de décider quand recourir à des règles et quand recourir à des principes.
- Aux fins de rédaction législative, élaborer un ensemble de critères qui reflètent les priorités législatives et les choix adéquats en matière de conception réglementaire afin de décider quand recourir à des règles et quand recourir à des principes.
- S'employer à développer une culture sur le plan de la réglementation qui réponde aux besoins du nouvel environnement en termes d'expertise et d'approche.
- Concevoir une structure de contrôle d'application efficace et adéquate qui se rapproche davantage de l'approche britannique que de celle, plus répressive, des États-Unis.
- Porter une attention particulière aux petites entreprises. Mettre en œuvre un régime réglementaire proportionné et axé sur les risques, offrir des cours de formation et un soutien, élaborer des mécanismes de consultation et de participation adéquats.
- Créer des façons de faciliter la participation du consommateur sur une base permanente.

La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes

Un système fondé sur des principes repose sur des organismes de réglementation spécialisés, disposant de fonds suffisants, qui se soucient de la réglementation. [...] Il est logique de simplifier la foule de règles qui existent actuellement. Mais il y aura davantage de problèmes si nous ne sommes pas prêts à nommer les personnes — et à consacrer les ressources nécessaires pour que les changements puissent fonctionner. Un système fondé sur des principes offre des possibilités de réglementation plus judicieuse — le genre de réglementation qui permet aux marchés de fonctionner plus efficacement. Mais les meilleurs principes au monde ne seront guère utiles si les responsables ne sont pas prêts à les appliquer.

James Surowiecki, « Parsing Paulson », *THE NEW YORKER* (29 avril 2008)

PARTIE 1. ANALYSE	9
Qu'est-ce qu'une « approche davantage fondée sur des principes »?	9
<i>Définition de base d'une réglementation « davantage fondée sur des principes »</i>	11
<i>Concepts liés</i>	11
Réglementation axée sur les résultats	11
Réglementation axée sur la gestion.....	13
Les « bonnes » et les « meilleures » pratiques	13
Directives administratives.....	14
Stratégies visant à accroître l'efficacité de la réglementation	15
<i>Aperçu de la situation au pays et dans d'autres ressorts</i>	16
La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique	16
L'Autorité des marchés financiers du Royaume-Uni (FSA).....	18
La réglementation relative à la négociation des instruments dérivés en Amérique du Nord	22
Meilleures pratiques et facteurs critiques de succès	22
Culture réglementaire.....	23
Impacts pour les intervenants du marché	26
Systèmes d'apprentissage et gestion de l'information	27
Réglementation axée sur les résultats	28
Crédibilité des organismes de réglementation	28
Maintien du contrôle	29
Conviendrait-il d'appliquer l'approche fondée sur des principes au Canada? Risques et avantages	30
<i>Contexte canadien</i>	30
<i>Coût et avantages des systèmes fondés sur des règles et des systèmes fondés sur des principes : analyse des intervenants et questions clés</i>	33
La certitude et la réglementation fondée sur des principes	38
Contrôle d'application et réglementation fondée sur des principes	39
Distinctions entre le régime de passeport et une autorité nationale de réglementation des valeurs mobilières.....	43
Pouvoir, réglementation proportionnée et participation	45
PARTIE 2. MISE EN ŒUVRE	49

Comment les autres ressorts ont-ils envisagé la transition vers une approche davantage fondée sur des principes?	49
Comment la législation peut-elle renfermer davantage de principes?	51
<i>Établir un équilibre entre les règles et les principes dans la rédaction des lois</i>	<i>51</i>
<i>Thèmes communs : sujets se prêtant à un traitement fondé sur les règles ou sur les principes</i>	<i>54</i>
<i>Différences significatives : divergences entre l'approche axée sur les règles et l'approche fondée sur des principes</i>	<i>58</i>
Recommandations	62
Références	63
Annexe	71

PARTIE 1. ANALYSE

Qu'est-ce qu'une « approche davantage fondée sur des principes »¹?

La réglementation des marchés financiers fondée sur des principes est un sujet de grande actualité, en théorie et en pratique, dans de nombreux ressorts, et notamment au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni².

L'exemple classique de la différence entre les règles et les principes est celui des limites de vitesse. La règle dira : « Ne roulez pas à plus de 90 km/h ». Le principe dira : « Dans toutes les situations, ne roulez pas plus vite que ce qui est raisonnable et prudent ». Ainsi, en général, les règles déterminent, à l'avance et de façon précise, quel comportement est permis. Le décideur de première ligne (en l'espèce, un agent de la paix) n'a qu'à répondre à une question de fait (« cette voiture roulait-elle à plus de 90 km/h ? »). Par contraste, dans un système fondé sur des principes, le décideur de première ligne doit également juger ce qui est permis³. Dans l'exemple de la vitesse, l'agent de la paix doit d'abord déterminer ce qu'est la conduite « raisonnable » et « prudente » dans toutes les situations et il doit déterminer si la voiture en cause était conduite de cette manière.

Les experts ont relevé les principaux avantages et désavantages théoriques respectifs des règles et des principes. Les règles sont généralement considérées comme plus précises et plus certaines, mais elles peuvent être rigides, réactionnelles et insensibles aux situations particulières. Elles peuvent également être « manipulées » et favoriser la recherche d'une « échappatoire ». Les principes sont plus souples, plus sensibles au contexte et potentiellement plus équitables, mais ils peuvent être incertains, imprévisibles et difficiles à interpréter par ceux qu'ils visent. Ils peuvent amener les organismes de réglementation à

¹ Je remercie Sam Cole, UBC Law 2010, pour son aide exceptionnelle à la recherche.

² Voir, p. ex., Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières, *Document définitif : Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières* (Ontario : Ministère des Services gouvernementaux, 2006) à la page 7 [Crawford] (« si l'on veut conférer aux marchés des capitaux canadiens un avantage concurrentiel mondial sans nuire à la protection des épargnants ni à l'équité fondamentale, il est souhaitable que la réglementation soit fondée sur des principes dans la pleine mesure possible »); Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final : Le Canada s'engage* (Toronto : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, 2006) à la page 50 [Groupe de travail] (recommande que la réglementation des valeurs mobilières soit fondée « chaque fois que [le Canada] en a l'occasion » sur « des principes réglementaires énoncés clairement qui n'ont pas besoin d'un ensemble détaillé de règles interventionnistes pour être bien appliqués »); U.S., *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure* (Washington : Département du Trésor, 2008) aux pages 106 à 116 [Projet] (recommande la fusion de la CFTC et de la SEC en un seul organisme qui adopterait l'approche fondée sur des principes de la CFTC); U.S., Committee on Capital Markets Regulation, *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation* (Cambridge, MA: 2006) (prétend que la SEC et les organismes d'autorégulation devraient adopter des procédures davantage fondées sur les risques et sur des principes); Howell Jackson, « An American Perspective on the U.K. Financial Services Authority: Politics, Goals & Regulatory Intensity », dans Lee-Jay Cho & Joonkyung Kim, eds., *Regulatory Reforms in the Age of Financial Consolidation: The Emerging Market Economy and Advanced Countries* (2006).

³ Voir Louis Kaplow, « Rules versus Standards: An Economic Analysis » (1992) 42 Duke L.J. 557 aux pages 559 et 560 [Kaplow]; Kathleen M. Sullivan, « The Supreme Court 1991 Term: Foreword: The Justices of Rules and Standards » (1992) 106 Harv. L. Rev. 22 aux pages 58 et 59 [Sullivan].

faire preuve d'arbitraire et à commettre des excès dans l'exercice de leur pouvoir discrétionnaire⁴. Les experts qui travaillent dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières, de la comptabilité et de la fiscalité ont examiné de quelle manière les règles ou les principes agissent sur le comportement de l'industrie et comment choisir entre les règles et les principes dans des situations particulières⁵. Évidemment, en réalité, les règles et les principes sont des éléments d'un continuum, non des concepts distincts. Il y a beaucoup de chevauchement et de convergence entre eux⁶, mais il est toujours possible de parler d'une approche réglementaire « davantage fondée sur des principes » ou « davantage fondée sur des règles ».

De plus, la manière dont les principes sont mis en œuvre *en pratique* est très importante. L'application influence la théorie de façon directe et indirecte. Par exemple, grâce à leur application à des situations réelles, les principes acquièrent un contenu précis sur une base constante et continue. Les décideurs peuvent également interpréter une règle « vers le haut » ou « vers le bas » (la faisant ainsi ressembler davantage à un principe ou davantage à une règle détaillée) afin de l'adapter à une situation précise. De plus, les principes, lorsqu'ils sont interprétés par de multiples êtres humains dans de multiples situations, peuvent perdre leur caractère de haut niveau et se rapprocher des règles. Ils peuvent devenir légèrement flous, dériver et changer. Par conséquent, la question de savoir, par exemple, si un système réglementaire favorise la *clarté* et la *prévisibilité* n'est pas entièrement liée à la question de savoir s'il est fondé sur des règles ou sur des principes. La véritable question consiste à savoir si l'organisme de réglementation et les entités réglementées ont une compréhension commune de ce que les règlements comportent. Il est donc très important de réfléchir attentivement à la structure par laquelle les principes seront mis en œuvre. Si elle est bien mise en œuvre, la réglementation fondée sur des principes évite les problèmes les plus importants liés aux principes en théorie et peut produire une réglementation qui est « tout simplement meilleure » – c'est-à-dire une réglementation plus efficace à un coût moindre. Par contre, une mise en œuvre improvisée peut produire un système qui est moins transparent, moins prévisible et moins équitable.

⁴ Les articles importants sont les suivants : Carol M. Rose, « Crystals and Mud in Property Law » (1988) 40 Stan. L. Rev. 577 [Rose]; Sullivan, précité, note 3; Pierre Schlag, « Rules and Standards » (1985) 33 UCLA L. Rev. 379 [Schlag]; Frederick Schauer, « The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards » (2005) 14 J. Contemp. Legal Issues 803 [Schauer, « Tyranny of Choice »]; Antonin Scalia, « The Rule of Law as a Law of Rules » (1989) 56 U. Chicago L. Rev. 1175 [Scalia]; Kaplow, précité, note 3; Duncan Kennedy, « Form and Substance in Private Law Adjudication » (1976) 89 Harv. L. Rev. 1685 [Kennedy]; Cass R. Sunstein, « Problems with Rules » (1995) 83 Cal. L. Rev. 953. Voir également Cristie Ford, « New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation » (2008) 46 Am. Bus. L. Rev. 1 [Ford, « New Governance »].

⁵ Voir p. ex., William W. Bratton, « Enron, Sarbanes-Oxley and Accounting: Rules versus Principles versus Rents » (2003) 48 Vill. L. Rev. 1023; James J. Park, « The Competing Paradigms of Securities Regulation » (2007) 57 Duke L. J. 625 [Park]; Mark W. Nelson, « Behavioural Evidence on the Effects of Principles- and Rules-Based Standards » (2003) 17 Acct. Horizons 91.

⁶ Voir, p. ex., Russell B. Korobkin, « Behavioral Analysis and Legal Form: Rules vs. Principles Revisited » (2000) 79 Or. L. Rev. 23; Neil MacCormick, « Reconstruction after Deconstruction: A Response to CLS » (1990) 10 Oxford J. Legal Stud. 539, à la page 545 [MacCormick]; Frederick Schauer, « The Convergence of Rules and Standards » (2003) N.Z.L. Rev. 303, à la page 305; Ian Ayres, « Preliminary Thoughts on Optimal Tailoring of Contractual Rules » (1993) 3 S. Cal. Interdisciplinary L.J. 1, à la page 18 [Ayres, « Preliminary Thoughts »].

Le présent rapport commence par établir une définition de base de ce qui pourrait constituer une réglementation réussie des valeurs mobilières « fondée sur des principes ». On y décrit ensuite plus en détail un certain nombre de concepts liés importants.

Définition de base d'une réglementation « davantage fondée sur des principes »

Tout système est un amalgame de règles et de principes. Dans le présent rapport, une approche de réglementation des valeurs mobilières « fondée sur des principes » est une approche qui tient d'abord compte des principes et qui se sert de principes plutôt que de règles détaillées lorsque cela est possible⁷. Sur le plan de la rédaction des lois, cela suppose que les lois comprennent davantage de directives de nature très générale. Cela suppose une approche réglementaire et législative qui ne répond pas à chaque situation nouvelle par l'ajout de nouveaux détails au droit écrit.

La réglementation « fondée sur des principes » exige également plus qu'une rédaction fondée sur des principes. Elle doit s'accompagner d'une mise en œuvre soignée. (En fait, l'exemple de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, comme nous le verrons plus loin, démontre que la rédaction législative n'est pas même une composante essentielle, la réglementation fondée sur des principes pouvant être réalisée par la seule pratique.) Comparativement à une approche fondée sur des règles ou des processus, la réglementation fondée sur des principes dépend beaucoup plus d'une réglementation axée sur les résultats et/ou sur la gestion. Elle doit être accompagnée (1) de directives et d'une communication transparente, accessible, continue, de la part de l'organisme réglementaire; (2) d'efforts visant à incorporer l'expérience de l'industrie, notamment les bonnes pratiques; (3) de méthodes d'analyse comme l'analyse des résultats et l'analyse fondée sur les risques afin d'évaluer la réussite de la réglementation et d'allouer des ressources réglementaires; et (4) d'une réglementation judicieuse recourant à une gamme d'outils constituant une « pyramide d'application ».

Il importe de ne pas rompre le lien entre la conception et la mise en œuvre. La législation fondée sur des principes, sans une attention correspondante aux questions de mise en œuvre et d'approche réglementaire, ne favorisera pas à elle seule une meilleure réglementation.

Concepts liés

Réglementation axée sur les résultats

On a beaucoup écrit sur la réglementation axée sur les résultats, les organismes de réglementation canadiens et internationaux possédant une grande expérience en ce domaine. Voici ce qui est pertinent quant au présent rapport :

- Tout comme un gouvernement pourrait élaborer et utiliser des tests de rendement afin d'évaluer la réussite de son système de réglementation, un organisme de réglementation pourrait élaborer et utiliser des tests de rendement afin d'évaluer le rendement des émetteurs de valeurs mobilières et des inscrits.

⁷ À l'instar de la FSA, il serait plus juste d'utiliser l'expression « système *d'avantage* fondé sur des principes » car aucun système n'est ou ne devrait être exclusivement fondé sur des principes ou sur des règles. Le présent rapport utilise l'expression plus courte « fondée sur des principes » par souci de lisibilité.

- Il importe de distinguer la réglementation axée sur les résultats de la réglementation axée sur les processus. La réglementation axée sur les résultats mesure le rendement par rapport aux objectifs réglementaires, alors que la réglementation axée sur les processus mesure la conformité à des exigences procédurales détaillées. La réglementation axée sur les résultats présente de l'intérêt parce qu'elle établit un lien plus direct entre objectifs réglementaires et exigences réglementaires. Elle met donc mieux à profit les ressources des organismes de réglementation et de l'industrie. Par contraste, les exigences axées sur des processus sont élaborées à l'avance par les organismes de réglementation en fonction de renseignements moins factuels, de sorte qu'il est possible qu'elles ne soient pas parfaitement adaptées aux objectifs réglementaires. La réglementation axée sur les processus est en outre susceptible de permettre aux acteurs du marché de satisfaire de manière « cosmétique » aux exigences auxquelles ils sont soumis.
- Dans le contexte qui nous occupe, la réglementation axée sur les résultats et la réglementation axée sur la gestion, définie ci-dessous, ne sont pas incompatibles. Bien qu'il existe des différences entre ces deux types de réglementation, elles confèrent toutes deux une ample marge décisionnelle aux acteurs de l'industrie (qui connaissent bien leur secteur), en leur laissant de la latitude pour concevoir des mécanismes adaptés à leur situation.
- Bien analyser les résultats peut s'avérer une tâche difficile. Fixer des objectifs clairs, adopter des critères pour évaluer les résultats et mesurer le rendement est un exercice ardu⁸. Les progrès devraient être évalués en fonction des répercussions et des résultats de haut niveau, et non seulement en fonction des extrants.
- La réglementation fondée sur des principes et la réglementation axée sur les résultats obéissent à des concepts différents et ne sauraient être amalgamées. À titre d'exemple, un système pourrait être à la fois fondé sur des règles et axé sur les résultats, mais une « réglementation fondée sur des principes et axée sur les processus » mènerait à une absurdité. Par définition, la réglementation axée sur les résultats reconnaît qu'il peut exister plus d'une méthode (c.-à-d. plus d'un processus) pour atteindre un objectif réglementaire. La réglementation fondée sur des principes est également centrée sur des exigences de haut niveau et cherche à éviter les exigences détaillées, normatives ou axées sur des processus.
- La réglementation axée sur les résultats n'est pas nécessairement une réglementation proportionnée. Comme la réglementation axée sur les processus, la réglementation axée sur les résultats, si elle se veut d'application uniforme, est susceptible d'imposer un fardeau plus lourd aux petites entreprises qui disposent de ressources limitées. Il importe d'amorcer une réflexion sur la façon de concilier les processus axés sur les résultats avec la réglementation proportionnée; la solution consiste peut-être à recourir à la réglementation axée

⁸ Voir Malcolm Sparrow, *The Regulatory Craft: Controlling Risks, Solving Problems, and Managing Compliance* (Washington: Brookings Institution Press, 2000), p. 109-122, 281-292 [Sparrow].

sur les risques, comme le fait l’Autorité des services financiers (Financial Services Authority – « FSA ») du Royaume-Uni⁹.

Réglementation axée sur la gestion

Suivant l’approche réglementaire axée sur la gestion¹⁰, l’organisme de réglementation s’emploie à adopter des mesures visant à inciter les assujettis à réaliser des objectifs socialement désirables. Il s’ensuit que le pouvoir décisionnel se déplace vers les assujettis, qui sont appelés à déterminer et à prévoir comment s’y prendre pour atteindre les objectifs voulus. Contrairement à la réglementation axée sur les résultats qui met l’accent sur l’étape finale, c.-à-d. l’atteinte des objectifs réglementaires par l’entreprise, la réglementation axée sur la gestion s’attache quant à elle à l’étape de la planification, c.-à-d. aux processus internes de vérification et de conformité de l’assujetti, dont ses programmes de contrôle, d’évaluation des risques, de formation, etc. (Les deux types de réglementation peuvent être mis en contraste avec la réglementation axée sur les processus.) Un des avantages de la réglementation axée sur la gestion est qu’elle fait participer les hauts dirigeants aux décisions touchant les processus et renforce leur responsabilité à ce chapitre.

Comme d’autres approches, la réglementation axée sur la gestion peut faire supporter des coûts élevés aux petites entreprises. Le fardeau imposé aux petits acteurs de l’industrie en exigeant qu’ils appliquent des mécanismes de contrôle complexes pourrait l’emporter sur le risque qu’une petite entreprise ou un petit émetteur en particulier représente pour les marchés ou les investisseurs¹¹. Comme nous le verrons plus loin, particulièrement dans le contexte canadien, il importe, lorsqu’on procède à des changements législatifs, de tenir compte des graves conséquences que ces changements pourraient avoir sur les petits émetteurs.

Les « bonnes » et les « meilleures » pratiques

Dans le présent rapport,

- On entend par « meilleures » pratiques, les pratiques modernes les plus rigoureuses et sans doute les plus complètes des chefs de file de l’industrie. Les « bonnes » pratiques désignent pour leur part les pratiques de l’industrie qui ont permis l’atteinte des objectifs réglementaires.
- La principale différence entre les bonnes et les meilleures pratiques, d’une part, et les « normes de l’industrie », d’autre part, est que le terme « bonnes et meilleures pratiques » concerne un processus fondamentalement dynamique, souple et évolutif. En outre, les bonnes et les meilleures pratiques constituent un moyen efficace d’atteindre les objectifs réglementaires, alors que les normes de l’industrie ne font que refléter la façon dont l’industrie fonctionne.
- Les bonnes et les meilleures pratiques de l’industrie servent à définir le contenu de la réglementation fondée sur des principes. Les normes réglementaires

⁹ La question des enjeux particuliers auxquels sont confrontés les petits émetteurs et les petits inscrits est abordée dans la partie intitulée « Pouvoir, réglementation proportionnée et participation », ci-dessous.

¹⁰ Cary Coglianese & David Lazer, « Management-Based Regulation: Prescribing Private Management to Achieve Public Goals », (2003) 37 Law & Soc’y Rev. 691.

¹¹ Voir « Pouvoir, réglementation proportionnée et participation », ci-dessous.

continuent d'évoluer et demeurent souples parce qu'elles sont définies par référence aux bonnes et aux meilleures pratiques, plutôt que par référence aux normes de l'industrie. La réglementation fondée sur des principes fournit des occasions d'apprentissage tant aux organismes de réglementation (qui en apprennent de l'industrie sur les systèmes qui fonctionnent dans différents contextes) qu'aux assujettis (qui apprennent les uns des autres).

- Les bonnes et les meilleures pratiques sont censées avoir une valeur éducative, et non une valeur contraignante. Leur application ne se veut pas uniforme. Par contre, si les organismes de réglementation se chargent de diffuser des exemples de bonnes pratiques, les assujettis risquent de conclure qu'il s'agit en fait d'exigences, axées sur des processus, obligatoires et applicables à tous¹². Cette façon de faire risque également de retirer aux entreprises la responsabilité d'élaborer leurs propres procédures, adaptées à leur situation. C'est en partie pour cette raison que certains organismes de réglementation sont d'avis que les associations industrielles, les conseils commerciaux et les consultants sont mieux placés pour diffuser les *meilleures* (par opposition aux *bonnes*) pratiques.
- En s'appuyant sur les bonnes pratiques (et plus encore si on s'appuie sur les meilleures pratiques), on risque d'assister à une augmentation incessante des exigences réglementaires. On serait alors en présence d'une réglementation « rampante », qui hausserait de facto la barre sans la protection qu'offrent la réglementation par voie d'avis et observations ou les directives données à l'avance aux entreprises. Une telle situation risque d'être particulièrement difficile pour les petites entreprises.

Directives administratives

On entend par « directives administratives » les avis émis par des organismes de réglementation en vue d'aider les assujettis à comprendre comment la loi ou les règlements seront vraisemblablement interprétés et appliqués. Dans leur sens le plus étroit, les directives sont des commentaires écrits officiels, qui accompagnent habituellement des énoncés de principe formulés par des organismes de réglementation comme la FSA. Au Canada, les politiques relatives aux normes canadiennes des ACVM sont des directives. Dans un sens moins restreint, les directives comprennent tous les renseignements diffusés par les organismes de réglementation concernant leur façon de procéder, y compris leurs discours, les lettres de « non-intervention », les lettres adressées aux dirigeants des entreprises et les décisions d'application ayant été publiées. Les directives revêtent une importance particulière dans le contexte de l'approche fondée sur des principes parce qu'elles étoffent les principes sur lesquels elle s'appuie sans qu'il soit nécessaire de recourir à un processus de réglementation détaillé ou complexe. La diffusion devrait s'effectuer dans la transparence; il s'agit de textes non contraignants.

Il peut être utile, notamment en raison de leur souplesse, de recourir aux directives pour clarifier les attentes des organismes de réglementation. Ceux-ci doivent toutefois veiller à la clarté et à la bonne gestion des directives qu'ils émettent. Sinon, les directives (au sens

¹² Voir Steven Schwarcz, « The Principles Paradox », (2008) Legal Studies Paper, n° 205 [conservé par Duke Law School] [Schwarcz].

large du terme) pourraient prendre de trop nombreuses et diverses formes et être de ce fait difficiles à interpréter. Dans un tel cas, on offrirait, non pas plus, mais moins de transparence et de certitude aux acteurs de l'industrie¹³. Faute de clarté, les organismes de réglementation pourraient se faire reprocher de prendre les acteurs de l'industrie par surprise lorsqu'ils prennent position sur une question particulière et pourraient, dans un tel contexte, faire face à des problèmes d'ordre procédural lorsqu'ils appliquent la réglementation. À l'inverse, les organismes de réglementation pourraient, en réponse à la soif de certitude de l'industrie, judiciariser à outrance leurs directives, ce qui compromettrait la flexibilité de la réglementation fondée sur des principes.

Stratégies visant à accroître l'efficacité de la réglementation

- *Réglementation axée sur les risques* : La notion générale de réglementation axée sur les risques est dans l'ensemble bien comprise. Les nuances qu'elle comporte débordent du cadre du présent rapport. Dans le contexte qui nous occupe, le terme désigne l'approche réglementaire consistant à utiliser des analyses du risque pour déterminer de façon proactive quels acteurs du marché devraient faire l'objet de la surveillance la plus étroite parce qu'ils compromettent davantage la réalisation des objectifs réglementaires. Cette méthode vise à répartir de façon efficace les ressources des organismes de réglementation. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, qui compte parmi les organismes de réglementation ayant adopté une approche axée sur les résultats, a publié ses critères de risque¹⁴.

Il n'y a pas de lien direct entre la réglementation axée sur les risques et la réglementation fondée sur des principes. En fait, le temps n'est peut-être pas encore venu d'associer les deux approches¹⁵, mais l'analyse de risque est néanmoins un outil pouvant permettre aux organismes de réglementation, dont la démarche se fonde sur des principes, de veiller à ce que, dans l'ensemble, ses interventions et ses directives tiennent compte des véritables problèmes du marché et constituent une réponse proportionnée et rationnelle. Comme nous le verrons plus loin¹⁶, l'approche axée sur les risques qu'applique la FSA a également des incidences en ce qui touche la réglementation des petites entreprises.

¹³ Black, Julia, *et al.*, « Making a Success of Principles Based Regulation », (2007) 1(3) L. & Financial Markets Rev. 191 [Black, « Making a Success »].

¹⁴ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, News Release/Communiqué, « La CVMO publie les critères fondés sur les risques afin de favoriser la transparence et d'éduquer les participants au marché » (19 décembre 2002), à l'adresse : CVMO
< http://www.osc.gov.on.ca/Media/NewsReleases/2002/nr_20021219_osc-risk-based.jsp?lang=fr >; Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Avis au personnel/Staff Notice 11-719, « A Risk-based Approach for More Effective Regulation » (2002), à l'adresse : CVMO
< http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part1/sn_20021218_11-719_effective-reg.pdf >.

¹⁵ Mary Condon, « Risk-Based and Principles-Based Regulation » (communication présentée lors de l'assemblée annuelle conjointe de l'Association canadienne de droit et société et de la Law & Society Association (US), Montréal, 30 mai 2008) [non publiée].

¹⁶ Voir « L'Autorité des marchés financiers de la Grande-Bretagne », ci-dessous.

- *La pyramide d'application* : Comme la réglementation axée sur les risques, le concept de pyramide d'application est généralement assez bien compris, même si son application peut être complexe¹⁷. L'idée de base est que les organismes de réglementation devraient recourir à l'intervention la moins coercitive possible pour réaliser leurs objectifs. Des examens de conformité et des suivis périodiques, des mises en garde, de la publicité, etc., suffisent pour inciter la plupart des assujettis (la tranche inférieure et la plus grande de la pyramide), qui sont généralement bien intentionnés et passablement compétents, à se conformer aux normes ou les persuader de le faire. Plus les entreprises sont difficiles ou intraitables, plus leur nombre décroît, et plus la sévérité des sanctions dont elles font l'objet augmente. Cela atténue la pression sur les ressources dont disposent les organismes de réglementation pour prendre des mesures d'application visant à faire respecter la réglementation et leur permet de réserver les mesures les plus agressives aux cas qui le justifient.

Pour être crédible, l'organisme de réglementation qui a recours à la pyramide d'application doit être en mesure de détecter les conduites problématiques et les cas de non-conformité, et de faire la distinction entre de tels cas et les simples erreurs et les déficiences du marché. Des études récentes semblent démontrer l'efficacité de la stratégie de la « riposte graduée », suivant laquelle l'organisme de réglementation fait d'abord appel à la collaboration et gravit ensuite les échelons de la pyramide en appliquant des sanctions qui reflètent les réponses de l'assujetti¹⁸. La pyramide d'application vise à faire en sorte que les mesures d'application soient proportionnées et raisonnables, et à ce que les principes évoluent de façon appropriée.

Aperçu de la situation au pays et dans d'autres ressorts

On trouvera ci-après une description succincte des approches davantage fondées sur des principes qu'ont adoptées, en matière de réglementation des valeurs mobilières, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (« BCSC ») et la FSA ainsi que celles sur lesquelles se fondent les règlements nord-américains sur les instruments dérivés.

La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique

En 2004, après avoir effectué des études d'impact de la réglementation et procédé à des consultations publiques¹⁹, l'Assemblée législative de la Colombie-Britannique a présenté un projet de loi visant à établir une loi provinciale sur les valeurs mobilières novatrice,

¹⁷ John Braithwaite, *To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety* (Buffalo, NY: State University of New York Press, 1985); Ian Ayres & John Braithwaite, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate* (Oxford: Oxford University Press, 1992).

¹⁸ Christine Parker & Vibeke Lehmann Nielsen, « Testing Responsive Regulation in Regulatory Enforcement » (communication présentée lors de l'assemblée annuelle conjointe de l'Association canadienne de droit et société et de la Law & Society Association (US), Montréal, 29 mai 2008) [non publiée].

¹⁹ Les études d'impact de la réglementation, les résultats des consultations publiques et d'autres documents relatifs au projet de loi 38 peuvent être consultés sur le site Internet de la commission des valeurs mobilières de la C.-B., à l'adresse <<http://www.bpsc.bc.ca/instruments.aspx?id=1894>>.

fondée sur des principes²⁰. Le projet de loi 38 et les projets de règlements et de règles connexes (collectivement désignés le « modèle de la C.-B. ») auraient été en Amérique du Nord le régime des valeurs mobilières faisant le plus nettement appel à l'approche fondée sur des principes. Les caractéristiques du modèle de la C.-B. — un texte législatif clair, une structure législative simple, des dispositions et des pratiques axées sur les résultats, un code de conduite pour les courtiers et les conseillers — sont examinées plus en détail ci-dessous²¹.

Pour justifier son approche, la BCSC a fait valoir que les exigences normatives ne mettent pas l'accent là où elles le devraient en ce sens qu'elles incitent les entreprises à se centrer sur le respect de normes particulières plutôt qu'à exercer leur jugement au mieux des intérêts de leurs clients et des marchés. Des exigences détaillées en mode « descendant » figent le système de réglementation en un bloc de pratiques uniformisées, censées convenir à l'ensemble de l'industrie à une époque donnée. Par contraste, soutenait la BCSC, la réglementation fondée sur des principes, qui s'appuie sur les leçons tirées de l'expérience des acteurs du marché, favorise l'innovation, allège le fardeau réglementaire et offre des garanties de souplesse²². La BCSC faisait aussi valoir que la réglementation serait davantage respectée si les règles étaient moins nombreuses, faciles à comprendre et adéquatement diffusées²³.

Le projet de loi 38, la nouvelle loi proposée par le gouvernement de la Colombie-Britannique, a reçu la sanction royale le 13 mai 2004²⁴, mais n'est pas entré en vigueur comme prévu²⁵. La BCSC a plutôt choisi de se tourner vers le régime de passeport²⁶. Quoiqu'il en soit, la BCSC est maintenant d'avis que [TRADUCTION] « l'aspect le plus important de la réforme réglementaire tient au fait qu'on modifie la façon dont [les organismes de réglementation] *appliquent* la législation sur les valeurs mobilières »²⁷. Elle souligne que « bien que la loi de 2004 ne soit pas en vigueur, la BCSC a modifié ses processus réglementaires et son approche sensiblement de la même façon [qu'elle] l'aurait

²⁰ Projet de loi 38 (Bill 38), *Securities Act*, 5th Sess., 37th Parl., Colombie-Britannique, 2004 (sanctionné le 13 mai 2004), art. 203 [projet de loi 38]. Le projet de loi 38, les recherches et les autres documents connexes peuvent être consultés sur le site Internet de la BCSC à l'adresse <http://www.leg.bc.ca/37th5th/3rd_read/gov38-3.htm>.

²¹ Voir « Meaningful Differences: How Rules- and Principles-Based Approaches to Drafting Differ » *supra*.

²² British Columbia Securities Commission, *New Proposals for Securities Regulation* (British Columbia: A New Way to Regulate, 2002), à l'adresse : <http://www.llbc.leg.bc.ca/public/PubDocs/bcdocs/353958/bcsc_proposals2002_report.pdf> [*New Proposals*].

²³ British Columbia Securities Commission, *New Concepts for Securities Regulation* (British Columbia: A New Way to Regulate, 2002), à l'adresse : <http://www.llbc.leg.bc.ca/public/PubDocs/bcdocs/351209/New_Concepts.pdf> [*New Concepts*].

²⁴ Projet de loi 38 (Bill 38), 5th Sess., 37th Parl., n^{os} 72, 73 (sanctionné le 13 mai 2004), à l'adresse : <<http://www.leg.bc.ca/37th5th/votes/v040513.htm>>.

²⁵ Les *Securities Amendment Acts*, d'une portée plus limitée, ont été adoptées par l'Assemblée législative de la Colombie-Britannique en mai 2006 et novembre 2007. Elles traitent notamment de la coopération intergouvernementale et du régime de responsabilité civile relatif au marché secondaire.

²⁶ British Columbia Securities Commission, Communiqué de presse, « Securities laws to be harmonized across Canada » (10 février 2006), à l'adresse : BCSC <<http://www.bsc.bc.ca/release.asp?id=2944>>.

²⁷ British Columbia Securities Commission, *Moving ahead with regulatory reform in British Columbia*, (mars 2005), à l'adresse : BCSC <http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/Moving_Ahead.pdf> [italiques ajoutés].

fait sous le régime de la loi de 2004 »²⁸. Comme la FSA, la BCSC s'appuie sur l'analyse axée sur les résultats sur le plan des pratiques.

L'Autorité des marchés financiers du Royaume-Uni (FSA)

La FSA est un leader reconnu en matière de réglementation fondée sur des principes. L'approche de la FSA s'inspire de la réforme réglementaire entreprise à la même époque au Royaume-Uni, axée sur « les principes d'une bonne réglementation » : proportionnalité, cohérence, transparence et ciblage²⁹. Sa loi habilitante, la *Financial Services and Markets Act 2000* (« FSMA ») met l'accent sur ces priorités³⁰. Mis à part cette loi, le principal document auquel doivent se référer les acteurs du marché sous la surveillance de la FSA est le *FSA Handbook*³¹. Les principales caractéristiques de l'approche réglementaire de la FSA sont les suivantes :

- Une structure *hybride, fondée à la fois sur des règles et des principes*, privilégiant autant que possible l'application des principes. En 1998, la FSA a décidé, par souci de continuité, qu'elle conserverait et maintiendrait dans la mesure du possible la documentation et les règles existantes³². Au cours des années qui ont suivi, elle a remplacé une grande partie des règles détaillées dont elle avait hérité par des exigences de haut niveau énoncées de façon succincte et souvent complétées par des directives portant sur l'application de la réglementation³³. La FSA estime que le travail n'est pas terminé et que le *Handbook* [TRADUCTION] « s'appuiera de plus en plus sur des principes et sur des règles axées sur les résultats plutôt que sur des règles détaillées prévoyant comment atteindre les résultats »³⁴. En disant de son approche qu'il s'agit simplement d'une « approche davantage fondée sur des principes », ce chef de file de l'industrie reconnaît également qu'aucun régime législatif ne repose sur une seule approche et que pour être adéquate la réglementation doit reposer sur une combinaison de règles et de principes³⁵.
- *Consultation*. Suivant la FSMA, la FSA doit tenir des consultations auprès des spécialistes en services financiers (c.-à-d. les inscrits) et des clients des services

²⁸ British Columbia Securities Commission, *History of the 2004 BC Securities Legislation* (2004), à l'adresse : BCSC <<http://www.bcsc.bc.ca/instruments.asp?id=1894>>.

²⁹ UK, Better Regulation Task Force, « Principles of Good Regulation » (Londres: 2003), à l'adresse : BRC <<http://archive.cabinetoffice.gov.uk/brc/upload/assets/www.brc.gov.uk/principles.pdf>>.

³⁰ *Financial Services and Markets Act 2000* (U.K.), 2000, ch. 8, par. 2(2), 2(3) [FSMA].

³¹ *FSA Handbook* (UK). Ce manuel contient des principes de réglementation à l'intention des entreprises (Principles for Business), qui sont exposés dans le document annexé au présent rapport.

³² UK, Financial Services Authority, Consultation Paper, n° 8, *Designing the FSA handbook of rules and guidance* (Londres: 1998), p. 4-6, 11, à l'adresse : FSA <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/CP08.pdf>> [Designing].

³³ Entre 2002 et 2005, par exemple, la FSA a simplifié et réorganisé les règles visant les entreprises inscrites : leur longueur a été réduite de 40 % et six principes afférents à l'inscription à la cote ainsi qu'une directive ont été ajoutés. UK, Financial Services Authority, *Better Regulation Action Plan: What we have done and what we are doing* (Londres: 2005), p. 7, à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/better_regulation.pdf> [Better Regulation].

³⁴ UK, Financial Services Authority, *Principles-based regulation: Focusing on the outcomes that matter* (Londres: 2007), p. 2, à l'adresse : FSA <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>> [Focusing].

³⁵ Il sera davantage question de la place qu'occupent respectivement les règles et les principes plus loin.

financiers, constituer un groupe de spécialistes en services financiers (*Practitioner Panel*) et un groupe de clients des services financiers (*Consumer Panel*) et prendre en compte leurs observations³⁶. La FSA a effectivement tenu des consultations sur divers sujets, dont la question de savoir comment simplifier les règles portant sur ses rapports avec les clients de détail et comment simplifier et améliorer les dispositions existantes en matière de blanchiment d'argent³⁷. La FSA a en outre élaboré ses directives — notamment celles qui concernent les transactions effectuées avant la réalisation de recherches sur les investissements — avec la collaboration des acteurs des marchés financiers³⁸. La FSA tient également des consultations sur plusieurs aspects de ses propres activités³⁹.

- *Réglementation axée sur la gestion.* La FSA a par ailleurs fait passer à l'industrie une partie de la responsabilité de trouver de nouvelles approches — par exemple, en incitant les acteurs de l'industrie à proposer une solution crédible en ce qui concerne la question des conflits d'intérêts découlant des accords de rétrocession des courtages en nature et des conventions de services de courtage groupés⁴⁰. Pour la FSA, un régime réglementaire bien conçu [TRADUCTION] « reconnaît les responsabilités qui reviennent à juste titre aux consommateurs eux-mêmes et celles qui relèvent de la direction des entreprises ». Cette approche lui permet de se tourner vers une approche axée sur l'avenir et de devenir proactive, et, de plus en plus, d'affecter ses ressources à des [TRADUCTION] « interventions en amont plutôt qu'après le fait »⁴¹.
- *Réglementation axée sur les risques.* La FSA utilise la méthode ARROW (ou ARROW II) [Advanced Risk-Responsive Operating FrameWork — Cadre d'évaluation étendue du risque] pour [TRADUCTION] « établir l'ordre de priorité des risques [au regard de ses objectifs législatifs], prendre des décisions éclairées quant aux interventions réglementaires et, de pair avec une évaluation des coûts et avantages associés à l'utilisation d'autres outils réglementaires, aider à prendre des décisions concernant l'affectation des ressources ». La FSA adopte une « approche différenciée » en matière de surveillance suivant laquelle elle consacre moins de ressources à la surveillance des entreprises « à faible

³⁶ FSMA, *supra*, note 30, art. 8-11.

³⁷ UK, Financial Services Authority, *Better Regulation Action Plan: Progress Report* (Londres: 2006), p. 8, à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/2660_Action_plan.pdf>.

³⁸ *Better Regulation, supra*, note 33, p. 8.

³⁹ Elle a notamment tenu des consultations sur la possibilité de simplifier ses propres guides concernant l'application de la législation et le processus décisionnel. UK, Financial Services Authority, Consultation Paper, n° 07/2, *Review of the Enforcement and Decision making manuals* (Londres: 2007), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_02.pdf>. La FSA a en outre constitué un groupe de spécialistes des petites entreprises (*Small Business Practitioner Panel*) pour [TRADUCTION] « la renseigner sur l'incidence globale de la réglementation et des politiques de la FSA sur les petites entreprises, lesquelles sont susceptibles d'avoir des effets disproportionnés à leur égard ». UK, Financial Services Authority, *First Annual Report of the FSA Small Business Practitioner Panel (SBPP)* (Londres: 2000), online: FSA <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/SBPP01.pdf>>.

⁴⁰ *Better Regulation, supra*, note 33, p. 7.

⁴¹ UK, Financial Services Authority, *A new regulator for the new millennium* (Londres: 2000), p. 3-4, à l'adresse : FSA <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/P29.pdf>> [*New Regulator*].

résonnance sur le marché »⁴³. Cela signifie également que la FSA n'applique pas un régime de « défaillance zéro »⁴⁴.

- En matière de réglementation axée sur les risques, la FSA a en outre adopté une approche *proportionnée*. Ainsi, en raison de leur très grand nombre et parce que, prises individuellement, elles posent un risque relativement peu élevé pour les consommateurs, la FSA exerce une surveillance moins étroite sur les petites entreprises que sur les grandes et exige d'elles des réponses moins structurées et détaillées⁴⁵.
- *Réglementation axée sur les résultats*. Les objectifs législatifs de la FSA et les principes régissant une bonne réglementation se traduisent dans trois (auparavant quatre) objectifs stratégiques : aider les clients de détail à effectuer des opérations équitables, prendre des mesures pour que les marchés soient efficaces, ordonnés et équitables, doter la FSA de moyens accrus et augmenter son efficacité. La FSA mesure son efficacité au regard de neuf résultats de haut niveau liés à ces trois objectifs stratégiques, de deux mesures d'activités de « moins haut » niveau et de mesures des processus. Pour ce faire, elle compte sur d'importants systèmes et structures — notamment, des sondages et des paramètres de mesure (dont certains existaient déjà et d'autres ont été créés pour faciliter l'application de la réglementation axée sur les résultats)⁴⁶. Les rapports entre la FSA et les acteurs de l'industrie s'inscrivent eux aussi dans une démarche axée sur les résultats, comme en témoigne la règle voulant que les clients soient traités de façon équitable (*Treating Customers Fairly initiative*)⁴⁷.
- *Contrôle d'application* uniforme. Le régime de contrôle d'application de la FSA diffère sensiblement du régime américain⁴⁸. La FSA recourt moins souvent que

⁴³ Voir, de façon générale, UK, Financial Services Authority, *The FSA's risk-assessment framework* (Londres: 2006), à l'adresse : FSA < http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/bnr_firm-framework.pdf>; Voir également UK, Financial Services Authority, « Operating framework », à l'adresse : FSA <<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/Approach/Framework/index.shtml>>; également : *New Regulator*, *supra*, note 41, p. 15.

⁴⁴ Hector Sants, « Recent Market Events and the FSA's Response » (Observations formulées pendant le dîner IMA AGM du 20 mai 2008), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0520_hs.shtml>.

⁴⁵ Voir, à titre d'exemple, Lesley Titcomb, « Supervision of small firms » (Communication présentée à l'Association of Professional Compliance Consultants, 5 mars 2008), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0305_lt.shtml>.

⁴⁶ U.K., Financial Services Authority, *How we evaluate our performance – the Outcomes Performance Report and developments in our approach since 2002* (Londres: 2007), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/evaluate_OPR.pdf>.

⁴⁷ U.K., Financial Services Authority, *Treating customers fairly – towards fair outcomes for consumers* (Londres: 2006), p. 11-13, à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/tcf_towards.pdf>.

⁴⁸ Voir, de façon générale, U.K., Financial Services Authority, *Enforcement Annual Performance Account 2006/07* (Londres: 2007), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar06_07/enforcement_progress.pdf> [*Enforcement Annual*].

la SEC américaine à un contrôle d'application formel et ses sanctions sont moins sévères⁴⁹. Plutôt que d'axer son action sur un contrôle d'application a posteriori, la FSA s'efforce de maintenir des relations ouvertes et des rapports de collaboration avec les entreprises basés sur le dialogue, la surveillance proactive et la promotion de la conformité⁵⁰. De manière significative, la FSA est également prête à prendre des mesures d'application pour sanctionner la violation d'un principe (sans qu'il y ait nécessairement manquement à une règle précise), et s'attend à ce que de tels cas se présentent plus souvent à l'avenir⁵¹. Margaret Cole, directrice du contrôle d'application, fait ressortir la valeur de ce type de mesures pour arriver à une « dissuasion crédible »⁵².

La FSA estime que son approche se distingue nettement de la dérèglementation, de l'impartition ou de l'allègement de la réglementation. Selon John Tiner, l'ancien directeur général de la FSA, l'approche fondée sur des principes adoptée par son organisme se caractérise par l'importance accrue de la communication, la clarification et la rationalisation des sujets abordés dans le manuel de la FSA, le renforcement de l'approche axée sur les risques et la réduction des coûts associés à la réglementation⁵³. Il soutient que la réglementation fondée sur des principes est tout simplement une « meilleure » réglementation, c'est-à-dire qu'elle permet tout à la fois (1) d'augmenter les chances d'atteindre les résultats législatifs escomptés; (2) de diminuer les coûts; et (3) de favoriser la concurrence et l'innovation⁵⁴. Dans la foulée de la nationalisation de Northern Rock et de la crise de liquidité survenue l'année dernière, M. Sants a réaffirmé son appui à l'approche fondée sur des principes et axée sur les résultats de la FSA⁵⁵.

⁴⁹ Même en tenant compte de la capitalisation boursière, en 2005-2006, les amendes imposées par la SEC étaient dix fois supérieures aux amendes imposées par la FSA. En nombre absolu, elles sont trente fois plus élevées. John C. Coffee, « Law and the Market: The Impact of Enforcement » (2007) 156 U. Pa. L. Rev. 229 [Coffee].

⁵⁰ Voir, de façon générale, UK, Financial Services Authority, Consultation Paper, n° 17, *Financial Services Regulation: Enforcing the New Regime* (Londres: 1998), à l'adresse : FSA <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp17.pdf>>.

⁵¹ UK, Financial Services Authority, *Business Plan 2008/09* (Londres: 2008), p. 9, à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pubs/plan/pb2008_09.pdf>.

⁵² Selon elle, l'organisme de réglementation doit [TRADUCTION] « vouloir et être en mesure d'intervenir dans suffisamment de cas où il est utile que des mesures soient prises et ainsi d'obtenir des résultats permettant de faire savoir aux entreprises et aux particuliers qu'ils subiront de graves conséquences s'ils n'améliorent pas leur façon de faire et leurs normes de conduite ». Margaret Cole, « How Enforcement makes a difference » (Communication présentée lors de la conférence sur la mise en application de la législation (*Enforcement Law Conference*), 18 juin 2008), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0618_mc.shtml>.

⁵³ John Tiner, « Better regulation: objective or oxymoron » (Observations formulées lors de la conférence annuelle du SII du 9 mai 2006), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/0509_jt.shtml>.

⁵⁴ *Ibid.*

⁵⁵ Hector Sants, « Réglementation fondée sur des principes – Lessons from the Sub-Prime Crisis » (Observations formulées lors de la conférence annuelle du Securities and Investments Institute, 15 mai 2008), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0515_hs.shtml>.

La réglementation relative à la négociation des instruments dérivés en Amérique du Nord

La Commodity Futures Trading Commission (É.-U.) adopte sous plusieurs aspects l'approche fondée sur des principes et sa loi fondamentale, la *Commodity Futures Modernization Act*⁵⁶, se fonde à plusieurs égards sur des principes. Plus particulièrement, elle énonce une série de « principes fondamentaux », reproduits à l'annexe du présent rapport, qui coïncident dans une certaine mesure avec les Principes de réglementation à l'intention des entreprises de la FSA et le Code de conduite des courtiers et des conseillers financiers que propose la BCSC⁵⁷. Par ailleurs, la nouvelle loi québécoise sur les instruments dérivés (la *Loi sur les instruments dérivés – « LID »*)⁵⁸ est, elle aussi, en grande partie fondée sur des principes et constitue la première tentative au monde de réglementer une vaste gamme d'instruments dérivés. Cette loi n'est pas encore en vigueur et les règlements et règles y afférents n'ont pas encore été publiés. Elle est rédigée en langage clair, elle est concise et elle accorde une place remarquable aux résultats. (Cette loi est également bien circonscrite en ce qu'elle fait appel à un organisme de réglementation existant et qu'elle s'appuie sur la loi québécoise connexe — la *Loi sur les valeurs mobilières*). Parmi les caractéristiques les plus intéressantes de la *LID*, il y a la mise en place — pour éviter de réfréner l'évolution accélérée des pratiques dans l'industrie des instruments dérivés — d'un mécanisme d'autocertification (analogue au mécanisme américain) suivant lequel les entités réglementées doivent démontrer que les nouveaux produits qu'elles proposent sont conformes aux principes fondamentaux. Certaines des principales dispositions de la *LID* qui repose sur l'approche fondée sur des principes ainsi que les « principes fondamentaux » énoncés dans le projet d'encadrement législatif adapté aux marchés des dérivés, proposé en mai 2006 par l'Autorité des marchés financiers, sont reproduits à l'annexe jointe au présent rapport⁵⁹.

Meilleures pratiques et facteurs cruciaux de succès

L'expérience des organismes de réglementation, comme la BCSC et la FSA, qui ont eu recours à l'approche fondée sur des principes, est l'outil le plus précieux dont nous disposons pour bien comprendre en quoi consistent les meilleures pratiques et les facteurs indispensables au succès de la réglementation des valeurs mobilières fondée sur cette approche. Seuls certains thèmes clés sont abordés dans le présent rapport.

⁵⁶ *Commodity Futures Modernization Act*, 7 U.S.C. § 1 (2000).

⁵⁷ En janvier 2007, le comité d'examen de la loi sur les contrats à terme sur marchandises de l'Ontario a déposé son rapport final dans lequel il recommande que la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*, L.R.O. 1990, ch. C.20, soit réécrite et que la nouvelle loi « adopt[e] une démarche fondée sur des principes fondamentaux [...] ». Comité d'examen de la loi sur les contrats à terme sur marchandises de l'Ontario, *Rapport final* (Ontario : ministre des Services gouvernementaux, 2007), p. 17, à l'adresse : < <http://www.gov.on.ca/mgs/graphics/121811.pdf> >.

⁵⁸ *Loi sur les instruments dérivés*, L.Q. 2008, ch. 24. L'Assemblée nationale du Québec a adopté le projet de loi 77 le 19 juin 2008 et celui-ci a reçu la sanction royale le 20 juin 2008.

⁵⁹ Autorité des marchés financiers, *Encadrement des marchés financiers au Québec* (Québec : 2006), à l'adresse : AMF < <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/consommateur/encadrenemt-produits-derives/Encadrement-marches-derives.pdf> >.

Six facteurs cruciaux de succès sont examinés ci-dessous⁶⁰. Notons que les principes de *bonne rédaction législative* ne figurent pas dans cette liste. Il en est ainsi pour deux raisons : premièrement, les questions de rédaction sont abordées dans la partie qui traite de la mise en œuvre⁶¹. Deuxièmement, bien que l'approche fondée sur des principes soit plus facile à appliquer lorsque les textes législatifs qui l'incorporent sont soigneusement rédigés et structurés, l'exemple de la BCSC et de la FSA nous montre que le libellé des textes législatifs est un facteur moins déterminant que les pratiques réglementaires.

Culture réglementaire

Pour que la réglementation fondée sur des principes soit efficace, il faut que la culture réglementaire traditionnelle change considérablement. Plutôt que de tenter de concevoir des exigences précises, non négociables, l'organisme de réglementation qui adopte l'approche fondée sur des principes doit s'appliquer à définir de grands thèmes, articulés de façon souple et dynamique, en se montrant ouvert aux propositions de l'industrie et en assurant une gestion efficace des renseignements qu'il reçoit. Pour ce faire, il faut qu'il établisse un nouveau type de rapport avec les assujettis, qu'il compte sur des compétences techniques différentes et qu'il adopte des positions pragmatiques et modérées en matière réglementaire. Pour adopter un nouveau modèle, il faut du temps et de la formation. En 2006, dans sa présentation au groupe de travail Allen, Robin Ford, anciennement commissaire à la BCSC, parle de la façon dont s'est déroulé le changement d'approche au sein de la FSA, notamment les obstacles que l'organisme a rencontrés en mettant en place un système fondé sur des principes et axé sur les résultats et les outils auxquels il a eu recours pour aider son personnel à s'ajuster⁶². Des éléments clés devant être pris en compte sont mis en évidence ci-dessous :

- *Recourir à l'expertise de spécialistes* : Une philosophie non interventionniste sous-tend la réglementation fondée sur des principes tout comme la réglementation axée sur les risques. Toutefois, cela ne veut pas nécessairement dire que le système peut être implanté avec des moyens réduits. Selon les choix effectués, la mise œuvre de la réglementation fondée sur des principes peut en fait nécessiter une interaction intensive avec les entreprises, à tout le moins quant à certaines questions ou situations⁶³.

Le travail empirique de Malcolm Sparrow aux États-Unis illustre également ce point⁶⁴. Sparrow explique que les approches réglementaires modernes les plus

⁶⁰ Black, « Making a Success », *supra*, note 13.

⁶¹ Voir « Comment la législation peut-elle renfermer davantage de principes? » ci-dessous.

⁶² British Columbia Securities Commission, « Principles-based Regulation: Financial Services Authority », Robin Ford (Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Final Report: Canada Steps Up*, vol. 7, 2005), p. 105-108, à l'adresse : TFMSL <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume7_en.pdf> [Robin Ford].

⁶³ Voir Black, « Making a Success », *supra*, note 13. (Au sujet des normes anglaises de comportement équitable envers les clients (UK Treat Customers Fairly rules), qui exigent que les inscrits démontrent qu'à toutes les étapes ils traitent effectivement leurs clients de façon équitable.)

⁶⁴ La documentation portant sur les meilleures pratiques en matière réglementaire est abondante et dépasse largement le cadre du présent rapport, mais il est utile de se référer aux études de Sparrow parce que pendant plusieurs années il a inspiré la BCSC. Voir British Columbia Securities Commission, « Another Way Forward for Securities Reform », Brent W. Aitken, (Task Force to Modernize Securities Legislation in

efficaces font appel à des méthodes sophistiquées de résolution de problèmes et à des analyses fondées sur l'introspection pour s'acquitter de la tâche complexe et exigeante de [TRADUCTION] « cibler d'importants problèmes et remédier ». Selon Sparrow, les meilleures structures réglementaires modernes ont trois volets communs, dont chacun commande l'exercice de multiples et difficiles jugements professionnels :

- la nécessité d'accorder un rôle central à l'atteinte des résultats — il ne s'agit pas de s'intéresser aux processus ou aux quotas, mais plutôt aux résultats établis en fonction d'un plus grand nombre d'indicateurs particuliers, dont les suivants : les incidences globales touchant la mission de l'entreprise et les résultats qui concernent la conduite des acteurs de l'industrie, par ex. le taux de conformité, les activités des entreprises, les résultats atteints et l'utilisation efficace des ressources;
- l'adoption d'une méthode de résolution de problème rigoureuse fondée sur l'identification systématique et la priorisation des risques élevés ou des cas répétés de non-conformité; l'adoption d'une approche souple et fonctionnelle axée sur les projets; la nécessité de procéder à une évaluation périodique des résultats et de répartir les ressources en fonction des résultats;
- la participation sélective à des partenariats⁶⁵.

La débâcle de Northern Rock en Grande-Bretagne fait ressortir les problèmes liés à la dotation et à la disponibilité des ressources que peut rencontrer, à l'instar des autres organismes de réglementation, un organisme de réglementation qui applique l'approche fondée sur des principes⁶⁶. En fait, la réglementation fondée sur des principes fait appel à des compétences plus étendues que celle que suppose l'application de normes détaillées, caractéristiques de la réglementation fondée sur des règles. Les mesures envisagées par la FSA suite à l'affaire Northern Rock et les difficultés que pose leur instauration illustrent bien ce point. La FSA prévoit renforcer ses équipes de surveillance (c.-à-d. augmenter ses effectifs, améliorer la formation, affecter un nombre minimal d'employés à la surveillance des entreprises à forte résonance sur le marché et maintenir un contact plus étroit entre ses cadres supérieurs et les grandes entreprises). Elle prévoit également améliorer la qualité de son personnel, embaucher des spécialistes du risque pour appuyer les équipes de surveillance de première ligne et utiliser les modèles complexes

Canada, *Final Report: Canada Steps Up*, vol. 7, 2006), p. 86, à l'adresse : TFMSL <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume7_en.pdf>.

⁶⁵ Sparrow, *supra*, note 8, p. 103-08, 99-122, 155-70.

⁶⁶ L'effondrement et la nationalisation subséquente de la banque Northern Rock, par suite de la crise des prêts hypothécaires à risque, a porté un dur coup à la crédibilité de la FSA. Cette dernière invoque les raisons suivantes pour expliquer son rendement « inacceptable » : un très fort roulement du personnel chargé de surveiller la banque, un manque d'effectifs, et le fait que les contacts directs entre ses représentants et les dirigeants de la banque étaient insuffisants. Elle a proposé une série de changements par suite de ces événements. Jennifer Hughes, « FSA admits failings over Northern Rock » *The Financial Times* (26 March 2008), à l'adresse : Financial Times <http://www.ft.com/cms/s/0/0833a416-fb0d-11dc-8c3e-000077b07658.html?nclink_check=1>.

d'évaluation du risque employés dans le secteur bancaire. Toutefois, comme un commentateur l'a fait remarquer, il est possible que la FSA ait des problèmes de dotation étant donné qu'elle tentera de recruter [TRADUCTION] « les mêmes scientifiques bardés de doctorats que les banques cherchent à recruter. [...] Comme le montre le cas de Northern Rock, il ne s'agit pas tant d'évaluer les problèmes que d'avoir le personnel nécessaire pour faire le suivi requis et défendre énergiquement la position de l'organisme auprès des banques »⁶⁷.

- *Favoriser la confiance et la communication* : Les communications régulières et ouvertes avec les assujettis jouent un rôle important dans l'application efficace de la réglementation fondée sur des principes et axée sur les résultats. La souplesse qu'offre ce type de réglementation et le fait qu'elle puisse évoluer en fonction de l'expérience de l'industrie et en tirer des leçons comptent parmi ses plus grands avantages. Cela suppose que l'organisme de réglementation prenne du recul et s'en tienne plus souvent à un rôle d'aiguilleur⁶⁸. La FSA, par exemple, consulte les acteurs de l'industrie et les consommateurs pour élaborer ses directives et elle échange avec eux des renseignements au sujet des bonnes pratiques.

L'organisme de réglementation qui applique l'approche fondée sur des principes devrait, dans la mesure du possible, monter un dossier lorsque des mesures d'application sont envisagées. Cela est d'autant plus nécessaire lorsque l'organisme de réglementation soupçonne un manquement à un principe sans qu'une règle précise soit enfreinte⁶⁹. L'organisme de réglementation doit pouvoir compter sur des moyens systématiques pour communiquer à différentes étapes avec les entreprises — mise en demeure, avertissements, etc. — de manière à ce qu'une éventuelle mesure d'application ne prenne personne par surprise. Bien sûr, il y aura toujours de rares cas nécessitant une intervention urgente — les cas où un acteur de l'industrie adopte un comportement inacceptable et où un principe fondamental a été violé —, où il sera impossible de monter un tel dossier. Dans ces situations, comme c'est le cas actuellement lorsqu'il exerce un pouvoir dont il est investi dans l'intérêt public, l'organisme de réglementation devra justifier après le fait la façon dont il a exercé son jugement.

- *Faire preuve de retenue dans l'élaboration des directives* : les directives constituent un élément essentiel des régimes de réglementation fondés sur des principes. Toutefois, comme le fait remarquer Julia Black, si un organisme de réglementation devait trop souvent établir des principes, en recourant à un nombre excessif de directives, prenant des formes trop diverses, cela pourrait entraîner une inflation normative, des contradictions et engendrer une jurisprudence complexe et obscure. Black souligne que [TRADUCTION] « [à] moins qu'elles ne soient rédigées avec le plus grand soin, on risque par le truchement des directives de réintroduire, de façon beaucoup moins transparente

⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁸ David Osborne & Ted Gaebler, *Reinventing Government: How the Entrepreneurial Spirit is Transforming the Public* (New York: Penguin Books, 1992), p. 25.

⁶⁹ Voir « Contrôle d'application et réglementation fondée sur des principes », ci-dessous.

et accessible, des questions de détail et des exigences »⁷⁰. Il peut être particulièrement difficile de résister à l'envie de donner de trop nombreuses directives, en termes trop concrets, devant les demandes de l'industrie qui recherche la certitude. Il n'en demeure pas moins toutefois que l'organisme de réglementation ne devrait pas perdre de vue l'ensemble de la situation et devrait s'efforcer de communiquer ses directives de manière efficace et accessible, sans être normatif. Cela vaut également en ce qui concerne l'accroissement des directives au fil du temps. L'organisme de réglementation devrait périodiquement procéder à l'examen de ses directives en vue d'évaluer la pertinence des plus anciennes.

- *Continuer à appliquer la procédure de consultation par voie d'avis et d'observations* : Dans un régime fondé sur des principes, on court également le risque que l'adoption des directives devienne — ou soit perçue ainsi même si tel n'est pas le cas — un processus de réglementation de facto détourné, sans les garanties qu'offre la réglementation soumise à la procédure de consultation. L'affaire *Ainsley* et le rapport Osbourne, publié subséquemment, témoignent de l'expérience canadienne et appuient le principe selon lequel on ne saurait contourner la procédure de consultation pour adopter un ensemble de règles totalement nouvelles en l'absence de mesures de protection administratives⁷¹.

Impacts pour les intervenants du marché

Dans un régime fondé sur des principes, les inscrits et les émetteurs ont la possibilité de concevoir des processus efficaces, qui tiennent compte de la connaissance qu'ils ont de leur domaine de travail et des risques y afférents. Si elle est effectuée et surveillée de façon efficace, cette démarche peut alléger le fardeau réglementaire, stimuler l'innovation et favoriser l'adoption de règlements plus utiles. Par contre, apprendre à travailler avec des principes entraîne des coûts, une telle approche exigeant des dirigeants qu'ils mènent leurs propres analyses, exercent leur propre jugement et élaborent des processus auto-analytiques dynamiques. Il peut parfois être plus facile de travailler avec des exigences réglementaires fondées sur des processus même si elles servent moins bien les objectifs réglementaires que les exigences axées sur les résultats ou sur la gestion. Il doit revenir aux entreprises de décider comment mieux concilier leurs objectifs commerciaux et leurs processus avec les objectifs réglementaires de façon à profiter des avantages et de la souplesse qu'offre la réglementation fondée sur des principes⁷². Cela peut requérir, plus particulièrement pour les petits acteurs de l'industrie, un changement d'orientation et nécessiter de solides ressources éducatives et d'autres mesures d'appui.

Comme il a été mentionné précédemment, dans un régime fondé sur des principes il faut que l'organisme de réglementation et l'assujetti entretiennent de façon générale des

⁷⁰ Black, « Making a Success », *supra*, note 13.

⁷¹ Les directives administratives ont rarement fait l'objet de litiges. À ce chapitre l'affaire *Ainsley Financial Corporation c. Ontario Securities Commission*, 14 O.R. (3d) 280, [1993] O.J. n° 1830 [*Ainsley*], fait figure d'exception. Sur la question de savoir ce qui distingue les directives des règles en droit américain, voir Peter L. Strauss, « Publication Rules in the Rulemaking Spectrum: Assuring Proper Respect for an Essential Element », (2001) 53 Admin. L. Rev. 803.

⁷² *Focusing*, *supra*, note 34, p. 4.

rapports de confiance et de collaboration et non des rapports conflictuels ou de confrontation. Des communications continues permettent de dégager des principes plus clairs. Étant donné que l'organisme de réglementation compte sur l'expérience de l'industrie pour alimenter ses connaissances, il faut, pour être efficace, instaurer un dialogue. Une approche fondée sur des principes suppose donc que les intervenants du marché échangent des renseignements avec les organismes de réglementation. Le refus de communiquer des renseignements doit à lui seul donner ouverture à recours. L'organisme de réglementation devrait également prendre des mesures visant à inciter à court terme et à long terme les acteurs du marché à coopérer et à communiquer les renseignements pertinents.

Il pourrait être difficile pour les entités réglementées et les entreprises cotées de faire la transition vers une approche fondée sur des principes. Comme la FSA l'a par le passé reconnu [TRADUCTION] « [les] changements dans la façon de formuler les exigences [...] sont susceptibles d'imposer un fardeau aux entreprises [...] il faut prévoir un délai pour la mise en œuvre des changements substantiels [...] pour adapter les systèmes et les procédures »⁷³. En plus d'un délai d'application, de mesures éducatives et d'autres mesures d'appui, l'organisme de réglementation qui effectue la transition vers une approche fondée sur des principes peut choisir de maintenir les règles existantes à titre de « points de référence » (quasi safe harbour) jusqu'à ce qu'elles soient progressivement revues, révisées et remplacées par des directives⁷⁴.

Systèmes d'apprentissage et gestion de l'information

Pour qu'une approche fondée sur des principes soit à la fois souple et applicable sur le plan pratique, il faut mettre en place des structures visant à permettre à l'organisme de réglementation de recueillir des renseignements utiles, de les analyser en profondeur, d'en tirer des leçons, de les diffuser et d'en tenir compte dans les décisions subséquentes en matière de réglementation. À la FSA, le secteur des opérations (*Operations Business Unit*) est chargé de s'acquitter de ce mandat⁷⁵. Si l'organisme de réglementation ne se dote pas d'une méthode rigoureuse pour traiter une grande quantité et une vaste gamme de renseignements, tant la transparence que la fonction éducative de cette approche (au bénéfice des membres de l'industrie et de l'organisme de réglementation) seront compromises.

Plus particulièrement dans des contextes comme celui de la réglementation des marchés des capitaux, qui évoluent très rapidement, les organismes de réglementation qui appliquent l'approche fondée sur des principes doivent pouvoir s'appuyer sur des renseignements crédibles pour élaborer leurs directives et dialoguer avec les membres de l'industrie. Comme nous l'avons déjà signalé, la collaboration, sous diverses formes, avec les acteurs de l'industrie, est un des outils essentiels dont disposent les organismes de réglementation

⁷³ *Designing, supra*, note 32, p. 6. Toutefois, voir British Columbia Securities Commission, *Strong and Efficient Investor Protection: Dealers and Advisers under the BC Model – A Regulatory Impact Analysis*, by Christina Wolf (British Columbia: Deregulation Project, 2003), p. 48-57, à l'adresse : <http://www.llbc.leg.bc.ca/public/PubDocs/bcdocs/365940/regulatory_impact_analysis.pdf> [*Strong*].

⁷⁴ La notion de « quasi safe harbour » est examinée ci-dessous, sous la rubrique « Pouvoir, réglementation proportionnée et participation / PME et petits acteurs réglementés ».

⁷⁵ Voir UK, Financial Services Authority, « Operations Business Unit », à l'adresse : FSA <<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/Management/Services/index.shtml>>.

dans ce type de régime pour adapter leurs exigences et leur approche à la situation qui évolue. À titre d'exemple, lorsqu'une entreprise propose une nouvelle approche à un organisme de réglementation pour résoudre un problème de conformité, elle doit démontrer que sa proposition est conforme aux principes et aux objectifs réglementaires. L'organisme de réglementation acquiert également d'importantes connaissances en procédant à des examens de la conformité et en prenant des mesures d'application. Ces démarches donnent accès à d'importants renseignements qu'il est essentiel de recueillir. Dans le même ordre d'idées, pour que l'approche axée sur les résultats soit efficace, l'organisme de réglementation doit pouvoir mesurer et comprendre les résultats atteints. Il peut par la suite soulever tous ces renseignements pour évaluer les risques avec plus de fiabilité et de précision, pour faire connaître les « bonnes pratiques », pour soutenir l'apprentissage au sein de l'industrie et pour clarifier les principes sans indûment compromettre la souplesse du système.

Réglementation axée sur les résultats

La réglementation axée sur les résultats est définie précédemment⁷⁶, et examinée plus en détail ci-dessous dans le contexte de la rédaction législative⁷⁷. Il s'agit d'un facteur critique du succès pour la réglementation fondée sur des principes parce que dans ce contexte il importe de cibler les résultats plutôt que les processus pour que le système conserve sa souplesse et qu'il ait une valeur éducative. La FSA continue d'insister sur le fait qu'il existe un lien entre la réglementation fondée sur des principes et la réglementation axée sur les résultats, et elle poursuit la révision de ses règlements de façon à davantage axer son approche sur les résultats plutôt que sur les processus⁷⁸. Parce qu'il y a des divergences de point de vue quant au sens qu'il convient de donner à la réglementation fondée sur des principes, la BCSC préfère d'ailleurs, dans les observations écrites qu'elle a soumises au Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, dire de son approche qu'elle est « axée sur les résultats » plutôt que « fondée sur des principes »⁷⁹.

Crédibilité des organismes de réglementation

Dans un régime fondé sur des principes, il est particulièrement important que les organismes de réglementation soient dignes de confiance et compétents pour que leurs décisions commandent le respect. Ils doivent faire preuve de la plus grande transparence possible et ils doivent résister à la tentation de s'attaquer à des cas de non-conformité technique peu complexes, qui par ailleurs portent moins à conséquence. Les organismes de

⁷⁶ Voir « Réglementation axée sur les résultats », *supra*.

⁷⁷ Voir « Une structure axée sur les résultats par opposition à une structure axée sur les processus », ci-dessous.

⁷⁸ Voir, à titre d'exemple, Hector Sants, UK, Financial Services Authority, *Annual Report 2007/08* (Londres: 2008), p. 10; *Focusing, supra*, note 34, p. 10 (dans lequel la FSA indique que les règles qu'elle souhaite abroger sont les règles [TRADUCTION] « détaillées » et « axées sur les processus ». Les règles qu'elle estime les plus utiles pour apporter de la clarté et étoffer les principes sont celles [TRADUCTION] « qui ne mettront pas l'accent sur un processus précis à être appliqué par une entreprise, mais plutôt sur des résultats à atteindre »).

⁷⁹ British Columbia Securities Commission, *Submission of the British Columbia Securities Commission* (Groupe d'experts indépendant sur la réglementation des valeurs mobilières, 2008), p. 4, à l'adresse : BCSC <http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/BCSC_Submission_to_Expert_Panel_on_Securities_Regulation-July2008.pdf>.

réglementation devraient coopérer avec les acteurs du marché ayant eu et continuant d'avoir un comportement responsable et ils devraient maintenir le dialogue avec eux. Ils devraient en outre se montrer raisonnables et réceptifs et la gradation des mesures d'application devrait être prévisible et justifiable⁸⁰. Les acteurs du marché devraient pour leur part être en mesure de prévoir, avec une certaine exactitude, si leur conduite sera jugée contraire à un principe⁸¹. De cette façon, les organismes de réglementation indiquent clairement qu'ils n'agiront pas de façon arbitraire et les entreprises responsables peuvent s'attendre à être récompensées. Les organismes de réglementation doivent au surplus être en mesure d'appliquer une méthode axée sur les résultats plutôt qu'une méthode axée sur les processus. La professeure Julia Black évoque les problèmes de crédibilité qui se posent lorsque le personnel d'un organisme de réglementation censé appliquer la méthode fondée sur des principes suscite, en raison de la manière dont il interprète les directives de l'organisme, des exigences rigides et non négociables au sein de l'industrie⁸².

Maintien du contrôle

Pour mettre en place un régime efficace de réglementation fondé sur des principes, l'organisme de réglementation doit être en mesure d'exercer un contrôle serré sur ses propres processus et l'interprétation de ses principes. Cela signifie, premièrement, que la loi doit lui conférer le pouvoir de prendre des règlements et d'adopter des directives. Deuxièmement, permettre aux tribunaux d'interpréter les principes et les objectifs d'un organisme de réglementation pourrait compromettre la fiabilité et la souplesse de l'organisme. Les tribunaux font habituellement preuve d'une grande déférence à l'égard des décisions des commissions des valeurs mobilières faisant l'objet de contrôles judiciaires ou d'appels prévus par la loi, et une certaine surveillance des tribunaux est certes importante. Soulignons toutefois que la FSA semble favoriser le règlement à l'amiable des litiges portant sur des mesures d'application susceptibles de faire l'objet d'un appel devant les tribunaux. (Elle fait également grandement usage des méthodes visant à assurer le respect des normes et d'autres moyens dont elle dispose avant de recourir à des mesures d'application.) Il est difficile de prévoir si un tribunal, qui de par son bagage et son mandat est susceptible d'adopter un point de vue différent, sera d'accord avec la façon particulière dont un organisme de réglementation a interprété un principe ou l'a appliqué⁸³.

Un organisme de réglementation, qui applique l'approche fondée sur des principes, devrait également se préoccuper des incidences de la responsabilité civile sur sa capacité de définir ses propres principes. Au moins un auteur a laissé entendre qu'un régime de responsabilité civile à l'américaine pourrait paralyser un régime de réglementation fondé sur des

⁸⁰ *New regulator, supra*, note 41, p. 29-33. (Il s'agit d'un récent document traitant de la façon dont la FSA applique la pyramide des mesures d'application.)

⁸¹ *Focusing, supra*, note 34, p. 14.

⁸² *Black*, « Making a Success », *supra*, note 13, p. 198.

⁸³ Black indique que ce sont les avocats qui sont le plus souvent aux prises avec les positions adoptées par les organismes de réglementation plutôt que les tribunaux, et que cela explique leur opposition, autrement difficile à comprendre, à la réglementation fondée sur des principes en Grande-Bretagne. Julia Black, « Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation » (2008) [non publié; au dossier de l'auteur].

principes⁸⁴. La FSA a par le passé indiqué que malgré l'importance que les principes ont pour les acteurs de l'industrie sur le plan juridique, [TRADUCTION] « les acteurs du secteur privé ne devraient pas pouvoir fonder une action en dommages-intérêts uniquement sur ses seuls principes ». Un acteur de l'industrie qui contreviendrait à un principe serait uniquement passible d'une sanction disciplinaire. La FSA fait valoir que les principes reflètent [TRADUCTION] « les attentes de l'organisme de réglementation » et qu'il faut les appliquer en tenant compte des règles et des directives établies par la FSA. Il n'est donc pas souhaitable que [TRADUCTION] « des litiges civils entre acteurs du secteur privé [...] servent de source d'interprétation des principes »⁸⁵.

Conviendrait-il d'appliquer l'approche fondée sur des principes au Canada? Risques et avantages

Contexte canadien

- *Nature des marchés des capitaux canadiens* : Le Canada est un petit marché, qui représente environ 3,17 % de la capitalisation boursière mondiale. Au Canada, les entreprises cotées en bourse sont constituées d'un nombre restreint de grandes sociétés et d'un nombre très élevé de très petites sociétés, dont un pourcentage disproportionné est situé en Colombie-Britannique et en Alberta. En dollars absolus, les sociétés canadiennes sont également beaucoup plus petites que les sociétés américaines; en comparaison des sociétés américaines et britanniques, leurs actions sont plus souvent détenues par un nombre restreint d'actionnaires et un plus grand nombre d'entre elles ont une structure à deux catégories d'actions⁸⁶. Dans son rapport de recherche, daté du mois de juin 2006, qu'il a soumis au groupe de travail Allen, le professeur Christopher Nicholls souligne que ces caractéristiques impliquent que, comparée aux États-Unis, [TRADUCTION] « la réglementation des valeurs mobilières au Canada devrait, toute proportion gardée, consacrer plus d'efforts à prévenir les abus des actionnaires minoritaires des entreprises cotées liés à des opérations de fermeture, des transactions entre personnes apparentées ou des délits d'initiés ».

⁸⁴ Voir, à titre d'exemple, Peter J. Wallison, « Fad or Reform: Can Principles Based Regulation Work in the United States? », (2007), American Enterprise Institute for Public Policy Research, à l'adresse : AEI <http://www.aei.org/publications/pubID.26325/pub_detail.asp> [Wallison]

⁸⁵ UK, Financial Services Authority, Consultation Paper, n° 13, *The FSA Principles for Businesses* (Londres: 1998), p. 11, à l'adresse : FSA <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp13.pdf>>. La BCSC a elle aussi choisi de ne pas prévoir un droit privé d'action fondé sur des manquements au Code de déontologie des courtiers et des conseillers, mais c'est parce qu'elle a estimé qu'en permettant de tels recours on augmenterait la responsabilité des courtiers et des conseillers en comparaison de ce que prévoit la common law et qu'un tel risque n'avait pas été mesuré. British Columbia Securities Commission, *Investor Remedies in Securities Legislation* (British Columbia: New Legislation Project, 2004), p. 8-10, à l'adresse : BCSC <[http://www.besc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Investor_Remedies\(1\).pdf](http://www.besc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Investor_Remedies(1).pdf)>.

⁸⁶ Voir, de façon générale, Christopher Nicholls, « The Characteristics of Canada's Marché des capitaux and the Illustrative Case of Canada's Legislative Regulatory Response to Sarbanes-Oxley » (2006) Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Final Report: Canada Steps Up*, vol. 4, à l'adresse : TFMSL <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume4_en.pdf> [Nicholls]; on Canadian distinctiveness, Voir également Ronald J. Daniels & Jeffrey G. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime » (1991) 29 Osgoode Hall L.J. 863, p. 873.

Il fait également remarquer qu'étant donné [TRADUCTION] « le nombre de petites entreprises canadiennes faisant l'objet d'une faible activité boursière, la manipulation du cours des actions devrait être une des importantes préoccupations des organismes de réglementation »⁸⁷ et qu'« une réglementation allégée ou plus souple, pouvant être jugée adéquate aux É.-U. pour les sociétés à très faible capitalisation et, plus particulièrement, pour les sociétés à faible capitalisation, pourrait imposer un fardeau excessif aux plus petites sociétés canadiennes à faible capitalisation »⁸⁸.

- *Le partage des pouvoirs entre le Parlement et les provinces* : Ce sujet a maintes fois été abordé et il n'est pas nécessaire de revenir sur la question. Rappelons toutefois qu'au Canada la réglementation des valeurs mobilières relève des provinces, qu'il existe un régime de passeport et que des recherches récentes portent sur les différences, jugées dignes d'intérêt, que présentent les marchés des capitaux, la mobilisation du capital et les priorités en matière d'application⁸⁹ selon les régions. Le groupe Crawford a récemment recommandé l'établissement d'un régime de valeurs mobilières comportant un organisme de réglementation et une tarification unique ainsi qu'un ensemble de règles de droit sur les valeurs mobilières applicable à tous⁹⁰.
- *Les défis que pose le contrôle d'application et les perceptions internationales* : On a maintes fois remarqué que les actions d'entreprises canadiennes inscrites sur des marchés boursiers étrangers sont sous-évaluées parce que certains pensent qu'il existe des lacunes sur le plan du contrôle d'application — ces allégations ont toutefois été mises en doute dans de récentes études empiriques⁹¹.
- *Proximité des États-Unis* : Le fait que le Canada se trouve à proximité des États-Unis est un facteur déterminant pour nos grandes entreprises ouvertes,

⁸⁷ Nicholls, *ibid.*, p. 201. Voir également Randall Morck & Bernard Yeung, « Some Obstacles to Good Corporate Governance in Canada and How to Overcome Them » (2006), Groupe de travail sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final/Final Report: Canada Steps Up/Le Canada s'engage*, vol. 4, p. 279-348, à l'adresse : TFMSL <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume4_en.pdf>.

⁸⁸ Nicholls, *ibid.*, p. 162.

⁸⁹ Poonam Puri, « Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières » (2003) Comité de personnes averties chargé d'examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final: C'est le temps d'agir*, monographies, l'adresse : <http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_6.pdf>.

⁹⁰ Crawford, *supra*, note 2.

⁹¹ Voir, à titre d'exemple, Peter C. Cory & Marilyn Pilkington, « Critical Issues in Enforcement » (2006) Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Final Report: Canada Steps Up*, vol. 6, p. 165-252, [Groupe de travail sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final: le Canada s'engage*, volume 6, p. 165-252, disponible en anglais seulement]; Utpal Bhattacharya, « Enforcement and its Impact on Cost of Equity and Liquidity of the Market » (2006) Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Final Report: Canada Steps Up*, vol. 6, p. 131-164, [Groupe de travail sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final: le Canada s'engage*, volume 6, p. 131-164, disponible en anglais seulement]; Crawford, *supra*, note 2, p. 12. Pour un examen des recherches récentes mettant en doute l'existence d'une escompte pour les actions des entreprises canadiennes, voir Cecile Carpentier *et al.*, « On the Competitiveness of the Canadian Stock Market », p. 14-17, à l'adresse : <<http://ssrn.com/abstract=1262874>>.

plusieurs d'entre elles étant cotées en bourse dans les deux pays⁹². Selon le professeur Nicholls, dans une telle situation, les investisseurs bénéficient déjà d'une protection adéquate et il serait opportun, en ce qui concerne les grandes entreprises ouvertes, d'atténuer certaines exigences formelles⁹³. La réglementation fondée sur des principes pourrait entraîner une diminution des coûts pour les entreprises multinationales, telles les entreprises canadiennes cotées qui offrent leurs titres sur le marché des capitaux du Canada et des États-Unis, parce que le ressort qui fixe les normes les plus détaillées fixe de facto les exigences auxquelles doivent se conformer les entreprises (si on tient pour acquis que les principes qui caractérisent les deux systèmes sont de façon générale compatibles, comme c'est actuellement le cas pour le Canada et les États-Unis)⁹⁴. Un des problèmes que soulève la réglementation fondée sur des principes est qu'elle peut susciter le scepticisme chez les investisseurs et les organismes de réglementation américains quant aux exigences canadiennes en matière de rapport, ce qui pourrait compromettre le régime de la déclaration multinational (« RIM ») unique dont bénéficient les sociétés canadiennes. Il est difficile de prévoir quelle serait, en ce qui concerne le RIM, la réponse des représentants américains à l'adoption d'une réglementation fondée sur des principes au Canada. Tenant pour acquis (comme cela semble vraisemblable) que le RIM serait maintenu, les sociétés canadiennes qui souhaiteraient s'en prévaloir choisiraient probablement de fournir des informations additionnelles — comme plusieurs entreprises canadiennes le font déjà — ou communiqueraient leurs renseignements dans un format répondant aux exigences américaines pour faciliter la conduite des affaires et tenir compte des questions de responsabilité liées aux appels publics à l'épargne effectués aux États-Unis.

Il n'est pas impossible que les États-Unis se tournent vers une approche fondée sur des principes⁹⁵. Quoi qu'il en soit, ce qui constitue une solution pour un marché dominant comme celui des États-Unis n'en est pas nécessairement une pour le marché canadien. Comme le dit le professeur Nicholls, [TRADUCTION] « [l]es organismes de réglementation canadiens n'ont pas le luxe de concevoir des règlements en sachant que l'attrait du marché canadien fera en sorte que le modeste fardeau que les entreprises devront assumer sur le plan réglementaire ne contribuera pas au désintéressement des émetteurs et des investisseurs »⁹⁶.

⁹² Trente-trois des cinquante plus grands émetteurs cotés à la Bourse de Toronto sont également cotés à la Bourse de New York (NYSE). Cinquante et une des cent plus grandes entreprises canadiennes cotées à la Bourse de Toronto sont aussi cotées à la NYSE. Des entreprises cotées à la Bourse de Toronto sont également inscrites auprès d'autres marchés boursiers américains comme le marché de capitaux NASDAQ (NASDAQ Capital Market) et l'American Stock Exchange. Nicholls, *supra*, note 86, p. 158.

⁹³ Nicholls, *ibid.*, p. 141.

⁹⁴ Voir, à titre d'exemple, les propos de Penny Tham, Group Compliance, Head of North Asia, ABN Amro Bank, Hong Kong (Capital Ideas 2006, 28 septembre 2006), p. 48-49, à l'adresse : BCSC <<http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/news/publications/CompleteTranscript-Capitalideas2006.pdf>> (Il dit que la réglementation fondée sur des principes fournit un [TRADUCTION] « un très bon cadre [...] pour ceux d'entre nous qui faisons affaire à l'étranger ».)

⁹⁵ Voir, à titre d'exemple, Blueprint, *supra*, note 2; *contra* Wallison, *supra*, note 84.

⁹⁶ Nicholls, *supra*, note 86, p. 192.

Une approche plus souple pourrait même faire du Canada une bourse nord-américaine de prédilection dans la mesure où un régime réglementaire amélioré (c'est-à-dire un système tout aussi efficace qui imposerait un fardeau moins lourd aux assujettis) lui procurerait un avantage concurrentiel.

Coût et avantages des systèmes fondés sur des règles et des systèmes fondés sur des principes : analyse des intervenants et questions clés

Le présent rapport ne vise pas à évaluer avec précision les coûts et les avantages pour les divers intervenants d'une approche davantage axée sur des principes. Comme l'a fait remarquer Lawrence Schwartz au groupe de travail Allen, il revient à des spécialistes hautement qualifiés d'effectuer ce travail⁹⁷. Nous pouvons toutefois, à la lumière des connaissances acquises en ce qui concerne l'approche fondée sur des règles et l'approche fondée sur des principes, relever certains des facteurs pertinents.

De façon générale, les règles ont l'avantage d'offrir certitude et prévisibilité alors que les principes ont l'avantage d'être plus souples et mieux adaptés à une situation factuelle donnée. Les coûts associés à chacune des approches constituent l'envers de leurs avantages. Cette vérité de la Palisse tend toutefois à simplifier exagérément la distinction. Elle ne reconnaît pas que les règles et les principes couvrent un large spectre, et que des notions comme la « certitude » et la « flexibilité » sont souvent passablement complexes⁹⁸. De plus, cette stricte dichotomie fait perdre de vue l'importance de la *mise en application*. Selon le contexte, une exigence légale énoncée sous forme de principe peut dans les faits avoir davantage l'effet d'une règle rigide, et l'inverse est également vrai. Il peut y avoir lieu d'apporter des nuances aux notions de « coûts » et d'« avantages » et il existe un lien entre l'évaluation de certains biens, la répartition des coûts ou des avantages entre différents intervenants et des politiques de portée plus large, mais ces questions débordent le cadre du présent rapport.

Cela étant dit, le tableau ci-dessous vise à faire ressortir les éléments clés devant être pris en compte d'un côté comme de l'autre. Il tient compte de ce qu'il en coûte, suivant les études existantes et l'expérience passée, pour faire fonctionner le système une fois qu'il est mis en place et opérationnel. Il ne s'agit pas des coûts supportés pendant la phase de transition. Chose peut-être encore plus utile, il illustre à quel point une telle démarche peut être complexe et comment la manière dont une législation fondée sur des principes est structurée peut influencer sur l'évaluation d'un coût ou d'un avantage en particulier. À la suite du tableau, d'autres questions importantes liées à la réglementation fondée sur des principes au Canada, touchant les sujets suivants, seront abordées :

- la certitude et la prévisibilité;

⁹⁷ Lawrence P. Schwartz, « Cost-Benefit Analysis in Canadian Securities Regulation » (2006) Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Final Report: Canada Steps Up*, vol. 4, p. 357, [Groupe de travail sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final: le Canada s'engage*, volume 4, p. 357, disponible en anglais seulement]; à l'adresse : TFMSL <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume4_en.pdf> [Schwartz].

⁹⁸ Pour une critique de l'évaluation bien connue des coûts propres au régime fondé sur des principes et du régime fondé sur des règles, effectuée par Louis Kaplow, voir Ford, « New Governance », *supra*, note 4, p. 38-41. Soulignons de plus que, du point de vue de la stricte analyse coût-bénéfice, dans l'évaluation de Kaplow, il est en fait question de *transferts* de coûts plutôt que d'économies.

- les problèmes de contrôle d'application;
- le régime de passeport et un éventuel organisme de réglementation unique;
- les pouvoirs, la réglementation proportionnée et la participation.

Analyse des intervenants : Coûts et avantages potentiels de la réglementation fondée sur des principes par rapport au statu quo			
Intervenant	Avantages potentiels	Coût potentiel	Coûts présentés / Réponses possibles Coûts présentés / Autres commentaires
	<ul style="list-style-type: none"> • Souplesse : Peut permettre aux inscrits de concevoir des processus adaptés aux besoins de leur entreprise plutôt que de se conformer à des exigences réglementaires rigides et mal adaptées (p. ex. : surveillance des comptes). • Congruence : Constitue à long terme, un processus mieux adapté, peut diminuer les risques d'engagement de la responsabilité civile et d'atteinte à la réputation. • Certitude : Le bon sens devrait amener les acteurs de l'industrie à se conformer à la réglementation — système plus intuitif, moins technocratique que le système fondé sur des règles. • Flexibilité : Fait davantage place au jugement commercial des acteurs de l'industrie (favorise la souplesse, l'innovation). • Transparence : Moins de chance d'être confronté aux décisions discrétionnaires non transparentes de 	<ul style="list-style-type: none"> • Transparence : Interpréter les principes suivant le contexte nécessite plus de ressources que d'appliquer des règles très claires. • Coût : Coûts associés à la mise en place de la RFP; frais liés à l'acquisition de connaissances. • Incertitude : Règles claires remplacées par l'exercice du jugement. • Incertitude : Volonté d'être régis par des directives claires (les acteurs de l'industrie veulent que l'organisme de réglementation leur dise quoi faire). • Transparence : risque que les normes soient de plus en plus insidieuses; possibilité que des règles soient adoptées de façon détournée c.-à-d.. qu'on adopte de nouvelles « meilleures pratiques » sans appliquer la procédure de consultation (avis et observations) associée à la prise de règlements. • Coût : Plus coûteuse (Kaplow). 	<ul style="list-style-type: none"> • Plusieurs émetteurs, inscrits sont favorables à la RFP. • La mise en œuvre déterminera s'il s'agit d'un coût ou d'un bénéfice : à titre d'exemple, les incidences sur les petits émetteurs et les petits inscrits pourront, suivant d'autres facteurs — comme le fait de recourir à la réglementation axée sur les risques et le fait de faire reposer la réglementation sur les meilleures ou sur les bonnes pratiques — être positives ou négatives. • La question de savoir si les règles américaines et canadiennes seront jugées compatibles dépend des ententes à venir. (Voir l'exemple de la FSA).

Analyse des intervenants : Coûts et avantages potentiels de la réglementation fondée sur des principes par rapport au statu quo			
Intervenant	Avantages potentiels	Coût potentiel	Coûts présentés / Réponses possibles Coûts présentés / Autres commentaires
	l'organisme de réglementation prises au nom de l'intérêt public (p. ex. : l'affaire Cartaway).		
Émetteurs et inscrits	<ul style="list-style-type: none"> • Coût : Moins coûteuse (FSA). • Conformité : À long terme pourrait avoir des incidences sur la culture d'entreprise en matière de conformité; réduit la possibilité d'exploiter les failles du système. 	<ul style="list-style-type: none"> • Conformité : Règles ou principes : la situation demeurera inchangée; de toute façon, les participants au marché se serviront indifféremment des règles ou des principes pour justifier un comportement servant leurs intérêts individuels (Nelson). 	
	<p>Émetteurs américains également cotés au Canada / Émetteurs canadiens également cotés aux États-Unis (dans l'hypothèse où il s'agit de grandes entreprises, bien informées)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Règles américaines réputées compatibles avec la RFP, il n'est pas nécessaire de mettre en place des processus canadiens distincts. • La RFP offre des possibilités d'innovation accrues dont devraient se prévaloir les entreprises possédant davantage de ressources. 	<p>Émetteurs américains également cotés au Canada / Émetteurs canadiens également cotés aux États-Unis</p> <ul style="list-style-type: none"> • Il est possible que les É.-U. ne considèrent pas la réglementation canadienne fondée sur des principes comme un équivalent de la réglementation américaine. 	
	<p>Petits émetteurs</p> <ul style="list-style-type: none"> • Une réglementation plus souple devrait permettre d'éviter d'imposer un fardeau excessif en matière de conformité. 	<p>Petits émetteurs</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les entreprises possédant plus de ressources ont plus de chances de profiter de la possibilité d'innover qu'offre un régime fondé sur des principes. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dépend de la mise en œuvre; certains des avantages liés à la souplesse qu'offre la RFP profitent à ceux qui disposent de plus de ressources.

Analyse des intervenants : Coûts et avantages potentiels de la réglementation fondée sur des principes par rapport au statu quo			
Intervenant	Avantages potentiels	Coût potentiel	Coûts présentés / Réponses possibles Coûts présentés / Autres commentaires
		<ul style="list-style-type: none"> • Les petits émetteurs se voient obligés d'élaborer de nouveaux systèmes de conformité sans pouvoir bénéficier de l'expérience des autres (selon la façon dont le système est conçu). 	<ul style="list-style-type: none"> • Mesures susceptibles de réduire le fardeau pour les petites entreprises : échanger des renseignements concernant les bonnes et les meilleures pratiques par l'intermédiaire de l'organisme de réglementation et/ou de tiers; des approches hybrides faisant à la fois appel aux règles et aux principes; approche fondée sur les risques à l'instar de la FSA.
Autres professionnels de l'industrie	<ul style="list-style-type: none"> • Il peut être nécessaire de faire appel à des conseillers en conformité pour élaborer les systèmes. • Certains pensent que la RFP favorisera la recherche de rente par les conseillers (Partnoy). 	<ul style="list-style-type: none"> • Plus difficile en l'absence de règles strictes d'opposer un refus à des clients qui ne respectent pas la réglementation (Bratton, Cunningham). • Les clients sont moins dépendants des connaissances techniques (diminution du chiffre d'affaires des conseillers); plus d'occasions de rechercher la rente dans un régime axé sur les règles. (Cunningham). 	<ul style="list-style-type: none"> • Difficile d'évaluer les coûts et les avantages, lesquels l'emportent sur les autres. • Les avocats de common law ont l'habitude des principes établis par la jurisprudence. Quant à savoir s'ils seront tout aussi à l'aise avec des principes élaborés dans un régime réglementaire fondé sur des principes, cela dépendra de la confiance que leur inspireront la méthode de mise en oeuvre et l'interprétation des principes par des instances administratives (plutôt que des tribunaux).
Organismes de réglementation	<ul style="list-style-type: none"> • Moins coûteux de l'adopter ex ante (?). • Adaptée aux marchés des capitaux, qui évoluent rapidement : les organismes de 	<ul style="list-style-type: none"> • Plus coûteux de la mettre en oeuvre ex post (?). • Nécessite plus de compétences — discernement, connaissances techniques 	<ul style="list-style-type: none"> • Requiert de nouvelles compétences, particulièrement en communication et en

Analyse des intervenants : Coûts et avantages potentiels de la réglementation fondée sur des principes par rapport au statu quo			
Intervenant	Avantages potentiels	Coût potentiel	Coûts présentés / Réponses possibles Coûts présentés / Autres commentaires
	<p>réglementation ne se voient pas obliger de faire du rattrapage, ils sont au courant des pratiques de l'industrie. Offre des occasions d'apprendre aux organismes de réglementation.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utilisation plus efficace des ressources de l'organisme de réglementation : il revient avant tout aux assujettis de choisir les processus. • Permet de prendre des mesures pour répondre aux scandales, aux cas graves d'abus de confiance — générant des pressions politiques en faveur de l'adoption d'une norme générale (Park). • Contrôle d'application plus efficace, moins propice à l'exploitation des failles du système. • Directives — flexibles, utiles. 	<p>des acteurs de l'industrie.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utilisation moins efficace des ressources de l'organisme de réglementation : doit développer des relations de collaboration et favoriser le dialogue; risque d'augmentation insidieuse des normes réglementaires. • Pas adaptée à répondre aux scandales, aux cas graves d'abus de confiance — générant des pressions politiques en faveur de l'adoption de normes claires (Cunningham). • Contrôle d'application possiblement plus difficile et plus susceptible d'attaque fondée sur le principe de la légalité. • Directives — obscures, volumineuses, d'une portée trop vaste. 	<p>gestion de l'information. Repose sur des rapports de confiance, une collaboration et des communications plus constantes avec les assujettis.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Gestion du risque/pyramide d'application pour préserver les ressources affectées à la mise en application et en assurer une bonne répartition.
Consommateurs, Investisseurs, Marchés des capitaux canadiens	<ul style="list-style-type: none"> • Meilleure réglementation = fournit moins d'occasions aux acteurs du marché d'exploiter les failles du système (FSA). • Mise en application plus crédible = réduit/élimine la sous-évaluation des titres d'entreprises canadiennes. • Potentiellement plus de transparence pour les investisseurs. 	<ul style="list-style-type: none"> • Normes moins strictes, réglementation plus accommodante, risques accrus pour les investisseurs — pas d'amélioration (NYSE). • Contrôle d'application moins crédible = augmentation/maintien de la sous-évaluation des titres d'entreprises canadiennes. • Potentiellement moins de transparence pour les investisseurs. 	<ul style="list-style-type: none"> • Absence de preuve empirique quant à savoir si la RFP est un « meilleur » système pour les investisseurs, le grand public. • Un système fondé sur des principes peut s'il est conçu à cette fin favoriser, mais n'implique pas nécessairement, une plus grande participation (un avantage).

La certitude et la réglementation fondée sur des principes

Les inquiétudes que suscitent l'incertitude et l'imprévisibilité auxquelles on pourrait faire face dans un régime fondé sur des principes sont bien réelles. Il peut être problématique de compter uniquement sur des principes s'ils sont mis en œuvre de façon non transparente, arbitraire ou dans l'exercice d'un large pouvoir discrétionnaire. L'incertitude augmente de diverses autres façons les coûts. D'une part, elle peut susciter la crainte que l'organisme de réglementation exagère, rendant les acteurs de l'industrie plus réfractaires au risque et les incitant à interpréter les principes de façon stricte et à être moins enclins à innover⁹⁹. D'autre part, l'incertitude peut susciter la crainte que l'organisme de réglementation fasse preuve de laxisme, ce qui minerait la crédibilité des efforts déployés par le Canada pour appliquer sa réglementation et nuirait aux marchés des capitaux canadiens.

La recherche de certitude est encore plus forte lorsque les manquements sont punissables d'une sanction. Cela se comprend compte tenu du droit à l'équité procédurale et du principe de la légalité. Certes, dans un régime fondé sur des principes, les exigences peuvent être souples, mais pas au point que les participants au marché ne puissent raisonnablement déterminer à l'avance ce qui est permis. Le principe de la légalité n'exige pas la certitude absolue, mais il suppose une certaine prévisibilité sur le plan du contrôle d'application; autrement dit, si les exigences sont souples et en évolution constante, elles doivent néanmoins être communiquées, expliquées et justifiées sur une base régulière d'une manière transparente et compréhensible¹⁰⁰.

Aussi importante que soit la certitude, il importe néanmoins de faire la distinction entre la certitude « véritable » et la certitude « superficielle », laquelle donne une illusion de clarté parce qu'elle camoufle l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire ou donne à penser que le contexte factuel est mieux établi qu'il ne l'est en réalité. De nouvelles situations (nouvelles industries, nouveaux produits, nouvelles tâches — ex. : la gestion des prêts hypothécaires à risque) — donneront lieu à des périodes de transition pendant lesquelles les participants au système seront appelés à déterminer ce qui est raisonnable. Devant de nouvelles situations, les règles strictes, rédigées sans avoir à l'esprit les nouveaux contextes factuels qu'elles amènent, risquent de seulement donner une apparence de certitude. Une règle détaillée, qui ne couvre pas une nouvelle situation, nécessitera que son interprète exerce son pouvoir discrétionnaire pour l'adapter à ce nouveau cas. Étant donné que cela se fait sous le couvert d'une règle apparemment « claire », la décision discrétionnaire est rarement susceptible de contrôle, ou même consignée ou prise suivant une méthode rigoureuse. Au contraire, le processus est sournois (les acteurs du marché faisant preuve de perspicacité s'en rendront compte) et cela ne fait qu'amplifier l'incertitude. De plus, pour combler les lacunes inévitables des règles claires, le régime réglementaire s'appuie, parfois dans une très large mesure, sur un pouvoir résiduel d'intérêt public, dont l'exercice peut s'avérer encore moins prévisible et transparent.

La certitude et la prévisibilité ont également un prix. En matière réglementaire, la certitude absolue peut être obtenue au prix de règles claires, mais ne permettant pas d'atteindre les

⁹⁹ Schwarcz, *supra*, note 12.

¹⁰⁰ Voir Timothy A.O. Endicott, *Vagueness in Law* (New York: Oxford University Press, 2001).

objectifs réglementaires. Pour les acteurs du marché, des règles mal conçues peuvent causer des retards et freiner l'innovation. Une exigence fondée sur des principes, plus souple mais moins prévisible, est mieux en mesure de répondre aux pratiques et aux marchés financiers en constante évolution.

Pour fonctionner de manière transparente et prévisible, un régime fondé sur des principes doit comporter des mécanismes lui permettant de faire connaître les exigences réglementaires aux acteurs de l'industrie. Cela peut se faire de différentes façons : directives officielles, mesures d'application particulières, commentaires concernant les normes de l'industrie, etc. Ces communications visent, avec le temps, à développer une « communauté interprétative » qui comprend les attentes réglementaires et qui peut utilement interpréter les décisions des organismes de réglementation concernant ce qui est « raisonnable » ou « efficace » dans diverses circonstances¹⁰¹. La communication joue également un rôle important en matière de crédibilité en faisant en sorte que les acteurs du marché en général comprennent les raisons ayant motivé les décisions de l'organisme de réglementation et n'aient pas l'impression qu'elles sont arbitraires ou déraisonnables. On peut facilement reconnaître les cas où l'incertitude est due au fait que les circonstances changent. Ce type d'incertitude découle du contexte factuel et non de la réglementation fondée sur des principes. Des communications continues et des évaluations périodiques sont nécessaires pendant les périodes de transition, pour tenir compte de l'évolution de la situation.

Il peut être difficile pour les organismes de réglementation de s'abstenir d'avoir recours à des règles concrètes et de demeurer axé sur les résultats plutôt que sur les processus. Ils peuvent subir des pressions tant à l'interne qu'à l'externe pour qu'ils adoptent au nom de la certitude des positions particulières, notamment dans leurs directives administratives¹⁰². Toutefois, à long terme cela ne servirait pas les intérêts d'une structure réglementaire forte et souple. Avec des directives trop juridiques, ou trop axées sur les processus ou les règles, on se retrouverait avec le pire des deux mondes : sans les avantages de la flexibilité d'une réglementation fondée sur des principes et sans mesures de protection, comme la procédure de consultation par voie d'avis et d'observations. On saperait également la volonté du législateur. Une fois le choix fait de réglementer un champ d'activité en se fondant sur des principes, il faut maintenir le cap. On réservera le recours à la réglementation fondée sur des règles à d'autres cas.

Contrôle d'application et réglementation fondée sur des principes

En plus des préoccupations que soulève la recherche de certitude, dont il a été question ci-dessus, des observations additionnelles s'imposent en ce qui concerne le contrôle d'application et l'équité procédurale dans un régime fondé sur des principes ainsi que la possibilité d'instituer un tribunal fédéral.

- *Le contrôle d'application :*

¹⁰¹ Sol Picciotto, « Constructing Compliance: Game Playing, Tax Law, and the Regulatory State » (2007) 29 Law & Pol'y 11.

¹⁰² William W. Bratton, « Enron, Sarbanes-Oxley and Accounting: Rules Versus Principles Versus Rents » (2003) Vill. L. Rev. 1023; Schauer, « Tyranny of Choice » *supra*, note 4, p. 808-809.

À l'heure actuelle, le Canada donne l'impression de ne pas consacrer autant d'efforts au contrôle d'application que les États-Unis¹⁰³, ni de compter sur les mesures faisant en sorte que les efforts déployés par le Royaume-Uni, bien que moins axés sur le contrôle d'application, portent des fruits¹⁰⁴. Il est d'autant plus important qu'un régime fondé sur des principes s'appuie sur une réglementation crédible et des mesures de contrôle d'application efficaces si l'on veut éviter que le système soit trop laxiste. Il faut certainement prendre des mesures pour remédier au problème de la « sous-évaluation » des titres d'entreprises canadiennes, mais cela ne signifie pas qu'il faille nécessairement adopter une stratégie d'application ex post semblable à celle qu'appliquent les États-Unis. Bien que l'approche de la FSA en matière de contrôle d'application, davantage axée sur la gradation des mesures de conformité et la consultation, ne soit pas la seule avenue possible dans un régime fondé sur des principes, il faut sérieusement se demander si le fait de recourir dès le départ à une mesure d'application « massue » est compatible avec la réglementation fondée sur des principes¹⁰⁵.

Les dossiers d'application suivant l'approche fondée sur des principes différeront également sous d'autres aspects. À titre d'exemple, les recours visant des manquements techniques — bien que ce soient probablement les recours les moins complexes — ne peuvent constituer un pilier de la stratégie d'application. De plus, on tend (du moins au Royaume-Uni) à régler à l'amiable les affaires de manquements à des principes. Or, les règlements à l'amiable fréquents risquent de nuire à la crédibilité du système de réglementation canadien. Troisièmement, comme nous le verrons plus en détail ci-dessous, il arrivera que l'organisme de réglementation intente un recours sur le seul fondement du manquement à un principe — sans qu'une règle claire ait été violée. Pour la FSA, cette approche a porté ses fruits, par exemple en ce qui concerne les opérations « Dr. Evil » effectuées en 2005 par Citigroup Global Markets Limited¹⁰⁶.

Les autorités réglementaires doivent agir avec assurance et compter sur de solides compétences pour bien remplir leur rôle dans un régime fondé sur des principes. On demande à l'organisme de réglementation de substituer son interprétation d'une disposition particulière à l'interprétation qu'en fait l'acteur de l'industrie. La tâche peut être stressante pour le représentant d'un organisme de réglementation appelé, sous l'œil vigilant d'un brillant avocat de la défense, à faire valoir devant un comité le point de vue de l'organisme en question. Il peut également être difficile de prédire ce qui arrivera si un tribunal est saisi d'un recours faisant suite à la violation d'un principe sans qu'il y ait eu violation d'une règle précise. Par contre, dans le régime actuel, le personnel des organismes de réglementation exerce déjà un large pouvoir discrétionnaire, tant lorsqu'il applique d'une

¹⁰³ Voir, à titre d'exemple. Coffee, *supra*, note 49; Howell E. Jackson, « Regulatory Intensity in the Regulation of Capital Markets: A Preliminary Comparison of Canadian and U.S. Approaches » (2006) Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Final Report: Canada Steps Up*, vol. 6, p. 75-130, [Groupe de travail sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final: le Canada s'engage*, volume 6, p. 75-130, disponible en anglais seulement], à l'adresse : TFMSL <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume6_en.pdf>.

¹⁰⁴ Kathryn Cearns et Eilís Ferran, « Non-Enforcement Led Public Oversight of Financial and Corporate Governance Disclosures and of Auditors » (2008) ECGI — Law Working Paper, No 101/2008.

¹⁰⁵ Wallison, *supra*, note 84, fait valoir qu'une approche axée sur des règles est plus efficace si on consacre d'intenses efforts au contrôle de l'application; Voir également Black, « Making a Success » *supra*, note 13.

¹⁰⁶ UK, Financial Services Authority, Final Notice, « Citigroup Global Markets Limited » (28 juin 2005), à l'adresse : FSA <http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/cgml_28jun05.pdf>.

certaine manière des règles rigides que lorsqu'il exerce des pouvoirs dans l'intérêt public. Il pourrait trouver un certain réconfort dans le fait que des poursuites antérieures démontrent que le personnel des organismes de réglementation se fonde déjà sur des principes, ou que les gestes qu'il pose sont compatibles avec ceux-ci¹⁰⁷.

- *L'équité procédurale* :

Une conduite peut avoir des impacts négatifs sur les marchés financiers et contrevenir à un principe réglementaire, même en l'absence d'un manquement à une règle précise. Les pouvoirs dont sont investis les organismes de réglementation dans l'intérêt public, comme ceux que confèrent l'art. 127 de la loi ontarienne et l'art. 161 de la loi de la Colombie-Britannique, visent à répondre à de telles situations. Toutefois, de larges pouvoirs peuvent donner lieu à de l'incertitude, un manque de transparence, des mesures d'application arbitraires et à des cas d'abus de pouvoir discrétionnaire. (Cela implique, entre autres choses, qu'il faut comparer un système davantage fondé sur des principes avec le système véritablement en place, et non un système parfait. En fait, dans l'affaire *Cartaway*, dont il est question dans l'étude menée par la BCSC, une approche fondée sur des principes aurait, plutôt que de l'augmenter, créé moins d'incertitude que l'exercice de pouvoirs fondés sur l'intérêt public)¹⁰⁸.

Se pose néanmoins le risque de la sagacité rétrospective. Autrement dit, dans les cas où des objectifs réglementaires ne sont pas atteints, les organismes de réglementation pourraient après coup être tentés, peut-être inconsciemment, de conclure qu'un principe a été violé. Des risques que personne n'avait prévus peuvent avec le recul sembler prévisibles. Bien qu'il soit difficile de revenir en arrière en feignant l'ignorance, les principes ne sauraient être appliqués rétrospectivement. Le professeur James Park nous fournit un cadre d'analyse pour déterminer si une mesure d'application fondée sur des principes est appropriée dans un cas donné¹⁰⁹.

Voici d'autres mécanismes pouvant être mis en place pour prendre en compte au niveau systémique les préoccupations liées au respect de l'équité :

¹⁰⁷ British Columbia Securities Commission, *Enforcement of Outcomes-Based Securities Legislation* (British Columbia: New Legislation Project, 2004), à l'adresse : BCSC <[http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Enforcement\(1\).pdf](http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Enforcement(1).pdf)> [*Enforcement*].

¹⁰⁸ *Enforcement, ibid.*

¹⁰⁹ Park, *supra*, note 5, p. 681-688. Park énonce quatre questions que devraient se poser les organismes de réglementation : premièrement, la situation met-elle en cause un nouveau principe ou un principe bien établi? Un principe bien établi soulève moins d'inquiétudes quant au respect de l'exigence de la notification raisonnable. Deuxièmement, la situation est-elle visée par une règle existante ou faut-il conclure à l'existence d'une lacune réglementaire? Les assujettis devraient pouvoir se fier à la position prise par l'organisme de réglementation si ce dernier a envisagé la conduite en question, mais qu'il a décidé de ne pas l'interdire. Troisièmement, existe-t-il des éléments précis prouvant l'inconduite ou seulement une preuve à caractère général? Des mesures d'application fondées sur des principes se justifient mieux dans le premier cas. Enfin, la population subit-elle un préjudice important en raison de cette inconduite? Park examine ensuite différents scénarios et il conclut que c'est dans le cas où la conduite viole un principe également énoncé dans une règle que le contrôle d'application fondé sur des principes se justifie le mieux et que les cas les plus difficiles sont ceux où une règle permet la conduite en cause, mais qu'elle enfreint néanmoins un principe.

- Une « zone de points de repère (quasi safe harbour) : constituée de règles antérieures, pour autant qu'il n'y ait pas lieu de croire que l'assujetti contourne intentionnellement des principes¹¹⁰.
 - Des traces documentaires : des mesures de conformité et des communications continues avant que des mesures d'application ne soient prises devraient écarter l'effet de surprise¹¹¹.
 - La procédure de consultation par voie d'avis et d'observations : continuer d'y recourir et ne pas perdre de vue son importance¹¹².
 - Contestation des décisions : il convient de rappeler, bien que cela ne soit pas une panacée, que les décisions des commissions des valeurs mobilières peuvent ultimement faire l'objet d'appels ou de contrôles judiciaires devant les tribunaux¹¹³. Plus particulièrement lorsque le différend soulève des questions d'équité procédurale, cela peut mettre un frein à des interventions excessives et fournir aux assujettis l'occasion de s'adresser aux tribunaux.
- *Un éventuel tribunal fédéral :*

Le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières envisage diverses possibilités quant à la création d'un organisme d'application ou d'un tribunal unique.

Dans un régime fondé sur des principes, opérer une scission entre les responsables des politiques et les responsables du contrôle d'application peut présenter d'importantes difficultés si les renseignements portant sur le contrôle d'application ne sont pas efficacement acheminés aux responsables des politiques. Les mesures d'application aident les organismes de réglementation à détecter les éventuels problèmes. Elles fournissent également de précieux renseignements aux acteurs du marché en ce qui concerne les exigences auxquelles les autres services de l'organisme réglementaire — le service de la conformité par exemple — peuvent leur demander de se soumettre. Cela va au-delà de l'expertise : il s'agit d'une caractéristique essentielle d'un système capable de tirer des leçons de sa propre expérience, ce qui devrait être le cas d'un système axé sur les résultats et fondé des principes.

Il peut également être utile de se référer à certaines observations figurant dans le plan directeur (*Blueprint*) du Département du Trésor américain. On y recommande à long terme le remplacement des organismes de réglementation régissant les banques, les compagnies d'assurances, les valeurs mobilières et les marchés à terme et l'adoption d'un système « fondé sur des objectifs » semblable aux systèmes australiens et néerlandais. Selon le plan directeur, le fait d'établir un système de réglementation s'appuyant sur trois objectifs fondamentaux (stabilité des marchés, prudence financière et surveillance des pratiques de l'industrie) augmente sensiblement l'efficacité de la réglementation en permettant aux organismes de tirer profit de la synergie qui opère naturellement et en établissant un lien

¹¹⁰ Voir la partie intitulée « Pouvoir, réglementation proportionnée et participation / PME et petits acteurs réglementés », ci-dessous.

¹¹¹ Voir la partie intitulée « Meilleures pratiques et facteurs critiques de succès : culture réglementaire », ci-dessus.

¹¹² Voir la partie intitulée « Meilleures pratiques et facteurs critiques de succès », ci-dessus.

¹¹³ Sur ce plan, il faut établir un équilibre avec le contrôle que doit exercer l'organisme de réglementation sur l'interprétation de ses principes réglementaires; voir l'analyse ci-dessus.

cohérent entre leur structure et leurs objectifs. La restructuration envisagée aux États-Unis est de toute évidence beaucoup plus vaste que celle qui est actuellement envisagée au Canada. Toutefois, les observations quant à l'efficacité et l'orientation des objectifs figurant dans le plan directeur semblent militer contre une scission entre l'élaboration des politiques et le contrôle d'application en matière de réglementation des valeurs mobilières.

Un tribunal indépendant, établi pour réviser les décisions touchant la réglementation et son contrôle d'application, pourrait poser moins de problèmes. Il vaut la peine de tirer parti de l'expérience de la FSA sur ce plan. Cette dernière semble être en mesure de concilier son approche réglementaire avec le pouvoir de surveillance qu'exerce un tribunal indépendant, le Financial Services and Markets Tribunal, sur certaines de ses décisions. Comme il a déjà été signalé, la FSA a choisi d'intégrer la fonction de contrôle d'application dans sa structure générale de réglementation. Elle s'appuie — particulièrement en comparaison de la SEC — davantage sur des mesures de surveillance et de contrôle ainsi que des communications continues ex ante que sur la dissuasion ex post. Elle estime que le contrôle d'application [TRADUCTION] « est un élément important, mais non le seul, d'une politique de dissuasion crédible »¹¹⁴. Les mêmes indicateurs servent à évaluer le rendement de ses mesures d'application et son rendement à d'autres niveaux. De plus, la FSA a constaté que la publication de ses décisions en matière de contrôle d'application constituait un moyen efficace de communication avec les acteurs de l'industrie — il s'agit d'une forme de directive — et que cela avait amené des entreprises à améliorer leurs processus¹¹⁵. Le Canada aurait sans doute intérêt à parler avec des personnes ayant expérimenté le modèle britannique pour en savoir plus sur la façon dont interagissent un organisme de réglementation et un tribunal indépendant dans un régime réglementaire fondé sur des principes et la collaboration.

La présence d'un tribunal distinct offre des garanties d'indépendance — ce qui, comme on le sait, et comme l'affaire *Ainsley* l'a fait ressortir, est un principe important. Toutefois, particulièrement dans le contexte d'un système réglementaire fondé sur des principes, il est vital de veiller à maintenir le « cycle d'apprentissage continu ».

Distinctions entre le régime de passeport et une autorité nationale de réglementation des valeurs mobilières

Il n'est pas question dans le présent rapport de tenter de déterminer s'il vaut mieux avoir recours à un régime de passeport ou à une commission unique des valeurs mobilières. Toutefois, cette question n'est pas sans incidences sur l'application d'une réglementation suivant une approche fondée sur des principes.

- *Préoccupations et possibilités en ce qui concerne la mise en place d'une structure nationale de réglementation fondée sur des principes*

Autant pour la FSA que pour l'Union européenne, l'élaboration de principes généraux a constitué une solution pragmatique aux problèmes que représentait l'imposition d'une

¹¹⁴ Hector Sants, UK, Financial Services Authority, *Plan d'activités/Business Plan 2008/09* (Londres: 2008), p. 9.

¹¹⁵ *Enforcement Annual*, *supra*, note 48, p. 3-4.

réglementation chapeautant ou remplaçant plusieurs régimes différents déjà en place. Au R.-U., les régulateurs antérieurs ont été amalgamés au sein de la FSA. Dans l'UE, les organismes de réglementation nationaux sont demeurés les principaux générateurs de règles, ce qui signifie que les principes unionistes doivent tout de même être « traduits » en droit national¹¹⁶. Certes, la création d'un nouvel organisme de réglementation global pose des problèmes bien réels, mais à en juger d'après l'expérience de l'UE, elle reste encore la solution la plus simple.

Promulguer une loi nationale type fondée sur des principes n'empêche pas en soi la possibilité que des différences surviennent dans l'*application* d'un ressort à l'autre¹¹⁷. D'un point de vue positif, cela permet aux différentes provinces d'affirmer leur spécificité. D'un point de vue négatif, cette spécificité peut ne pas être jugée souhaitable. Une loi type qui est appliquée de façon substantiellement différente dans l'ensemble du pays par des organismes de réglementation qui ne collaborent pas étroitement peut faire en sorte que les différences dans les priorités d'application et les objectifs de la réglementation ne deviennent pas moins importantes, mais moins visibles. En d'autres mots, les divergences d'approche passent inaperçues et s'expriment dans des pratiques de mise en œuvre et de contrôle d'application plutôt que dans la loi elle-même.

Dans la mesure où l'uniformité d'un ressort à l'autre est une priorité, il faut implanter un système de communication et de surveillance quelconque. Cela est d'autant plus vrai pour l'approche réglementaire fondée sur des principes parce qu'elle dépend essentiellement de la mise en œuvre. La mise en œuvre uniforme d'une réglementation fondée sur des principes dans tout le Canada exigerait une meilleure communication entre les organismes de réglementation et commanderait une collaboration plus régulière et étroite entre ces organismes que ne le permet le régime de passeport.

- *Difficultés et avantages liés à la réglementation davantage fondée sur des principes dans le cadre d'un régime de passeport*

Vers 2004, quand la Colombie-Britannique a commencé à étudier la loi davantage fondée sur des principes proposée, on se demandait si les principes de la C.-B. pouvaient s'adapter aux régimes davantage fondés sur des règles des autres ressorts. De fait, la décision de la province de suspendre la législation reposait sur son désir de poursuivre l'harmonisation.

Les lois types ont été utilisées avec beaucoup de succès dans des systèmes fédéraux, afin d'assurer une certaine uniformité entre les ressorts sur des questions relevant de la compétence d'un gouvernement infranational (p. ex., provinces/territoires, ou États). Le Code commercial uniforme des États-Unis est un exemple éminent. En Europe, l'harmonisation a été assurée davantage par les directives de l'UE que par les lois types,

¹¹⁶ Karel Lannoo & Matthias Levin, « La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les États membres » (2003) Comité des personnes averties chargé d'examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final : C'est le temps d'agir*, monographie, p. 103-136, à l'adresse : <http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_4.pdf> [Lannoo].

¹¹⁷ Voir par. ex. Mary Condon, « L'utilisation des ordonnances d'application d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada » (2003) Comité des personnes averties chargé d'examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final : C'est le temps d'agir*, monographie, p. 411-454, à l'adresse : <http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_9.pdf>.

même si des universitaires ont plaidé en faveur d'une loi type sur le droit des sociétés¹¹⁸. Une loi type fondée sur des principes servirait de paramètre aux organismes de réglementation provinciaux et territoriaux pour orienter leurs propres pratiques, renforçant l'harmonisation et facilitant la reconnaissance mutuelle des provinces.

Vu sous un autre angle, une loi type fondée sur des principes pourrait également *diminuer* les pressions visant à harmoniser les régimes provinciaux distincts. Cela permettrait d'accueillir les différences régionales qui sont significatives en ce qu'elles tiennent à la spécificité de chaque région, mais non au point de nuire à la réglementation des marchés des capitaux canadiens. Dans la mesure où chaque organisme de réglementation respecte des principes communs, renforcés par une application efficace de la réglementation et des mesures de réussite axées sur les résultats, certaines différences d'approche, ou de méthodologie entre les ressorts peuvent alors devenir acceptables¹¹⁹. Les principes globaux stimuleraient la confiance des investisseurs dans la surveillance canadienne des marchés des capitaux, sans égard aux différences locales.

Encore une fois, la réussite du projet dépend des renseignements dont on dispose sur la situation dans chaque territoire. Cela oblige à imposer la transparence entre les organismes de réglementation, et entre les organismes et les participants au marché, pour montrer que les mesures d'application sont efficaces quand la situation l'exige; que l'organisme de réglementation n'est pas « influencé » par les assujettis; et qu'une absence de mesures d'application dans un ressort est signe que les problèmes sont gérés de façon proactive, et non qu'une culture du silence ou de l'aveuglement volontaire s'est implantée.

Pouvoir, réglementation proportionnée et participation

Les questions de proportionnalité et le traitement réservé aux petits participants de marché sont inextricablement liés aux questions plus larges de pouvoir et de possibilité de se faire entendre, et cela est encore plus vrai suivant l'approche fondée sur des principes que ce ne l'est normalement. Comme la réglementation fondée sur des principes suppose une évolution commune des normes réglementaires, le risque est que seuls les acteurs plus importants ou plus puissants saisissent l'occasion de participer. Les principes qui se prêtent à diverses interprétations peuvent donner lieu à un pouvoir occulte, informel et non transparent. Il faut examiner le problème du point de vue de deux groupes d'intervenants en particulier : les consommateurs et les petites entreprises.

- *Les consommateurs*

Il peut y avoir une vaste participation des intervenants au début de l'élaboration de la réglementation, quand les propositions législatives sont mises au point. Dans le passé, la CSCB et la CVMO ont invité les consommateurs à participer à des consultations et des assemblées publiques. Toutefois, la différence avec un système fondé sur des principes, c'est que les principes *continueront* à évoluer par la pratique au fil du temps. Les lois comporteront moins de détails. À moins que la structure réglementaire ne prévoie des possibilités de participation par un grand nombre d'intéressés, les parties plus averties

¹¹⁸ Theodor Baums & Paul Krüger Andersen, « The European Model Company Law Act Project » (2008) ECGI – Law Working Paper No. 97/2008, à l'adresse : <<http://ssrn.com/abstract=1115737>>.

¹¹⁹ C'est là le fondement de la « nouvelle démarche » de l'harmonisation minimale dans l'UE. Lannoo, *supra*, note 116, p. 110-111.

contrôleront le processus d'élaboration des principes. Les parties les plus puissantes et engagées seront mieux placées pour convaincre les organismes de réglementation de défendre leurs intérêts au détriment des autres.

Il existe un bon nombre d'options susceptibles de faciliter la participation des consommateurs au processus réglementaire. Comme l'a souligné la professeure Julia Black dans son rapport à l'intention du groupe de travail Allen il y a quelques années, la participation des consommateurs dans ce processus peut se présenter sous quatre formes principales : information, éducation, consultation et participation. Une stratégie ciblant les consommateurs devrait comporter plusieurs facettes et refléter les fins (dont l'accroissement de la responsabilité démocratique, l'instauration de la confiance, l'élargissement du bassin d'information disponible et l'amélioration de la qualité du processus de décision réglementaire) pour lesquelles la participation est sollicitée¹²⁰. Pour améliorer la participation des consommateurs à long terme, il faut des ressources consacrées à l'éducation des investisseurs. Plusieurs commissions des valeurs mobilières au Canada ont déjà adopté des initiatives en matière d'éducation des investisseurs, mais il sera peut-être nécessaire de réévaluer leur pertinence dans le cadre d'un système fondé sur des principes. La transparence du processus décisionnel est également cruciale. Les organismes de réglementation voudront aussi peut-être solliciter activement la participation et établir des liens avec des organisations et des personnes qui agissent au nom des consommateurs et des investisseurs ou qui plaident en faveur d'un renforcement de la gouvernance d'entreprise, des pratiques éthiques ou des normes de responsabilité sociale d'entreprise.

¹²⁰ Julia Black, « Involving Consumers in Securities Regulation » (2006) Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final : Le Canada s'engage*, vol. 6, p. 545-668, à l'adresse : TFMSL <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume6_en.pdf>.

- *Les PME et les petits acteurs réglementés*

Les petits acteurs peuvent représenter un défi pour les organismes de réglementation du fait qu'ils ne disposent généralement pas des ressources leur permettant de se concentrer spécifiquement sur la conformité¹²¹. Selon Neil Gunningham et Darren Sinclair, plusieurs petites et moyennes entreprises (« PME ») sont à peine rentables et ne peuvent se permettre d'affecter autant de ressources à des questions qui ne se rattachent pas directement à leur activité fondamentale¹²². De plus, souvent, les PME ne sont pas sensibilisées et n'ont pas suffisamment de connaissances; elles ne tiennent pas toujours prioritairement compte de la conformité dans leurs décisions d'affaires; et il y a des chances qu'elles soient moins fréquemment l'objet d'une vérification parce que si, collectivement, elles sont nombreuses, elles ne présentent, individuellement, qu'un risque relativement faible.

Les règles complexes, détaillées et axées sur les processus qui obligent les participants au marché à se conformer à des obligations élaborées en matière d'information peuvent être lourdes et inadaptées aux PME. Par exemple, les mécanismes de responsabilisation qui sont raisonnables pour une entreprise ayant une hiérarchie complexe ne le seront pas nécessairement pour les petites entreprises ou sociétés. Imposer à des petites entreprises de lourdes obligations en matière de conformité peut compromettre leur capacité à soutenir la concurrence. Des exigences particulièrement compliquées en matière de responsabilisation, conjuguées à des ressources limitées, peuvent également créer un conflit entre les activités génératrices de profit de la société et ses processus généraux de conformité. Il est aussi possible que les systèmes réglementaires axés sur des règles soient plus susceptibles de relever les erreurs techniques commises en toute innocence par des acteurs moins avertis parce qu'ils sont plus aptes à relever les violations de forme. Les PME sont généralement des cibles faciles. Les acteurs de mauvaise foi particulièrement avertis sont moins susceptibles de violer des règles techniques tout en contrevenant néanmoins à l'esprit de la loi.

En revanche, les opposants à la réglementation fondée sur des principes soutiennent qu'un tel régime pourrait aussi imposer un lourd fardeau de conformité aux PME. Selon la façon dont elle est structurée et mise en œuvre, la réglementation fondée sur des principes pourrait obliger toutes les entreprises à mettre sur pied des mesures de contrôle de la conformité internes coûteuses et rigoureuses pour atteindre les objectifs réglementaires et à élaborer elles-mêmes des systèmes entièrement nouveaux sur la base d'évaluations détaillées de leurs affaires et des risques qui y sont associés. De plus, un régime réglementaire fondé sur des principes peut imposer des pressions concurrentielles supplémentaires aux petites entreprises parce qu'un tel système avantage les acteurs importants dans l'industrie qui jouissent d'une plus grande capacité d'innovation.

Ni la réglementation fondée sur des principes ni la réglementation proportionnée ne peuvent être complètement adaptées aux différentes ressources à la disposition des petits et des grands participants au marché. Toutefois, ces deux types de réglementation peuvent

¹²¹ Il devrait certainement y avoir une différence entre le traitement que réserve un organisme de réglementation à un petit émetteur et à un petit inscrit, car les inscrits sont soumis à un examen plus régulièrement. Toutefois, pour les besoins du présent rapport, il convient de traiter les petits émetteurs et les petits inscrits de la même façon. Ils sont collectivement appelés les PME.

¹²² Neil Gunningham & Darren Sinclair, *Leaders and Laggards: Next Generation Environmental Regulation* (Sheffield, U.-K. : Greenleaf Publishing, 2002), p. 13-40.

agir en synergie pour mieux répondre aux besoins des PME et pour au moins réduire les répercussions disproportionnées des coûts de conformité sur les petits acteurs. La situation particulière des PME dans un régime de réglementation fondé sur des principes commande une solution adaptée pouvant comporter plusieurs éléments, dont voici les principaux :

- Exigences réglementaires modifiées pour les PME. La réglementation fondée sur des principes est conçue pour être flexible. Elle peut avoir différentes significations selon les secteurs du marché contrairement aux règles détaillées axées sur les processus. Plus précisément, les organismes de réglementation n'auraient pas à accorder aux petites entreprises des dérogations générales.
- Réglementation axée sur les risques. Le système réglementaire davantage fondé sur des principes de la FSA fonctionne en tandem avec l'approche axée sur les risques. La FSA a consciemment décidé de consacrer moins de ressources réglementaires aux PME puisque chaque PME présente un risque relativement faible pour les investisseurs et le marché. Les marchés des capitaux canadiens se caractérisent par un grand nombre de petits émetteurs et inscrits et un calcul fondé sur les risques permettrait probablement d'arriver ici à une conclusion semblable. Toutefois, la répartition précise des ressources devra peut-être être différente, compte tenu de la proportion relativement plus élevée d'émetteurs et d'inscrits au Canada qui peuvent être considérés comme des PME.
- Règles existantes comme « points de repère ». L'exemple de la FSA montre que, dans la pratique, la transition vers un système fondé sur des principes est davantage évolutive que révolutionnaire. Les règles existantes servent toujours de point de référence et les changements sont faits en périphérie. Selon une approche hybride fondée sur des règles et des principes, les entreprises peuvent se fonder sur des règles existantes quand elles n'ont pas les ressources (ou choisissent de ne pas consacrer de ressources) pour interpréter les principes. Selon le modèle de la FSA, si une entreprise décide d'utiliser les principes plutôt que les règles, elle doit convaincre la FSA que sa nouvelle méthode permettra vraisemblablement d'atteindre le même objectif réglementaire. La FSA exerce alors son pouvoir d'accorder une exemption pour suspendre la règle applicable tout en donnant effet au principe pertinent et à l'innovation proposée par l'entreprise. Cette approche conserve les ressources de chacune des entreprises, permettant ainsi à une entreprise d'apporter des modifications graduelles à une règle de conformité au fur et à mesure qu'elle prend conscience de ce qui fonctionne. Un système hybride est aussi susceptible d'apaiser les craintes de l'industrie concernant le pouvoir discrétionnaire et la portée excessive de la réglementation que supposerait un régime purement fondé sur des principes. Et pourtant, les participants au marché qui veulent se fonder sur les principes doivent faire part de leurs propositions à l'organisme de réglementation, ce qui permet à ce dernier de recueillir de l'information concrète en temps réel sur les bonnes pratiques émergentes. Les organismes de réglementation peuvent ensuite partager cette information avec d'autres

acteurs de l'industrie, y compris les petits acteurs ou ceux possédant moins de ressources, qui pourront tirer profit de ces innovations sans avoir à élaborer eux-mêmes des systèmes entièrement nouveaux. Toutefois :

- les règles existantes doivent être relativement satisfaisantes et conformes aux objectifs réglementaires.
 - on ne peut permettre aux acteurs de l'industrie de se fonder stratégiquement sur des règles détaillées existantes et de s'appuyer sur des principes seulement quand l'organisme de réglementation décide de contester la conduite en question. Il faut qu'il soit clair que les acteurs de l'industrie sont aussi tenus de respecter les principes réglementaires. Dans certains cas, il doit y avoir des sanctions pour la violation des principes, même pour les PME.
 - les PME qui s'appuient sur des règles plutôt que sur des principes se privent de la souplesse qui favorise l'innovation et l'efficacité. Des ressources réglementaires supplémentaires (voir ci-dessous) pourraient aider les PME à tirer parti de la souplesse du système.
- Appui pour les petits acteurs sur le marché. Comparativement aux exigences détaillées et axées sur les processus, les exigences fondées sur des principes et axées sur les résultats peuvent permettre aux petits acteurs du marché d'utiliser leurs ressources de façon plus efficace, notamment avec l'aide des organismes de réglementation. Cela peut prendre différentes formes. Par exemple, les associations commerciales et les autres acteurs de l'industrie ont un rôle à jouer pour partager les « meilleures pratiques ». Les meilleures pratiques ne sont pas seulement les pratiques les plus complètes et précises pour répondre aux normes de conformité qui ne cessent d'augmenter, mais aussi les plus efficaces et efficientes pour répondre aux normes réglementaires. De plus, il serait utile que les organismes de réglementation partagent de l'information de façon constante, y compris des renseignements à propos des bonnes pratiques. La nature et la qualité des directives données sont particulièrement importantes pour les PME. Les organismes de réglementation doivent faire preuve de retenue dans leurs directives afin qu'elles soient claires, bien intégrées, facilement accessibles et compréhensibles.

PARTIE 2. MISE EN ŒUVRE

Comment les autres ressorts ont-ils envisagé la transition vers une approche davantage fondée sur des principes?

Le plus surprenant dans la transition vers une approche davantage fondée sur des principes en matière de réglementation sur les valeurs mobilières dans les ressorts visés est peut-être

le rôle relativement restreint que joue la rédaction des lois. L'exemple de la C.-B. est le plus frappant puisque cette province a adopté une approche fondée sur des principes même si la loi qui devait prévoir les principes n'est pas entrée en vigueur. Toutefois, l'expérience de la FSA est semblable. La *Financial Services and Markets Act* découle des efforts du groupe de travail sur l'amélioration de la réglementation (Better Regulation Task Force) du Royaume-Uni, et la FSA a été le premier organisme à élaborer des principes de réglementation à l'intention des entreprises. Cependant, au départ, la FSA ne se considérait pas vraiment comme un organisme de réglementation fondé sur des principes (ou de réglementation proportionnée), mais plutôt comme un organisme de réglementation axé sur les risques, les résultats et la gestion, rentable et consultative¹²³. Ce n'est que plus tard que la FSA s'est fondée sur des principes¹²⁴. Fait à signaler, selon certaines rumeurs, il y a parfois une certaine « friction » entre l'ancienne méthode de réglementation axée sur les risques et la plus récente perspective fondée sur des principes, même si les deux approches ne sont pas incompatibles en théorie. D'où l'importance de tenir compte des aptitudes, de la formation et de la culture du personnel pendant un tel processus de transition¹²⁵.

L'aspect le plus problématique de la constitution de la FSA n'a pas été de changer son approche réglementaire, mais d'essayer de fusionner ses diverses composantes. Il est intéressant de noter que, dans le but d'assurer la continuité et d'appliquer de [TRADUCTION] « bonnes normes de réglementation pendant la période de transition »¹²⁶, la FSA a vu le jour avant de se voir conférer le pouvoir de réglementation. La FSA a été créée en 1997, mais on ne lui a pas accordé son propre pouvoir habilitant avant décembre 2001¹²⁷. Au début de la transition, la FSA cherchait à maintenir autant que possible la continuité dans les relations entre les entreprises individuelles et le personnel chargé d'appliquer la réglementation. Les règles existantes ont été préservées, le personnel en place s'est vu offrir les mêmes conditions d'emploi, et les responsabilités réglementaires ont été transférées au nouvel organisme grâce à une série d'arrangements provisoires. L'approche fondée sur des principes de la FSA a commencé à prendre forme dès les premiers jours devant la nécessité de fusionner les régimes des différentes entités réglementaires¹²⁸.

¹²³ Voir par ex. R.-U., Financial Services Authority, Annual Reports and Business Plans 2002-2003; R.-U., Financial Services Authority, *Financial Services Authority: An Outline* (London : 1997), p. 31-33, à l'adresse : <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/launch.pdf>> [Outline]; *New Regulator, supra*, note 41.

¹²⁴ Le R.-U. a invoqué pour la première fois une approche moins prescriptive et davantage fondée sur des principes, Financial Services Authority, Consultation Paper, No. 185, *The CIS Sourcebook – A new approach* (London : 2003), à l'adresse : <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp185.pdf>>. L'utilisation de l'expression « davantage fondé sur des principes » est devenue beaucoup plus fréquente à la fin de 2006 ou au début de 2007. Voir par. ex. R.-U., Financial Services Authority, Communiqué de presse, « FSA Business Plan focuses on more principles-based regulation » (6 février 2007), à l'adresse : <<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/019.shtml>>.

¹²⁵ Voir Robin Ford, *supra*, note 62.

¹²⁶ Howard Davies, (Observations formulées à la FSA Launch Conference, 28 octobre 1997), à l'adresse : <<http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/1997/SP02.shtml>>.

¹²⁷ La FSA doit son existence à la *FSMA, supra*, note 30. La Loi a remplacé une bonne partie de la législation précédente, y compris la *Financial Services Act 1986*, la *Banking Act 1987* et la *Insurance Companies Act 1982* en vertu desquelles les banques, compagnies d'assurance et autres institutions de services financiers avaient été autorisées et surveillées.

¹²⁸ *Designing, supra*, note 32, p. 4-6 .

Comment la législation peut-elle renfermer davantage de principes?

Établir un équilibre entre les règles et les principes dans la rédaction des lois

Aucun système efficace ne repose entièrement sur des règles ou sur des principes. Dans le cadre d'une approche fondée sur des principes en matière de réglementation des valeurs mobilières, il faut considérer les principes en premier lieu quand il est raisonnable de le faire et essayer de ne pas résoudre les nouveaux problèmes simplement en adoptant de nouvelles règles détaillées. Même dans un système fondé sur des principes, les règles demeurent utiles pour apporter des précisions et renforcer la « contrôlabilité » de leur application.

Pour établir un équilibre entre les règles et les principes, il faut déterminer les priorités et les préoccupations. Dans certains cas, la souplesse et l'adaptation l'emportent sur la certitude et la restriction du pouvoir discrétionnaire; dans d'autres, c'est l'inverse. Les limites sont fixées selon les objectifs que veut atteindre le rédacteur législatif. Par exemple, une législature préoccupée par la portée excessive de la réglementation ou par le manque de transparence ferait en sorte que l'organisme de réglementation ait très peu de pouvoir discrétionnaire (les objectifs seraient perçus comme des règles, et non comme des principes, et seraient prévus dans la loi) notamment en matière d'accès à l'information, de traitement des plaintes ou de responsabilité devant le Parlement. Une législature préoccupée par les droits individuels limiterait le pouvoir discrétionnaire (c.-à-d. qu'elle élaborerait des règles, non des principes) en ce qui concerne les audiences, l'équité procédurale et les droits de consultation/participation. Une législature qui tiendrait à ce que l'organisme de réglementation soit en mesure de suivre le rythme rapide des événements lui aurait donné des principes, et non des règles, et elle ajouterait un important pouvoir décisionnel à son pouvoir de réglementation. Une législature qui tiendrait à ce qu'il existe une forte corrélation entre les objectifs réglementaires et l'application efficace de la réglementation à des cas particuliers ferait en sorte que l'organisme de réglementation ait le pouvoir d'étoffer les principes, plutôt que d'essayer de prévoir certains détails particuliers.

Des facteurs externes importants entrent aussi en jeu. Voici quelques exemples. Quelle latitude la législature accorde-t-elle à l'interprétation des organismes de réglementation et, potentiellement, à celles des cours ou des tribunaux? Dans quelles situations la pratique réglementaire existante (fondée sur des principes ou sur des règles) semble-t-elle bien établie et efficace et a-t-elle créé des attentes auprès des intervenants¹²⁹? Une approche particulière en ce qui touche la rédaction favoriserait-elle l'harmonisation entre les régimes de réglementation existants ou orienterait-elle la pratique réglementaire dans une nouvelle

¹²⁹ E.g. Lawrence A. Cunningham, « Principles and Rules in Public and Professional Securities Law Enforcement: A Comparative U.S. – Canada Inquiry », Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Rapport final : Le Canada s'engage* (Toronto : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, 2006), vol. 6, p. 253-342, à l'adresse : <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume6_en.pdf> (selon lesquels le NASD et l'ACCOVM, maintenant FINRA et OCRCVM, invoquent certains principes plutôt que les règles existantes à l'appui de leurs mesures d'application).

direction? Y a-t-il des éléments particulièrement importants pour le bon fonctionnement des marchés de capitaux canadiens (p. ex., réglementer de façon efficace les nombreuses petites sociétés ouvertes à actionnariat restreint ou tenter de régler le problème de la sous-évaluation des titres d'entreprises canadiennes), qui exigent des solutions adaptées et hautement polyvalentes (c.-à-d. fondées sur des principes)? Y aura-t-il une volonté politique de s'écarter résolument du statu quo sur des questions précises? Quels messages le Canada veut-il transmettre à la communauté internationale?

L'universitaire américain, Colin Diver, a traité de l'importance de la précision dans la rédaction législative en s'inspirant de trois priorités sous-jacentes : la transparence (les mots choisis ont une signification bien définie et universellement acceptée dans la communauté pertinente), l'accessibilité (la loi peut être appliquée dans des situations concrètes sans trop de difficulté ou d'effort) et la cohérence (le fond du message communiqué par les mots entraîne le comportement voulu). Toutefois, il souligne qu'il est difficile de mesurer ces qualités et que souvent, des compromis s'imposent¹³⁰. En s'inspirant de l'analyse de M. Diver, voici quelques-unes des considérations qui peuvent influencer le choix entre les règles et les principes dans un contexte de réglementation des valeurs mobilières :

- *Interprétation davantage fondée sur des règles :*
 - Quand la non-conformité est particulièrement nuisible et la transparence, particulièrement importante – par. ex., dans la délimitation du comportement jugé inacceptable ou dans la protection des droits importants (participation, équité procédurale)
 - – mais attention de ne pas revenir aux règles simplement parce que le contrôle d'application serait difficile et entraînerait des coûts élevés, en s'attaquant à des cas de non-conformité techniques peu complexes seulement parce que ces cas sont simples, et non parce qu'il est important de le faire au regard de l'atteinte des objectifs réglementaires.
 - – attention de ne pas créer un système manipulable ou contournable par les acteurs avertis dans des domaines importants tels que la prévention de la fraude.
 - Quand les coûts d'application des règles sont élevés et que l'accessibilité est importante – par. ex., parce que la loi est appliquée par de nombreux fonctionnaires de première ligne, parce que la loi doit être interprétée par des profanes, ou quand l'organisme de réglementation doit gérer un grand nombre de dossiers relativement simples (p. ex., les règles commerciales ou le développement d'un nouveau produit)¹³¹.
 - – mais attention de ne pas utiliser les règles pour encadrer le jugement des personnes à un coût injustifiable pour l'efficacité ou la

¹³⁰ Colin Diver, *The Optimal Precision of Administrative Rules*, 93 Yale L.J. 65 (1983).

¹³¹ Kaplow soutient également que le facteur déterminant devrait être la fréquence de la mesure réglementée. Quand la fréquence est basse, les normes sont préférables et quand elle est élevée, les coûts engagés pour promulguer les règles sont justifiables. Kaplow, *supra*, note 3.

compatibilité avec les objectifs réglementaires simplement en raison de la méfiance généralisée chez le personnel de première ligne ou les acteurs du marché.

- – attention de ne pas imposer des coûts de conformité élevés aux petits acteurs du marché.
- – attention de ne pas freiner l'innovation.
- Quand le rédacteur estime qu'une règle claire peut inciter les sociétés à bien se conduire – par. ex., parce que les exigences sont facilement vérifiables, faciles à décrire ou parce que les événements ne sont pas en pleine évolution¹³².
- Quand l'uniformité est importante (p. ex. pour la comparaison des documents).
- Comme réponse législative face aux préoccupations touchant l'expertise en réglementation, les objets visés, la portée excessive ou la recherche de rente.
- *Interprétation davantage fondée sur des principes :*
 - Quand la portée trop large ou trop étroite des règles est particulièrement problématique, et quand la souplesse et l'uniformité revêtent une importance particulière – par. ex., pour prévenir la fraude et minimiser la conformité « cosmétique » et les échappatoires.
 - – mais il faut s'assurer d'établir des normes/fondements pour l'application des principes, s'assurer que les principes sont fondamentalement prévisibles et que ceux qui les appliquent tiennent compte des facteurs pertinents, ignorent les facteurs inappropriés et se comportent de façon juste.
 - Quand établir des règles à l'avance peut entraîner des coûts importants – par. ex., en essayant d'arriver à une entente entre les différentes législatures, quand il est impossible d'élaborer des règles utiles à l'avance parce que les situations évoluent rapidement ou quand il est particulièrement important de connaître le contexte
 - – mais il faut s'assurer que cela ne débouche pas sur une abdication pure et simple de la responsabilité d'élaborer des lignes directrices utilement précises.

¹³² Clayton P. Gillette, « Rules, Standards, and Precautions in Payment Systems » (1996) 82 *Virg. L. Rev.* 181, p. 185-86 ([TRADUCTION] « Les directives précises conviennent mieux quand nous avons entièrement confiance en notre capacité d'informer les acteurs visés (ceux auxquels les directives légales sont destinées), de décrire les différentes conduites antisociales (de façon à ce que les acteurs visés connaissent les limites des activités autorisées et interdites) et de reconnaître les conduites en question (aux fins d'application). L'incertitude entourant l'un ou l'autre de ces facteurs justifie l'utilisation de formulations moins précises. »)

- Quand il faut adopter une approche souple pour assurer la bonne conduite des entreprises – par. ex., en ce qui concerne les procédures de conformité interne, la culture d’entreprise, l’évaluation des risques par la direction¹³³
 - – mais attention de ne pas imposer des coûts de conformité élevés aux petits acteurs du marché.
- Pour les normes internes – parce que les questions d’allocation des ressources internes sont traitées de façon plus efficace à l’interne et parce que d’autres mécanismes de surveillance existent.
- En guise de témoignage de la confiance accordée à l’expertise, l’objectivité, l’équité et la capacité de l’organisme de réglementation.

Thèmes communs : sujets se prêtant à un traitement fondé sur les règles ou sur les principes

Existent-ils des aspects de la loi ou de la réglementation touchant les valeurs mobilières qui se prêtent particulièrement à la réglementation fondée sur des principes? Fondée sur des règles¹³⁴? Pour rédiger cette partie, nous avons procédé à une analyse comparative de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l’Ontario (« *LVMO* »)¹³⁵, du projet de loi 38 – la *Securities Act* de la Colombie-Britannique – et des *Securities Rules* connexes proposées (« modèle de la C.-B. »)¹³⁷, de la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec (« *LIDQ* »)¹³⁹ et de la *FSMA*¹⁴¹. La *LVMO* a été choisie comme modèle du statu quo législatif au Canada, même s’il y a bien sûr des différences entre les provinces. Les lois du Québec et de la Colombie-Britannique sont généralement reconnues comme étant davantage fondées sur des principes. La *FSMA* n’était pas explicitement fondée sur des principes au moment où elle a été rédigée, mais la FSA a utilisé son mandat législatif pour élaborer un modèle de réglementation fondée sur des principes reconnu mondialement. Voici un bref aperçu de quelques thèmes fondamentaux aux fins de rédaction des lois¹⁴².

¹³³ Edward Rubin, « The Myth of Accountability and the Anti-Administrative Impulse » (2005) 103 *Mich. L. Rev.* 2073, p. 2131-34 (en faveur de formulations ouvertes quand l’organisme de réglementation [TRADUCTION] « sait quel résultat il désire obtenir, mais ne connaît pas les moyens pour y arriver, quand les circonstances vont vraisemblablement changer de façons que l’[organisme de réglementation] ne peut prévoir, ou quand l’[organisme de réglementation] ne sait pas même quel résultat précis il désire obtenir ».)

¹³⁴ Bien entendu, plusieurs règles importantes sont subdéléguées aux OAR, et ces derniers doivent participer activement à l’élaboration de solutions.

¹³⁵ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, ch. S.5 [*LVMO*].

¹³⁷ Projet de loi 38, *supra*, note 20; *Securities Rules*, B.C.S.C. (21 juin 2004) [proposé], Partie 4, Sections B, C, F (articles 93-104, 114-16), à l’adresse : BCSC <<http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/BCN2004-31-Proposed%20Rules.pdf>> [*Securities Rules*].

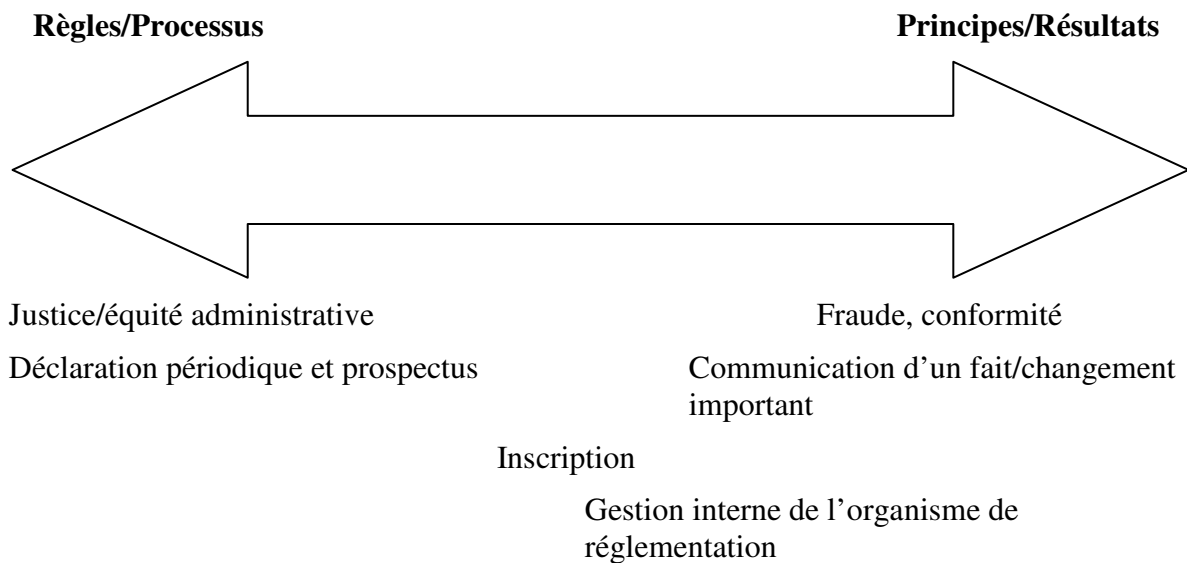
¹³⁹ *Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q. 2008, ch. 24 [*LIDQ*].

¹⁴¹ *FSMA*, *supra*, note 30.

¹⁴² Une comparaison détaillée de ces quatre lois n’est ni faisable ni très utile compte tenu des nombreux différents facteurs qui entrent en jeu dans la rédaction des lois. En outre, les normes canadiennes et multilatérales, les règlements et les règles jouent des rôles fondamentaux dans la véritable réglementation des valeurs mobilières. De façon plus générale, ce rapport appuie la description élaborée par le professeur Stéphane Rousseau des aspects de la réglementation sur les valeurs mobilières fondés sur des règles et de ceux fondés sur des principes, que l’on retrouve dans le mémoire présenté par l’Autorité des marchés financiers au Groupe d’experts. Autorité des marchés financiers, *La mise en place d’une commission unique des valeurs mobilières : un projet inutile* (Groupe d’experts sur l’encadrement des valeurs mobilières, 2008),

Il s'avère que certains sujets seront probablement traités d'une façon davantage fondée sur des principes ou sur des règles, presque sans égard à la méthode de rédaction. Cela ne veut pas dire pour autant que le choix entre les approches fondées sur des règles et celles fondées sur des principes n'est pas pertinent. Il l'est. Même pour un sujet qui se prête clairement à une approche axée sur des règles ou fondée sur des principes, les lois varient quant à savoir où elles se situent sur le spectre. Les différences dans le style de rédaction et la préférence pour un mécanisme de réglementation (des règles par opposition à des lois, axé sur les résultats par opposition à axé sur les processus), abordées dans la section suivante, sont aussi importantes pour comprendre comment la législation peut être plus ou moins fondée sur des règles ou sur des principes.

Toutefois, selon notre examen, *en ne tenant compte que des lois*, certains sujets peuvent être traités de façon plus ou moins fondée sur des principes ou des règles sur le spectre suivant :



Obligations de déclaration : La différence entre les obligations relatives à la déclaration périodique et au dépôt de prospectus, lesquelles ont tendance à être davantage axées sur des règles, et les obligations relatives à la communication des faits/changements importants, lesquelles sont généralement davantage fondées sur des principes, est un exemple intéressant. La rédaction des obligations relatives à la déclaration périodique et au dépôt de prospectus en termes axés sur des règles sert à garantir une présentation régulière et conforme des documents pour le bien des investisseurs. À cet égard, la certitude et la comparabilité sont plus importantes que la souplesse de la réglementation. En revanche, la communication des faits/changements importants est généralement traitée d'une façon davantage fondée sur des principes parce qu'elle oblige les émetteurs à exercer leur jugement pour déterminer quels événements sont importants pour leurs entreprises – ce que l'organisme de réglementation ne sait pas et ce qui ne peut être inscrit sur un échéancier préétabli. (Évidemment, il existe plusieurs réserves aux nettes démarcations qui sont

p. 26, à l'adresse : <<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/Publications/secteur-financier/Memoire-commission-unique.pdf>>.

tracées ici.) Il est logique d'adopter une approche fondée sur des principes à l'égard de la communication des faits/changements importants. Toutefois, il est possible que la communication en temps opportun et la divulgation d'information par voie de prospectus puissent être gérées d'une façon davantage fondée sur des principes (p. ex., « dans un prospectus, les émetteurs doivent communiquer toute l'information concernant l'entreprise, les activités ou les valeurs mobilières d'un fonds commun de placement qu'un investisseur raisonnable jugerait importante lorsqu'il doit décider s'il achète une valeur mobilière ») –, d'autant plus que la divulgation actuelle par voie de prospectus n'arrive pas très bien à aider les épargnants moyens à prendre des décisions concernant leurs investissements. Au fur et à mesure que la technologie évolue, par exemple par l'utilisation obligatoire du XBRL¹⁴³, il peut sembler plus important d'assurer la communication la plus efficace possible que l'uniformité dans la forme.

Justice administrative et équité procédurale : Chaque régime de valeurs mobilières renferme des dispositions régissant les procédures administratives, telles que les audiences et les enquêtes, et ces dispositions sont principalement fondées sur des processus et axées sur des règles¹⁴⁴. Cela est logique parce que la transparence est essentielle quand il est question de la capacité de comprendre des particuliers et de l'exercice de leurs droits; parce que les droits fondamentaux de participation et d'équité sont en jeu, qu'un organisme de réglementation ne devrait pas disposer d'une vaste latitude quant à l'élaboration de procédures équitables limitant son propre pouvoir et parce que les règles touchant l'équité des audiences et des enquêtes sont une façon assez appropriée d'assurer une bonne conduite réglementaire.

Fraude, information trompeuse, manipulation du marché et conformité : Les lois sont assez cohérentes dans la façon dont elle traite la fraude. Toutefois, contrairement aux dispositions sur la justice administrative, la rédaction des lois en matière de fraude est généralement ouverte et fondée sur des principes. C'est logique si l'on considère la myriade de formes qu'une activité frauduleuse peut prendre et la nécessité d'avoir des dispositions législatives souples qui peuvent être adaptées pour pénaliser ce comportement. Il serait impossible d'essayer de définir la gamme complète des activités frauduleuses au moyen de règles détaillées ex ante. Les différences de rédaction entre la *LVMO*, davantage fondée sur les règles, et les autres lois ne semblent pas avoir d'importance. Aucune loi n'essaie de définir la conduite frauduleuse ou la manipulation en termes précis¹⁴⁵.

¹⁴³ Extensible Business Reporting Language (« XBRL ») joint des « balises » lisibles par un ordinateur aux renseignements financiers des émetteurs; il est donc plus facile de trouver, comparer et analyser ces renseignements. Consulté à l'adresse : <<http://xbrl.org>>.

¹⁴⁴ Les meilleurs exemples sont la *LVMO*, *supra*, note 136, art. 3.5, 8-9; et le projet de loi 38, *supra*, note 20, art. 65, 70(2), (3), 75. La *FSMA* et la *LIDQ* ne contiennent pas d'analogies directes. Comme la *FSMA* prévoit un organisme de surveillance indépendant, le Financial Services and Markets Tribunal, elle traite les procédures administratives quelque peu différemment. Toutefois, la structure fondée sur les processus et axée sur les règles demeure. Voir par. ex. *FSMA*, *supra*, note 30, annexe 13. La *LIDQ* est une loi plus précise qui emprunte plusieurs dispositions à la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, bien qu'elle renferme certaines dispositions fondées sur les processus aux art. 115-117.

¹⁴⁵ *LVMO*, *ibid.*, art. 126.1, 126.2; projet de loi 38, *ibid.*, art. 27, 28; *LIDQ*, *supra*, note, art. 151; *FSMA*, *ibid.*, art. 397. Toutes les lois contiennent également des dispositions portant sur les infractions et des interdictions visant la fausse représentation qui sont semblables en nature.

Les dispositions relatives à la conformité – lesquelles exigent que les inscrits maintiennent des systèmes et des contrôles efficaces pour gérer les risques associés à leurs entreprises et pour prévenir et détecter les actes répréhensibles à l’interne – tendent également à être fondées sur des principes (bien que cette fonction soit généralement sous-déléguée aux organismes d’autoréglementation)¹⁴⁶. Les pouvoirs d’intérêt public conférés par l’article 127 de la *LVMO* et les équivalents sont aussi fréquemment invoqués à l’égard de la fraude. La BCSC a réalisé des études sur l’impact de la réglementation qui sont pertinentes pour chacun de ces sujets. En ce qui concerne la conformité, la BCSC a réalisé une étude d’impact qui comparait les exigences détaillées et fondées sur des processus en matière de surveillance des comptes fixées par l’ACCOVAM avec les exigences davantage axées sur les résultats proposés dans le modèle de la C.-B. inspiré du code de déontologie des courtiers et des conseillers¹⁴⁷. En ce qui concerne le pouvoir d’intérêt public et le contrôle d’application de la réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes, le rapport de la C.-B. a examiné la façon dont aurait été considérée l’affaire *Cartaway* en vertu des pouvoirs d’intérêt public existants ou en vertu du Code de déontologie des courtiers et conseillers fondé sur des principes¹⁴⁸.

Administration, allocation des ressources et gestion interne : La *LVMO*, le projet de loi de la C.-B. et la *FSMA* renferment des dispositions sur la gestion interne et l’allocation des ressources. De façon générale, ces dispositions découlent de principes de haut niveau. Elles accordent à l’organisme de réglementation compétent le pouvoir d’appliquer sa loi habilitante, de nommer son personnel et de constituer des comités et de percevoir et de dépenser des fonds pour sa propre administration¹⁴⁹. C’est logique vu que l’organisme de réglementation indépendant est plus à même de prendre des décisions sur l’allocation des ressources internes et de veiller à sa propre gestion. Toutefois, et comme il était à prévoir, des dispositions obligatoires plus détaillées s’appliquent quand il est question de la responsabilité financière et de la relation entre le revenu réglementaire et le revenu consolidé. Les lois ne sont pas identiques, mais les commissions de l’Ontario et de la C.-B.

¹⁴⁶ Mais voir *LIDQ, ibid.*, art. 26-31, 61-62.

¹⁴⁷ *Strong, supra*, note 73. Le rapport de la BCSC analyse l’impact du modèle de la C.-B. sur quatre entreprises membres de l’ACCOVAM (maintenant OCRCVM). Selon l’analyse de la BCSC, les entreprises estimaient que les évaluations demandées par l’ACCOVAM ont contribué de façon importante à leur fardeau réglementaire sans donner aucune protection satisfaisante aux investisseurs. La BCSC a soutenu que, par rapport au système actuel, le modèle de la C.-B., fondé sur le Code de déontologie des courtiers et des conseillers, améliorerait la protection des investisseurs, permettrait aux entreprises d’atteindre les objectifs réglementaires par les moyens les plus efficaces pour leur entreprise et réduirait les coûts d’observation.

¹⁴⁸ *Enforcement, supra*, note 107. Le rapport a conclu que dans les circonstances, le code de déontologie – même s’il est fondé sur des principes – aurait en fait fourni davantage de précisions et conférer plus de certitude que l’ont fait les pouvoirs d’intérêt public actuels. Le rapport contient aussi une analyse des décisions de la Commission des deux dernières années avant sa publication et une comparaison des dispositions utilisées et des dispositions du projet de loi 38. L’analyse a révélé que la plupart des exigences prévues dans le projet de loi 38 seraient facilement applicables parce qu’elles exigeraient des résultats tangibles, l’utilisation de critères objectifs déjà connus des arbitres ou s’inscrivent dans un contexte où il y a déjà une mine de connaissances sur ce qui constitue une conduite acceptable et une conduite inacceptable.

¹⁴⁹ Voir par. ex. *LVMO, supra*, note, art. 3.2(2), 3.2(3), 3.4(1), 3.6; projet de loi 38, *supra*, note 20, art. 135(2), 138-140, 144(3). La *LIDQ* ne renferme aucune disposition semblable parce qu’elles sont couvertes par la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec.

doivent verser certains montants dans le revenu consolidé¹⁵⁰, leur pouvoir d'emprunt est quelque peu limité¹⁵¹, et elles doivent présenter des rapports financiers et comptables¹⁵².

Inscriptions des personnes et des valeurs mobilières : Colin Diver affirme que l'inscription des personnes devrait être davantage fondée sur des principes parce que l'inscription et la délivrance du permis d'exercice ne découragent ni n'influencent une conduite, alors qu'elles visent à prévoir la conduite future à propos de laquelle on sait peu de choses au moment de la délivrance du permis¹⁵³. En effet, chacune des lois adopte une approche fondamentalement fondée sur des principes, laissant les détails aux règles (ou à la réglementation en vertu de la *LIDQ*)¹⁵⁴. Les lois sont moins uniformes à propos de l'inscription des valeurs mobilières. Les prospectus et les notices d'offres sont traités différemment notamment dans la *LVMO* et dans le projet de loi de la C.-B. Il est possible d'interpréter la différence comme un choix entre les règles et les principes, mais il est plus exact de parler d'un choix entre des mécanismes : la *LVMO* contient des détails qui, en Colombie-Britannique, suivant le modèle de la C.-B., seraient compris dans les règles. Le choix du mécanisme, entre la loi et l'établissement de règles, est examiné de façon plus approfondie ci-dessous.

Différences significatives : divergences entre l'approche axée sur les règles et l'approche fondée sur des principes

L'examen de sujets précis, ci-dessus, ne devrait pas masquer le fait qu'à un niveau systémique, la réglementation fondée sur des principes semble différente, et fonctionne différemment, de la réglementation davantage fondée sur des règles. Quelques différences clés sont décrites ci-dessous. Mais ce qui est clair, c'est qu'une transition vers une réglementation davantage fondée sur des principes ne modifie pas les priorités sous-jacentes de la réglementation dans le domaine des valeurs mobilières. Selon le cadre de référence du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, ces priorités visent à garantir des marchés de capitaux efficaces et concurrentiels qui contribuent à la croissance économique et à la prospérité, à assurer l'intégrité du marché et la protection des investisseurs et à réduire le risque systémique.

Pouvoirs de réglementation versus exigences législatives : Chacune des quatre lois confère un pouvoir de réglementation à l'organisme qu'elle régit¹⁵⁵. Comparativement aux lois habilitantes dans d'autres domaines du droit administratif, ce pouvoir est considérable. Toutefois, entre les systèmes davantage fondés sur des règles et ceux davantage fondés sur des principes, la différence réside dans le degré de précision de la loi et dans la mesure dans laquelle l'Autorité ou la Commission peut intervenir au moyen de règles. Adopter une approche à double palier peut aussi offrir souplesse (dans la législation) et certitude accrue

¹⁵⁰ *LVMO, ibid.*, par. 3.4(2); projet de loi 38, *ibid.*, par. 144(2)

¹⁵¹ La *LVMO, ibid.*, accorde le pouvoir d'emprunt principal au ministre et/ou au lieutenant gouverneur en conseil en vertu des par. 3.3(1)-(4), alors que le projet de loi 38, *ibid.*, art. 148, accorde le pouvoir d'emprunt principal à la BCSC, sous réserve de l'approbation du lieutenant gouverneur en conseil.

¹⁵² *LVMO, ibid.*, art. 3.9, 3.10; projet de loi 38, *ibid.*, art. 149.

¹⁵³ Diver, *supra*, note 139, p. 79.

¹⁵⁴ La *FSMA* est rédigée de façon trop différente pour pouvoir faire une comparaison directe, mais voir *LVMO, supra*, art. 25, 26; projet de loi 38, *supra*, note 20, art. 14-16; *LIDQ, supra*, note, art. 54, 58.

¹⁵⁵ Voir *LVMO, supra*, note, art. 143; projet de loi 38, *supra*, note 20, art. 170; *LIDQ, supra*, note, art. 174-75; *FSMA, supra*, note 30, art. 138.

(au moyen des règles et de leur application), mais la pratique est véritablement importante. Dans la pratique, la véritable différence entre un régime fondé sur des principes et un régime fondé sur des règles réside dans la façon dont l'organisme de réglementation décide d'utiliser son pouvoir de réglementation (c.-à-d., en ayant recours à des directives, en mettant l'accent sur la communication avec l'industrie, en s'abstenant d'adopter des règles détaillées, en tentant de rester souple et axé sur les résultats).

Un exemple frappant de la différence entre l'approche actuelle et celle de la C.-B. qui est davantage fondée sur des principes se trouve dans la table de concordance conçue par le personnel de la Commission des valeurs mobilières de cette province en septembre 2004¹⁵⁶. De larges pans de la Loi de 1996 n'ont tout simplement aucun équivalent dans le projet de loi de la C.-B., en partie à cause de la décision d'établir un processus décisionnel détaillé par voie de règles plutôt que par voie législative. (L'autre facteur important est l'approche réglementaire différente dans le modèle de la C.-B., lequel aurait apporté des changements importants à la réglementation, par exemple selon l'approche de l'accès continu au marché)¹⁵⁷.

Par exemple, le projet de loi de la C.-B., la *LVMO* et la *Securities Act* actuelle de la Colombie-Britannique (« *BCSA* ») reconnaissent la nécessité de la première communication des émetteurs sous la forme d'un prospectus. Les dispositions fondamentales des lois se ressemblent beaucoup :

Projet de loi 38 (Projet de loi de la C.-B.)	<p>[TRADUCTION]</p> <p>18 (1) Nul ne peut faire une offre d'une valeur mobilière à moins qu'un prospectus n'ait été déposé et que la Commission ait octroyé un visa à son égard.</p> <p>(2) Un prospectus déposé en vertu du paragraphe (1) doit être en la forme prescrite.</p>
<i>Securities Act</i> de la Colombie-Britannique, R.S.B.C. 1996 (en vigueur)	<p>[TRADUCTION]</p> <p>61 (1) Nul ne peut, sauf exemption prévue par la présente loi, placer une valeur mobilière que si les conditions suivantes sont réunies :</p> <p>a) un prospectus provisoire et un prospectus sont déposés relativement à la valeur mobilière auprès du directeur</p>

¹⁵⁶ Table de concordance, *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, ch. 418 et *Securities Act*, S.B.C. 2004, ch. 43, à l'adresse : <http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/TableofConcordance_Part1.pdf>.

¹⁵⁷ Le projet de loi 38 aurait remplacé les règles actuelles relatives au dépôt de prospectus, les dispositions sur le prospectus simplifié, toute la structure des opérations sur le marché dispensé et les obligations actuelles relatives à la communication continue – comme elles l'étaient – avec une structure fondamentale de l'« accès continu au marché ». L'accès continu au marché aurait exigé de toutes les entreprises ayant accès aux marchés de capitaux de la Colombie-Britannique de communiquer toute « information importante » (remplace ici « fait important » et « changement important ») en temps réel. Depuis, les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens ont fait un pas collectif dans cette direction en adoptant la Norme canadienne 44-101 sur les prospectus simplifiés. *Short Form Prospectus Distributions Amendment Instrument*, C.V.M.O. NC 44-101, (2005) 28 O.S.C.B. 84. Parmi les autres innovations du modèle de la C.-B. on retrouve l'inscription requise uniquement pour les entreprises (laquelle a été abandonnée avant que tout le projet ne le soit), la responsabilité sur le marché secondaire (laquelle a été reprise par la suite), et les pouvoirs accrus en matière de contrôle d'application.

	<p>général;</p> <p>b) le directeur général a octroyé un visa à leur égard.</p> <p>(2) Le prospectus provisoire et le prospectus doivent être en la forme prescrite.</p>
<p><i>Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario</i></p>	<p>53 (1) Aucune personne ou compagnie ne doit effectuer une opération sur une valeur mobilière pour son propre compte ou au nom d'une autre personne ou compagnie si cette opération devait constituer un placement de cette valeur mobilière, à moins qu'un prospectus provisoire et un prospectus n'aient été déposés et que le directeur n'ait délivré un accusé de réception pour eux.</p>

Le projet de loi de la C.-B diverge des deux autres, car il fournit plus de détails. La *LVMO* et la *BCSA* renferment des dispositions précises notamment à propos des modifications aux prospectus provisoires et définitifs, des certificats des émetteurs et des souscripteurs, des visas, des périodes d'attente et de l'opération de placement. Le projet de loi de la C.-B. ne renferme aucune disposition équivalente. Tout détail nécessaire (modifié pour refléter une approche quelque peu différente à l'égard des premières communications) est précisé dans les *Securities Rules* plutôt que dans la loi¹⁵⁸. Les dispositions du projet de loi de la C.-B. à propos des offres publiques d'achat et de rachat, des procurations, de la déclaration continue, de la responsabilité civile sur le marché primaire, entre autres, témoignent d'une approche semblable¹⁵⁹.

Structure axée sur les résultats versus structure axée sur les processus : La législation peut aussi être structurée de façon à être davantage axée sur les résultats et moins sur les processus. Par exemple, la *LVMO* et le modèle de la C.-B. (par son code de déontologie, et non la loi) contiennent tous les deux des dispositions visant à faire en sorte que les clients reçoivent en temps utile les informations à l'égard des opérations conclues pour leur compte. Toutefois, la *LVMO* établit une procédure stricte alors que le modèle de la C.-B. ne prévoit qu'un résultat :

<p><i>Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario</i></p>	<p>36 (1) Le courtier inscrit qui a agi pour son propre compte ou en qualité de mandataire dans le cadre d'une opération sur valeurs mobilières envoie par courrier affranchi ou remet au client, promptement, une confirmation écrite de la transaction, indiquant :</p> <p>a) le nombre et la description des valeurs mobilières;</p> <p>b) la contrepartie;</p> <p>c) s'il a agi pour son propre compte ou en qualité de mandataire;</p> <p>d) le nom de la personne ou de la compagnie qui a acheté ou vendu la valeur mobilière ou par l'entremise de laquelle la valeur mobilière a été achetée ou vendue, s'il a agi en</p>
---	--

¹⁵⁸ Voir particulièrement *Securities Rules*, *supra*, note, Partie 4, sections B, C, F (art. 93-104, 114-16).

¹⁵⁹ Un des problèmes porte sur l'emplacement des « grands principes », tels qu'énoncés à l'annexe, pour chacun des régimes fondés sur des principes. La C.-B. et la FSA ont publié leurs codes/principes au moyen de règles, alors que la *CFMA* et la *LIDQ* les ont directement intégrés dans la loi. Rien de concret ne semble justifier ce choix.

	<p>qualité de mandataire dans une opération;</p> <p>e) la date et, le cas échéant, le nom de la Bourse où la transaction a eu lieu;</p> <p>f) la commission, s'il en est, exigée pour l'opération;</p> <p>g) le nom du représentant, s'il en est, qui a participé à la transaction.</p>
Code de déontologie des courtiers et des conseillers de la C.-B. (proposé)	<p>[TRADUCTION]</p> <p>8 Assurez-vous que chaque client reçoit en temps utile les dossiers qu'un client raisonnable jugerait importants à l'égard de toutes les opérations conclues en son nom et pour son compte.</p>

Nous constatons des différences semblables entre leurs approches à l'égard des conflits d'intérêts des courtiers :

<i>Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario</i>	<p>39 (1) Si un courtier inscrit fait paraître, publie ou envoie une circulaire, une brochure, une lettre, un télégramme ou une annonce publicitaire dans l'intention d'effectuer, avec une personne ou une compagnie qui n'est pas un autre courtier inscrit, une opération portant sur une valeur mobilière et qu'il se propose d'agir pour son propre compte dans le cadre de cette opération, il le déclare par écrit, notamment dans la circulaire, la brochure, la lettre, le télégramme ou l'annonce publicitaire avant de conclure un contrat pour la vente ou l'achat de cette valeur mobilière et avant d'accepter un paiement ou de recevoir une garantie ou une contrepartie en vertu ou en prévision d'un tel contrat.</p>
Code de déontologie des courtiers et des conseillers de la C.-B. (proposé)	<p>[TRADUCTION]</p> <p>17 Communiquez rapidement au client toute information qu'un client raisonnable jugerait importante pour déterminer votre capacité à fournir un service ou des conseils objectifs.</p>

Codes de déontologie et principes de réglementation à l'intention des entreprises :

L'élaboration de principes de haut niveau pour guider la conduite des entités réglementées semble être un des éléments clés de l'approche fondée sur des principes. L'annexe au présent rapport énonce et compare les principes que les organismes de réglementation fondés sur des principes examinés ici appellent les Principes de réglementation à l'intention des entreprises (FSA), le Code de déontologie des courtiers et des conseillers (C.-B.) ou les Grands principes pour le marché des instruments dérivés (*CFMA* et *LIDQ*). En plus de refléter une approche axée sur les résultats, ces codes et principes représentent un ensemble fondamental de critères conçus pour guider la relation et les communications entre l'organisme de réglementation et la personne ou la société réglementée.

Différences stylistiques et structurelles : Une réglementation fondée sur des principes s'accompagne souvent d'une rédaction en langage clair. Parfois, elle énonce aussi des processus simplifiés, comme dans le cas du projet de loi de la C.-B. avec ses propositions pour l'inscription requise uniquement pour les entreprises et l'accès continu au marché.

Recommandations

En conclusion, nous formulons les recommandations suivantes à l'intention du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières. Le Canada devrait :

- Adopter en ce qui concerne la réglementation des valeurs mobilières une approche davantage fondée sur des principes, telle que définie dans le présent rapport (c.-à-d. se pencher autant sur la mise en œuvre que sur la rédaction).
- Aux fins de rédaction législative, élaborer un ensemble de critères qui reflètent les priorités législatives et les choix adéquats en matière de conception réglementaire afin de décider quand recourir à des règles et quand recourir à des principes – c.-à-d. un plan administratif bien pensé, une communication continue avec l'industrie, un programme de formation pour les intervenants et une collaboration avec des tiers tels que les défenseurs des intérêts des investisseurs ou les associations sectorielles.
- S'employer à développer une culture sur le plan de la réglementation qui réponde aux besoins du nouvel environnement en termes d'expertise et d'approche.
- Concevoir une structure de contrôle d'application efficace et adéquate qui se rapproche davantage de l'approche britannique que de celle, plus répressive, des États-Unis.
- Porter une attention particulière aux petites entreprises. Mettre en œuvre un régime réglementaire proportionné et axé sur les risques, offrir des cours de formation et un soutien, élaborer des mécanismes de consultation et de participation adéquats.
- Créer des façons de faciliter la participation du consommateur sur une base permanente. Au nombre des options se trouvent l'établissement de groupes semblables aux groupes de consommateurs du R.-U., l'affectation de ressources nécessaires à l'éducation des investisseurs, le renforcement de transparence et de l'accessibilité de la réglementation et la promotion de relations appropriées avec les groupes de défense des consommateurs.

Références

LÉGISLATION

Projet de loi 38, *Securities Act*, 5th Sess., 37th Parl., Colombie-Britannique, 2004
(sanctionné le 13 mai 2004).

Securities Act, R.S.B.C. 1996, ch. 418.

Securities Amendment Act, 2006, S.B.C. 2006, ch. 32.

Securities Amendment Act, 2007, S.B.C. 2007, ch. 37.

Loi sur les valeurs mobilières, L.R.O. 1990, ch. S.5.

Loi sur les instruments dérivés, L.R.Q. 2008, ch. 24.

Loi sur les valeurs mobilières, L.R.Q. ch. V-1.1.

Financial Services and Markets Act 2000 (R.-U.), 2000, ch. 8.

FSA Handbook (R.-U.).

Commodity Futures Modernization Act, 7 U.S.C. § 1 (2000).

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

Securities Rules, B.C.S.C. (21 juillet 2004) [proposé]. Consulté à l'adresse : BCSC
<<http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/BCN2004-31-Proposed%20Rules.pdf>>.

Table de concordance, *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, ch. 418 et *Securities Act*, S.B.C. 2004, ch. 43. Consulté à l'adresse : BCSC
<http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/TableofConcordance_Part1.pdf>.

Short Form Prospectus Distributions Amendment Instrument, O.S.C. NI 44-101, (2005) 28
O.S.C.B. 84.

JURISPRUDENCE

Ainsley Financial Corporation c. Ontario Securities Commission, 14 O.R. (3d) 280, [1993]
O.J. No. 1830.

Re: Cartaway Resources Corporation, 2004 CSC 26, [2004] 1 R.C.S. 672.

Re: Cartaway Resources Corporation (2 octobre 2000), 2000 BCSECCOM 88. Consulté à
l'adresse : BCSC <<http://www.bsc.bc.ca/enforcement.asp>>.

DOCTRINE

- AYRES, Ian. « Preliminary Thoughts on Optimal Tailoring of Contractual Rules » (1993) 3 *S. Cal. Interdisciplinary L.J.* 1.
- AYRES, Ian & John BRAITHWAITE. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate* (Oxford : Oxford University Press, 1992).
- BAUMS, Theodor & Paul Krüger Anderson. « The European Model Company Law Act Project » (2008) ECGI – Law Working Paper No. 97/2008. Consulté à l’adresse : <<http://ssrn.com/abstract=1115737>>
- BLACK, Julia. « Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation » (2008) [manuscrit non publié, détenu par l’auteure].
- BLACK, Julia, *et al.* « Making a Success of Principles Based Regulation » (2007) 1(3) *L. & Financial Markets Rev.* 191.
- BLACK, Julia. *Rules and Regulators* (Oxford : Clarendon Press, 1997).
- BRAITHWAITE, John. *To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety* (Buffalo, NY : State University of New York Press, 1985).
- BRATTON, William W. « Enron, Sarbanes-Oxley and Accounting: Rules Versus Principles Versus Rents » (2003) 48 *Vill. L. Rev.* 1023
- BRATTON, William W. « Rules, Principles, and the Accounting Crisis in the United States » (2004) 5 *Eur. Bus. Org. L. Rev.* 7.
- CARPENTIER, Cecile, *et al.* « On the Competitiveness of the Canadian Stock Market ». Consulté à l’adresse : <<http://ssrn.com/abstract=1262874>>
- CEARNS, Kathryn & Eilís FERRAN. « Non-Enforcement Led Public Oversight of Financial and Corporate Governance Disclosures and of Auditors » (2008) ECGI – Law Working Paper, No. 101/2008.
- COFFEE, John C. « Law and the Market: The Impact of Enforcement » (2007) 156 *U. Pa. L. Rev.* 229.
- COGLIANESE, Cary & David LAZER. « Management-Based Regulation: Prescribing Private Management to Achieve Public Goals » (2003) 37 *Law & Soc’y Rev.* 691.
- COLE, Margaret. « How Enforcement makes a difference » (Remarques formulées à la Enforcement Law Conference, 18 juin 2008). Consulté à l’adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0618_mc.shtml>
- COLLITON, James W. « Standards, Rules and the Decline of the Court in the Law of Taxation » (1995) 99 *Dick. L. Rev.* 265.
- CONDON, Mary. « Risk-Based and Principles-Based Regulation » (Document présenté au Joint Annual Meeting of the Canadian Law and Society Association and the (U.S.) Law and Society Association, Montréal, 30 mai 2008) [non publié].
- CUNNINGHAM, Lawrence A. « A Prescription to Retire the Rhetoric of “Principles-Based Systems” in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting » (2007) 60 *Vand. L. Rev.* 1411.
- DANIELS, Ronald J. & Jeffrey G. MacIntosh. « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime » (1991) 29 *Osgoode Hall L.J.* 863.
- DAVIES, Howard. (Observations formulées à la FSA Launch Conference, 28 octobre 1997). Consulté à l’adresse : FSA <www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/1997/SP02.shtml>.

- DIVER, Colin S. « The Optimal Precision of Administrative Rules » (1983) 93 *Yale L.J.* 65.
- EDWARDS, Jonathan & Simon WOLFE. « Compliance: A Review » (2005) 13 *J. Fin. Reg. & Compliance* 48.
- ENDICOTT, Timothy A.O. *Vagueness in Law* (New York : Oxford University Press, 2001).
- GILLETTE, Clayton P. « Rules, Standards, and Precautions in Payment Systems » (1996) 82 *Virg. L. Rev.* 181.
- GUNNINGHAM, Neil & Darren SINCLAIR. *Leaders and Laggards: Next Generation Environmental Regulation* (Sheffield, UK : Greenleaf Publishing, 2002).
- HUGHES, Jennifer. « FSA admits failings over Northern Rock » *The Financial Times* (26 mars 2008). Consulté à l'adresse : Financial Times
<http://www.ft.com/cms/s/0/0833a416-fb0d-11dc-8c3e-000077b07658.html?nclick_check=1>.
- KAPLOW, Louis. « Rules versus Standards: An Economic Analysis » (1992) 42 *Duke L.J.* 557.
- KELMAN, Mark. *A Guide to Critical Legal Studies* (Boston : Harvard University Press, 1990).
- KENNEDY, Duncan. « Form and Substance in Private Law Adjudication » (1976) 89 *Harv. L. Rev.* 1685.
- KOROBKIN, Russell B. « Behavioral Analysis and Legal Form: Rules vs. Principles Revisited » (2000) 79 *Or. L. Rev.* 23.
- MACCORMICK, Neil. « Reconstruction after Deconstruction: A Response to CLS » (1990) 10 *Oxford J. Legal Stud.* 539.
- NELSON, Mark. « Behavioural Evidence on the Effects of Principles- and Rules-Based Standards » (2003) 17 *Acct. Horizons* 91.
- PARKER, Christine & Vibeke Lehmann NIELSEN. « Testing Responsive Regulation in Regulatory Enforcement » (Document présenté au Joint Annual Meeting of the Canadian Law and Society Association and the (U.S.) Law and Society Association, Montréal, 29 mai 2008) [non publié].
- PARK, James J. « The Competing Paradigms of Securities Regulation » (2007) 57 *Duke L.J.* 625.
- PARTNOY, Frank. « Second-Order Benefits from Standards » (2007) 48 *B.C.L. Rev.* 169.
- PICCIOTTO, Sol. « Constructing Compliance: Game Playing, Tax Law, and the Regulatory State » (2007) 29 *Law & Pol'y* 11.
- POSNER, Eric A. « Standards, Rules, and Social Norms » (1997) 21 *Harv. J.L. & Pub. Pol'y* 101.
- RADIN, Margaret Jane. « Reconsidering the Rule of Law » (1989) 69 *B.U.L. Rev.* 781.
- THOMPSON, D.A. Rollie « Rules and Rulelessness in Family Law: Recent Developments, Judicial and Legislative » (2000) 18 *Can. Fam. L.Q.* 25.
- ROSE, Carol M. « Crystals and Mud in Property Law » (1988) 40 *Stan. L. Rev.* 577.
- RUBIN, Edward. « The Myth of Accountability and the Anti-Administrative Impulse » (2005) 103 *Mich. L. Rev.* 2073.
- SARRA, Janis, *et al.* *Securities Law in Canada: Cases and Commentary* (Toronto : Emond Montgomery Publications, 2005).

- SANTS, Hector. « Principles-Based Regulation – Lessons from the Sub-Prime Crisis » (Observations formulées à la Securities and Investments Institute Annual Conference, 15 mai 2008). Consulté à l'adresse : FSA
<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0515_hs.shtml>.
- SANTS, Hector. « Recent Market Events and the FSA's Response » (Observations formulées au IMA AGM Dinner, 20 mai 2008). Consulté à l'adresse : FSA
<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0520_hs.shtml>.
- SCALIA, Antonin. « The Rule of Law as a Law of Rules » (1989) 56 *U. Chicago L. Rev.* 1175.
- SCHAUER, Frederick. « Rules and the Rule of Law » (1991) 14 *Harv. J.L. & Pub. Pol'y* 645.
- SCHAUER, Frederick. « The Convergence of Rules and Standards » (2003) *N.Z.L. Rev.* 303.
- SCHAUER, Frederick. « The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards » (2005) 14 *J. Contemp. Legal Issues* 803.
- SCHLAG, Pierre. « Rules and Standards » (1985) 33 *UCLA L. Rev.* 379.
- SCHWARCZ, Steven. « The Principles Paradox » (2008) Legal Studies Paper, No. 205 [archivé à la Duke Law School].
- SCHWARTZ, Barry. *The Paradox of Choice: Why More is Less* (New York : Harper Perennial, 2004).
- SPARROW, Malcolm. *The Regulatory Craft: Controlling Risks, Solving Problems, and Managing Compliance* (Washington : Brookings Institution Press, 2000).
- STRAUSS, Peter L. « Publication Rules in the Rulemaking Spectrum: Assuring Proper Respect for an Essential Element » (2001) 53 *Admin. L. Rev.* 803.
- SULLIVAN, Kathleen M. « The Supreme Court 1991 Term: Foreword: The Justices of Rules and Standards » (1992) 106 *Harv. L. Rev.* 22.
- SUNSTEIN, Cass R. « Problems with Rules » (1995) 83 *Cal. L. Rev.* 953.
- THAM, Penny. (Observations formulées à la Capital Ideas 2006, 28 septembre 2006). Consulté à l'adresse : BCSC
<<http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/news/publications/CompleteTranscript-Capitalideas2006.pdf>>.
- TINER, John. « Better regulation: objective or oxymoron » (Observations formulées à la SII Annual Conference, 9 mai 2006). Consulté à l'adresse : FSA
<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/0509_jt.shtml>.
- TITCOMB, Lesley. « Supervision of small firms » (Observations formulées devant l'Association of Professional Compliance Consultants, 5 mars 2008). Consulté à l'adresse : FSA
<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2008/0305_lt.shtml>.
- WALLISON, Peter J. « Fad or Reform: Can Principles-Based Regulation Work in the United States? » (2007) American Enterprise Institute for Public Policy Research. Consulté à l'adresse : AEI
<http://www.aei.org/publications/pubID.26325/pub_detail.asp>.

DOCUMENTS GOUVERNEMENTAUX

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. *Encadrement des marchés des dérivés au Québec* (Québec : 2006) Consulté à l'adresse :

<<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/consommateur/encadrenemt-produits-derives/Encadrement-marches-derives.pdf> >.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. *La mise en place d'une commission unique des valeurs mobilières : un projet inutile* (Mémoire présenté au groupe d'experts sur l'encadrement des valeurs mobilières, 2008). Consulté à l'adresse :

<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/Publications/secteur-financier/Memoire_commission-unique.pdf>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Another Way Forward for Securities Reform* rédigé par Brent W. Aitken, Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Rapport final *Le Canada s'engage*, 2006, vol. 7. Consulté à l'adresse :

<http://www.tfmsl.ca/docs/Volume7_en.pdf>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Enforcement of Outcomes-Based Securities Legislation* (British Columbia : New Legislation Project, 2004). Consulté à l'adresse : <[http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Enforcement\(1\).pdf](http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Enforcement(1).pdf)>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *History of the 2004 BC Securities Legislation* (2004). Consulté à l'adresse :

<<http://www.bsc.bc.ca/instruments.aspx?id=1894>>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Investor Remedies In Securities Legislation* (British Columbia : New Legislation Project, 2004). Consulté à l'adresse :

<[http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Investor_Remedies\(1\).pdf](http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/RIA_Investor_Remedies(1).pdf)>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Moving ahead with regulatory reform in British Columbia* (mars 2005). Consulté à l'adresse :

<http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/Moving_Ahead.pdf >.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *New Concepts for Securities Regulation* (British Columbia : A New Way to Regulate, 2002). Consulté à l'adresse :

<http://www.llbc.leg.bc.ca/public/PubDocs/bcdocs/351209/New_Concepts.pdf>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *New Proposals for Securities Regulation* (British Columbia : A New Way to Regulate, 2002). Consulté à l'adresse : <http://www.llbc.leg.bc.ca/public/PubDocs/bcdocs/353958/bcsc_proposals2002_report.pdf>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. Communiqué de presse.

« Securities laws to be harmonized across Canada » (10 février 2006). Consulté à l'adresse : <http://www.bsc.bc.ca/release.asp?id=2944>.

BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Principles-based Regulation: Financial Services Authority* rédigé par Robin Ford, Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Rapport final, *Le Canada s'engage*, 2005, vol. 7. Consulté à l'adresse :

<http://www.tfmsl.ca/docs/Volume7_en.pdf>.

- BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Submission of the British Columbia Securities Commission* (Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2008). Consulté à l'adresse :
<http://www.bpsc.bc.ca/uploadedFiles/BCSC_Submission_to_Expert_Panel_on_Securities_Regulation-July2008.pdf>.
- BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION. *Strong and Efficient Investor Protection: Dealers and Advisers under the BC Model – A Regulatory Impact Analysis* rédigé par Christina Wolf (British Columbia : Deregulation Project, 2003). Consulté à l'adresse :
<http://www.llbc.leg.bc.ca/public/PubDocs/bcdocs/365940/regulatory_impact_analysis.pdf>.
- COMITÉ D'EXAMEN DE LA LOI SUR LES CONTRATS À TERME SUR MARCHANDISES DE L'ONTARIO. *Rapport final* (Ontario : ministère des Services gouvernementaux, 2007). Consulté à l'adresse :
<<http://www.gov.on.ca/mgs/graphics/121811.pdf>>.
- COMITÉ DE PERSONNES AVERTIES CHARGÉ D'EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA. *Rapport final : C'est le temps d'agir* (Ottawa : ministère des Finances, 2003). Consulté à l'adresse : <http://www.wise-averties.ca/reports/html/F_Final/index.html>.
- COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO. News Release/Communiqué. « La CVMO publie des critères fondés sur les risques afin de favoriser la transparence et d'éduquer les participants au marché » (19 décembre 2002). Consulté à l'adresse :
<http://www.osc.gov.on.ca/Media/NewsReleases/2002/nr_20021219_osc-risk-based.jsp?lang=fr>.
- COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO. Staff Notice, 11-719, « A Risk-based Approach for More Effective Regulation » (2002). Consulté à l'adresse :
<http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part1/sn_20021218_11-719_effective-reg.pdf>.
- GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES. *Rapport final : Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières* (Ontario : ministère des Services gouvernementaux, 2006). Consulté à l'adresse :
<http://www.panelcrawford.ca/ebauche_dune_commission_canadienne_des_valeurs_mobilieres.pdf>.
- GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA. *Rapport final, Le Canada s'engage* (Toronto : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, 2006). Consulté à l'adresse : <<http://www.tfmsl.ca/>>.
- UK, BETTER REGULATION TASK FORCE. *Principles of Good Regulation* (London : 2003). Consulté à l'adresse :
<<http://archive.cabinetoffice.gov.uk/brc/upload/assets/www.brc.gov.uk/principles.pdf>>.

- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *A new regulator for the new millennium* (London : 2000). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/P29.pdf>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Annual Report 2007/08* (London : 2008). Consulté à l'adresse : http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar07_08/ar07_08.pdf.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Better Regulation Action Plan: Progress Report* (London : 2006). Consulté à l'adresse : http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/2660_Action_plan.pdf.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Better Regulation Action Plan: What we have done and what we are doing* (London : 2005). Consulté à l'adresse : http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/better_regulation.pdf.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Business Plan 2008/09* (London : 2008). Consulté à l'adresse : http://www.fsa.gov.uk/pubs/plan/pb2008_09.pdf.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Consultation Paper No. 07/2: Review of the Enforcement and Decision making manuals* (London : 2007). Consulté à l'adresse : http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_02.pdf.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Consultation Paper No. 8: Designing the FSA handbook of rules and guidance* (London : 1998). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/CP08.pdf>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Consultation Paper No. 13: The FSA Principles for Businesses* (London : 1998). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp13.pdf>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Consultation Paper No. 17: Financial Services Regulation: Enforcing the New Regime* (London : 1998). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp17.pdf>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Consultation Paper No. 185: The CIS sourcebook – A new approach* (London : 2003). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp185.pdf>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Enforcement Annual Performance Account 2006/07* (London : 2007). Consulté à l'adresse : http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar06_07/enforcement_progress.pdf.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Financial Services Authority: An Outline* (London : 1997). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/launch.pdf>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *First Annual Report of the FSA Small Business Practitioner Panel (SBPP)* (London : 2000). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/SBPP01.pdf>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *How we evaluate our performance – the Outcomes Performance Report and developments in our approach since 2002* (London : 2007). Consulté à l'adresse : http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/evaluate_OPR.pdf.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. Communiqué de presse « FSA Business Plan focuses on more principles-based regulation » (6 février 2007). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/019.shtml>.

- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Principles-based regulation: Focusing on the outcomes that matter* (London : 2007). Consulté à l'adresse : <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *The FSA's risk-assessment framework* (London : 2006). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/bnr_firm-framework.pdf>.
- UK, FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *Treating customers fairly – towards fair outcomes for consumers* (London : 2006). Consulté à l'adresse : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/tcf_towards.pdf>.
- US, DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure* (Washington : Department of the Treasury, 2008). Consulté à l'adresse : <<http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>>.
- US, COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION. *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation* (Cambridge, MA : 2006).

Annexe

Comparaison des principes de réglementation

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés [proposée]	Loi sur les instruments dérivés du Québec [éditée]
Intégrité	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou entreprise doit exercer ses activités avec intégrité. 	<ul style="list-style-type: none"> • Agissez avec équité et honnêteté et de bonne foi envers votre client et dans le meilleur intérêt de ce dernier. 		<ul style="list-style-type: none"> • Le courtier ou le conseiller est tenu d’agir de bonne foi, avec honnêteté et loyauté dans ses relations avec le client. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le courtier, le conseiller ou le représentant doit en tout temps respecter les normes de probité et d’équité qui sont reconnues dans le commerce des dérivés [art. 64].
Compétence, prudence et diligence	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une société doit exercer et contrôler ses activités avec compétence, prudence et diligence. 	<ul style="list-style-type: none"> • Exercez la diligence et la compétence qu’une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances. • Prenez des mesures raisonnables pour vous assurer que chaque représentant qui travaille pour 	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une société doit avoir une marge de discrétion raisonnable pour déterminer la façon dont elle se conforme aux grands principes. • Une personne ou une société doit avoir des ressources financières, opérationnelles et de gestion suffisantes pour 	<ul style="list-style-type: none"> • Une entité réglementée doit veiller avec diligence à organiser et à contrôler ses activités de façon responsable et efficace, au moyen de systèmes de gestion du risque. • Le candidat à l’inscription ou à l’agrément doit faire preuve de compétence, 	<ul style="list-style-type: none"> • L’entité réglementée reconnue utilise des systèmes de traitement de l’information de capacité suffisante, qui lui permettent d’exécuter ses opérations de façon sécuritaire et fiable [art. 27]. • L’entité réglementée reconnue organise et contrôle ses activités de façon diligente et efficace

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés [proposée]	Loi sur les instruments dérivés du Québec [éditée]
		<p>votre entreprise est compétent pour travailler dans le domaine des valeurs mobilières et est dûment supervisé.</p> <ul style="list-style-type: none"> Assurez-vous que votre service de conformité a les compétences techniques, des ressources suffisantes, l'autonomie et l'expérience nécessaire pour s'acquitter de ses fonctions. 	<p>s'acquitter de ses responsabilités.</p> <ul style="list-style-type: none"> Conclure des ententes d'échange d'information nationales et internationales et respecter les conditions de toutes les ententes appropriées et applicables. 	<p>probité et solvabilité et doit satisfaire les exigences réglementaires.</p>	<p>[art. 29].</p> <ul style="list-style-type: none"> Le courtier ou le conseiller doit organiser et contrôler ses affaires de façon diligente et efficace [art. 61]. Un représentant doit, en outre, respecter les normes de diligence et de compétence qui régissent sa conduite et, à cet effet, maintenir un niveau suffisant de connaissances sur les dérivés [art. 64].
Gestion et contrôle	<ul style="list-style-type: none"> Une entreprise doit veiller à organiser et à contrôler ses activités de façon efficace. 	<ul style="list-style-type: none"> Séparez les services techniques des services du commerce et de la publicité. Maintenez un système de 	<ul style="list-style-type: none"> Une personne ou une société doit être en mesure de gérer les risques liés à ses responsabilités en utilisant les outils et les procédures appropriés. 	<ul style="list-style-type: none"> Les pratiques de gouvernance doivent être claires et transparentes afin de répondre aux besoins de l'intérêt public tout en favorisant l'atteinte 	<ul style="list-style-type: none"> Les pratiques de gouvernance de l'entité réglementée reconnue doivent être claires et transparentes. Elles doivent servir l'intérêt de ses membres et des participants

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	<i>Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés</i> [proposée]	<i>Loi sur les instruments dérivés du Québec</i> [éditée]
		conformité efficace ainsi qu'un service efficace pour gérer les risques associés à votre entreprise.	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une société doit avoir des règles et des procédures visant à permettre une gestion d'événements efficace, juste et sécuritaire quand les membres ou les participants deviennent insolvables ou manquent autrement à leurs obligations. • Garder des mesures adéquates et des ressources suffisantes pour surveiller et veiller à l'observation des règles et pour régler des différends. • Élaborer et mettre en place un programme de surveillance et d'analyse du risque pour s'assurer que les systèmes automatisés fonctionnent 	<p>des objectifs des actionnaires et des adhérents.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Une entité réglementée doit établir des procédures pour détecter tout problème des intervenants qui pourrait résulter des cas de défaut. • Une entité réglementée doit adopter des procédures appropriées pour la formulation et l'adoption et la modification de ses règles et pour assurer leur respect. • Une entité réglementée doit adopter des règles s'accordant le pouvoir de suspendre la négociation et de modifier les conditions de négociation lorsque 	<p>au marché, tout en servant l'intérêt public [art. 26].</p> <ul style="list-style-type: none"> • Une entité réglementée reconnue doit adopter des règles de fonctionnement relatives à son activité et à celle de ses membres ou des participants au marché. Elle doit prévoir dans son règlement intérieur des procédures appropriées pour l'adoption et la modification de ces règles [art. 19]. • Les règles de fonctionnement de l'entité doivent également prévoir un processus de traitement des plaintes qui permet une résolution rapide, juste et équitable des litiges la mettant en cause [art. 21].

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés [proposée]	Loi sur les instruments dérivés du Québec [éditée]
			<p>bien et qu'ils ont une capacité et des mesures de sécurité suffisantes.</p> <ul style="list-style-type: none"> Élaborer des normes appropriées pour déterminer l'admissibilité des ententes, contrats ou transactions présentés à la personne ou la société. 	nécessaire pour assurer un marché ordonné.	
Prudence	<ul style="list-style-type: none"> Une personne ou une société doit exercer et organiser ses activités avec prudence. Une personne ou une société doit maintenir des ressources financières suffisantes. 			<ul style="list-style-type: none"> Une entité réglementée doit maintenir en tout temps des ressources financières suffisantes pour ses opérations. 	<ul style="list-style-type: none"> L'entité doit disposer en tout temps de ressources financières et humaines suffisantes pour exercer efficacement ses activités et, le cas échéant, les pouvoirs qui lui sont délégués par l'Autorité [art. 30]. Le courtier ou le conseiller doit disposer de ressources financières suffisantes pour pouvoir honorer en tout temps ses engagements d'affaires et faire face aux

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés [proposée]	Loi sur les instruments dérivés du Québec [éditée]
					risques auxquels son entreprise est exposée [art. 62].
Conduite sur le marché	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une société doit respecter les normes de bonne conduite sur le marché. 	<ul style="list-style-type: none"> • Respectez toutes les lois et règlements pertinents auxquels vous êtes assujetti. • Ne vous conduisez pas d'une façon qui pourrait nuire à la réputation des marchés des valeurs mobilières. Prenez toutes les mesures raisonnables pour déterminer si les agissements d'un client ont porté atteinte à l'intégrité du marché des valeurs mobilières. 	<ul style="list-style-type: none"> • Éviter d'adopter des règles ou d'entreprendre des démarches qui donnent lieu à une restriction déraisonnable du commerce. 	<ul style="list-style-type: none"> • Une entité réglementée doit établir et assurer le respect de règles et procédures afin d'assurer l'intégrité financière des transactions négociées par l'intermédiaire du marché. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le courtier, le conseiller ou le représentant refuse d'agir pour un client s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération concernée est illicite ou susceptible de jeter le discrédit sur le marché des dérivés [art. 66].
Clientèle : Général	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une société doit tenir compte des 	<ul style="list-style-type: none"> • Prenez les mesures raisonnables pour apprendre et garder vos connaissances à 	<ul style="list-style-type: none"> • Tenir un registre adéquat de la circulation des fonds associés à chacune des transactions 	<ul style="list-style-type: none"> • Une entité réglementée doit établir des critères d'adhésion adéquats et transparents afin 	<ul style="list-style-type: none"> • Le courtier ou le conseiller fait des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure application des ordres qu'il

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés [proposée]	Loi sur les instruments dérivés du Québec [éditée]
	intérêts de ses clients et traiter ceux-ci équitablement.	jour à propos des faits essentiels de l'identité, la réputation et la situation financière de chaque client. <ul style="list-style-type: none"> • Communiquez de façon appropriée au client tout renseignement qu'un client raisonnable jugerait important pour déterminer votre capacité à offrir un service ou des conseils objectifs. • Élaborez et utilisez des procédures adéquates pour traiter les plaintes des clients de façon efficace. Expliquez les procédures de plainte aux clients. 	effectuées par la personne ou la société. <ul style="list-style-type: none"> • Établir des critères d'admission et d'admissibilité continue appropriés pour les membres et participants de l'organisme. 	d'assurer un accès juste et équitable. <ul style="list-style-type: none"> • Une entité réglementée doit adopter et faire respecter des règles interdisant l'abus et la manipulation du marché, la fraude et les transactions trompeuses afin d'assurer un marché juste et équitable. Des procédures de surveillance, d'enquête et de poursuite doivent être établies pour assurer la transparence adéquate et appropriée avant et après application. • Une autorité réglementée doit adopter un processus de traitement des plaintes. 	reçoit de son client [art. 68]. <ul style="list-style-type: none"> • Le courtier ou le conseiller doit traiter de façon équitable les plaintes qui lui sont formulées [art. 74].
Communication	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne 	<ul style="list-style-type: none"> • Communiquez à 	<ul style="list-style-type: none"> • Mettre l'information 		

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	<i>Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés</i> [proposée]	<i>Loi sur les instruments dérivés du Québec</i> [éditée]
avec la clientèle	ou une société doit tenir compte des besoins de ses clients en matière d'information et leur communiquer de l'information claire et juste qui ne les induit pas en erreur.	chaque client tous les renseignements qu'une personne raisonnable jugerait importants pour la relation d'affaires. <ul style="list-style-type: none"> • Assurez-vous que chaque client reçoit en temps utile tous les dossiers qu'un client raisonnable jugerait importants en ce qui concerne toutes les opérations que vous effectuez en son nom et pour son compte. • Assurez-vous que tout document que vous préparez et donnez au client est rédigé en langage clair. • Donnez toute l'information 	concernant les règles et les procédures opérationnelles régissant les systèmes de compensation et de règlement des paiements à la disposition des participants au marché.		

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	<i>Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés</i> [proposée]	<i>Loi sur les instruments dérivés du Québec</i> [éditée]
		nécessaire au client pour qu’il soit en mesure de prendre des décisions éclairées en ce qui concerne ses investissements.			
Conflits d’intérêts	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une entreprise doit gérer équitablement les conflits d’intérêts entre ses clients et entre elle et ses clients. 	<ul style="list-style-type: none"> • Réglez tous les conflits d’intérêts importants en faveur du client en utilisant des critères justes, objectifs et transparents. • Élaborez des procédures pour régler les conflits d’intérêts et les divulguer au client. 			<ul style="list-style-type: none"> • Le courtier, le conseiller ou le représentant doit éviter de se trouver dans une situation de conflit d’intérêts de sorte que sa capacité de servir son client avec impartialité en est affectée [art. 71].
Relation de confiance avec la clientèle	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une société doit conserver la confiance de tout client fondé à se fier à son 	<ul style="list-style-type: none"> • Respectez le caractère confidentiel de toute information obtenue pendant la relation avec votre client, à moins que le 			<ul style="list-style-type: none"> • Dans ses relations avec son client et dans l’application du mandat qu’il lui a confié, le courtier, le conseiller ou le représentant est tenu d’agir avec honnêteté et

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés [proposée]	Loi sur les instruments dérivés du Québec [éditée]
	<p>jugement.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une société doit veiller avec diligence à la pertinence des conseils qu'elle donne à tout client fondé à se fier à son jugement et des décisions discrétionnaires qu'elle prend en son nom. 	<p>client consente à la communication.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Entretenez vos connaissances et faites preuve de la compétence et de la diligence nécessaires pour bien conseiller et servir les clients. • Prenez les mesures raisonnables pour apprendre et garder vos connaissances à jour à propos des besoins généraux de chaque client en matière d'investissement ainsi que leurs objectifs et leur tolérance au risque. 			loyauté et est tenu d'apporter le soin dont on peut s'attendre d'un professionnel avisé, placé dans les mêmes circonstances [art. 65].
Biens de la clientèle	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une société doit veiller à la protection 	<ul style="list-style-type: none"> • Protégez les biens des clients dont vous êtes responsable et assurez-vous qu'ils 	<ul style="list-style-type: none"> • Avoir des normes et des procédures conçues pour protéger et assurer la sécurité des fonds des 	<ul style="list-style-type: none"> • Une entité réglementée doit avoir des systèmes appropriés et s'en servir pour la bonne 	<ul style="list-style-type: none"> • L'entité met en place des procédures appropriées de gestion des risques liés à ses opérations et aux opérations

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	<i>Loi sur les instruments dérivés</i> du Québec – Les grands principes des instruments dérivés [proposée]	<i>Loi sur les instruments dérivés</i> du Québec [éditée]
	adéquate des biens de ses clients dont elle a la responsabilité.	sont utilisés aux fins pour lesquelles ils ont été prévus.	membres et des participants. • Élaborer et mettre en place des procédures d’urgence ainsi qu’un plan pour la reprise des activités après un sinistre.	application de ses opérations, y compris au niveau de la sécurité, de la fiabilité, de la capacité et des plans de secours.	que ses membres ou des participants au marché mènent dans ses installations ou par l’entremise de ses systèmes afin d’en assurer la sécurité, la performance et une accessibilité continue [art. 28].
Relations avec les autorités de réglementation	<ul style="list-style-type: none"> • Une personne ou une entreprise doit traiter dans un esprit de franchise et de collaboration avec les autorités de réglementation dont elle relève. • Une personne ou une société doit communiquer 	<ul style="list-style-type: none"> • Avisez immédiatement la Commission de tout changement important concernant votre organisation ou votre entreprise. 	<ul style="list-style-type: none"> • Transmettre à la Commission tout renseignement nécessaire afin qu’elle puisse surveiller la personne ou la société. • Conserver les documents à l’appui de toutes les activités liées à la personne ou la société selon les modalités jugées acceptables par la Commission. 	<ul style="list-style-type: none"> • Une entité réglementée doit traiter dans un esprit de franchise et de collaboration avec l’AMF et doit communiquer de façon appropriée à l’AMF tout renseignement dont celle-ci s’attend à être informée. 	<ul style="list-style-type: none"> • L’entité fournit à l’Autorité, dans la mesure et aux conditions déterminées dans la décision de reconnaissance, la déclaration périodique, occasionnelle ou autre la concernant [art. 36]. • L’entité doit communiquer toute information relative à son activité, utile à l’exercice des fonctions et pouvoirs de l’Autorité, et que celle-ci pourrait raisonnablement s’attendre à

	Financial Services Authority	British Columbia Securities Commission	Commodity Futures Modernization Act	Autorité des marchés financiers	Autorité des marchés financiers
	Principles for business	Code de déontologie [proposé] [TRADUCTION]	Grands principes pour les chambres de compensation [TRADUCTION]	<i>Loi sur les instruments dérivés du Québec – Les grands principes des instruments dérivés [proposée]</i>	<i>Loi sur les instruments dérivés du Québec [éditée]</i>
	de façon appropriée à la FSA tout renseignement dont celle-ci s'attend raisonnablement à être informée.				recevoir [art. 37].