

## Évolution de l'application de la réglementation sur les marchés financiers

8 DÉCEMBRE 2020 18 MIN DE LECTURE

### Expertises Connexes

- [Application de la réglementation des marchés financiers](#)
- [Droit pénal des affaires et enquêtes gouvernementales](#)
- [Enquêtes des organismes de réglementation](#)
- [Gestion de risques et réponse aux crises](#)
- [Litiges en droit des sociétés et des valeurs mobilières](#)
- [Lutte contre la corruption](#)
- [Marchés financiers](#)

Auteurs(trice): [Lauren Tomasich](#), [Fabrice Benoît](#), [Shawn Irving](#), [Lawrence E. Ritchie](#),  
[Sonja Pavic](#), [Frédéric Plamondon](#)

Même avant les retombées de la COVID-19, des changements se dessinaient à l'horizon pour l'application de la réglementation sur les marchés financiers en 2020. L'année a commencé par la poursuite de l'examen de réformes importantes visant à moderniser le régime réglementaire, ainsi que par une attention accrue portée à la manipulation du marché et aux pratiques de négociation abusives. Avec le début de la pandémie, les organismes de réglementation ont adapté leurs efforts de mise en application de la réglementation à un monde virtuel par le biais d'enquêtes à distance et d'audiences électroniques. On a également constaté une augmentation des dénonciations dans l'environnement de travail à domicile.

### Réformes proposées par le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers

Comme nous l'avons indiqué dans notre article intitulé [Réduction du fardeau réglementaire : développements positifs en droit des sociétés et des valeurs mobilières en 2020](#), le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers (le Groupe de travail) a publié son très attendu [rapport de consultation](#) (le rapport) le 9 juillet 2020. Si elles sont finalement adoptées par le gouvernement de l'Ontario, plusieurs des propositions du Groupe de travail auront pour effet de modifier considérablement le paysage de la réglementation des marchés financiers de l'Ontario.

Du point de vue de la gouvernance et des opérations, le Groupe de travail s'est penché sur les appels de longue date en faveur d'une séparation des fonctions réglementaires et décisionnelles de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la CVMO ou, en cas de renvoi au tribunal, la Commission) en favorisant la création d'un nouveau tribunal d'arbitrage des marchés financiers en tant qu'entité entièrement distincte de la CVMO. Cette bifurcation transformerait la Commission en une « autorité de réglementation », comparable à l'Autorité ontarienne de réglementation des services financiers et au modèle mis de l'avant par le projet coopératif de réglementation des marchés financiers.

Le rapport comprenait 12 recommandations relatives aux changements apportés à l'application de la réglementation sur les marchés financiers et deux recommandations pour une protection accrue des investisseurs. Les recommandations proposaient des outils améliorés à l'intention du personnel de la CVMO avec comme objectif de renforcer sa capacité à surveiller les marchés financiers, tout en favorisant l'équité envers les intimes potentiels. Plusieurs recommandations du rapport soutiennent une position de plus en plus énergique en ce qui concerne l'application de la réglementation, comme l'augmentation de la

valeur maximale des sanctions administratives pécuniaires à cinq millions de dollars. En outre, le rapport fait mention de l'intérêt du Groupe de travail à adopter un certain nombre d'initiatives semblables à celles récemment mises en œuvre en Colombie-Britannique, comme un pouvoir d'enquête et des pouvoirs de recouvrement élargis.

Notamment, du côté de la défense, le Groupe de travail a recommandé des changements visant à améliorer le partage de l'information dans le cadre d'un processus d'enquête extrêmement confidentiel. Le rapport suggérait également des révisions des lignes directrices de la CVMO afin de donner plus de temps aux entités ciblées par des enquêtes pour négocier une résolution avec le personnel de la CVMO avant le début d'une procédure.

Le Groupe de travail a en outre recommandé un mécanisme par lequel les personnes ou les entreprises faisant l'objet d'une assignation à comparaître devant la CVMO pourraient demander à un arbitre de la CVMO des éclaircissements ou des conseils concernant l'assignation à comparaître ou la mise en examen. En l'absence d'un tel processus, les parties cherchant à obtenir des éclaircissements sur une assignation à comparaître sont obligées de demander des instructions aux tribunaux, car la CVMO n'envisage pas de procédure pour fournir ces éclaircissements. Cela a été démontré tout récemment dans la requête *Dans l'affaire de B.* Dans cette affaire, la Commission a examiné l'argument d'une partie selon lequel le fait de se conformer à une assignation à comparaître délivrée en vertu de l'article 13 de la *Loi sur les valeurs mobilières* contreviendrait à d'autres obligations auxquelles la personne était assujettie en vertu d'un contrat de travail. La Commission a estimé qu'elle n'avait pas le pouvoir de donner des instructions sur cette question et, par conséquent, a ordonné au demandeur de s'adresser à un tribunal pour obtenir des directives.

## Points saillants des activités d'application de la loi

Le 23 juin ou proche de cette date, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les ACVM) ont publié leur Rapport sur l'application de la loi annuel pour l'exercice 2019-2020 intitulé *Collaborer afin de protéger les investisseurs et d'appliquer la législation en valeurs mobilières*. Bien qu'il y ait eu moins de cas d'application de la loi que l'année précédente, le Rapport sur l'application de la loi a mis en évidence la collaboration entre les membres des ACVM. Il y a eu notamment 91 transferts en vue de l'application de la loi entre les membres des ACVM et 63 cas d'entraide entre des membres des ACVM dans des cas d'application de la loi. Selon le Rapport sur l'application de la loi, les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont réglé 75 affaires d'application de la loi, ce qui a entraîné des sanctions d'environ 60 millions de dollars. Les membres des ACVM ont émis 66 mises en garde aux investisseurs, avec une augmentation particulière à la fin du mois de mars, car la pandémie de COVID-19 a, semble-t-il, provoqué une recrudescence des stratagèmes d'investissement frauduleux et de promotions fausses ou trompeuses.

## Adaptation au monde virtuel

Compte tenu de la pandémie de COVID-19, la CVMO a adopté une pratique normalisée consistant à procéder par voie d'audiences électroniques, soit par vidéoconférence, soit par téléconférence. Le 5 août 2020, la CVMO a publié un « Guide des audiences virtuelles tenues devant le Tribunal de la CVMO » (en anglais) pour aider les parties engagées dans une procédure. Les organismes d'arbitrage du monde entier ont adopté des pratiques similaires. Ces changements peuvent soulever des questions sur les plans de l'équité procédurale et de l'économie judiciaire. Pour plus de détails, voir également notre article intitulé « Plaider pendant la pandémie de COVID-19 et autres changements importants en matière de litige en 2020 ».

Dans *First Global Data Ltd (Re)* (en anglais), une décision publiée en septembre 2020, la

Commission a statué que la procédure se déroulera par voie électronique à moins qu'un intimé puisse prouver, sur la base d'éléments de preuve convaincants, la probabilité d'un « préjudice important ». Dans cette affaire, la Commission a rejeté les demandes des intimés visant à ce que leur audience sur le fond (impliquant la comparution d'environ 25 témoins durant 40 jours d'audience) soit entendue en personne. Dans sa décision, la Commission a souligné l'importance d'une procédure rapide, même en cas de pandémie. En conséquence, elle a rejeté les arguments des intimés selon lesquels *seule* une audience en personne serait adéquate pour une affaire complexe où des allégations graves sont en jeu.

Compte tenu de l'expérience qu'acquièrent les organismes de réglementation et les avocats en ce qui a trait à leur adaptation au déroulement des audiences électroniques, ainsi que de l'efficacité perçue des procédures virtuelles, il se peut que l'on ait plus fréquemment recours aux audiences électroniques, même lorsque la pandémie sera chose du passé.

Le 16 avril 2020, l'Autorité des marchés financiers (AMF), l'organisme de réglementation des valeurs mobilières du Québec, a publié sur son site Web un avis confirmant sa décision de limiter et d'adapter ses activités d'enquête en raison de la COVID-19. À titre d'exemple, l'AMF a évoqué la possibilité que ses enquêtes soient menées à distance et de façon plus ciblée. Comme les audiences virtuelles, il est possible que les enquêtes à distance demeurent un outil fréquemment utilisé par les organismes de réglementation, même après la pandémie.

## Augmentation des dénonciations et des récompenses aux dénonciateurs

Le 6 avril 2020, la CVMO a annoncé qu'elle avait accordé 525 000 dollars canadiens à une personne travaillant pour une autre société qui a fait appel à son expertise du secteur pour déceler des irrégularités dans le dossier d'information de la société visée. Dans cette annonce, l'équipe de la CVMO chargée de l'application de la loi a souligné le rôle unique que les spécialistes de l'industrie peuvent jouer dans la découverte et la déclaration d'éventuels actes répréhensibles. La CVMO a également confirmé les solides mesures de protection mises en place dans le cadre de son Programme de dénonciation.

En mai 2020, la *Securities and Exchange Commission* (la SEC) a signalé (en anglais), une augmentation des dénonciations durant la pandémie de COVID-19. Plus précisément, de mars à mai, le personnel de la SEC a trié plus de 4 000 dénonciations, plaintes et renvois, ce qui représente une augmentation de 35 % par rapport à la même période l'année précédente. Les facteurs qui peuvent contribuer à la hausse du nombre de dénonciations sont l'environnement de travail à domicile, le niveau de confidentialité accru dont jouissent les dénonciateurs et l'augmentation du chômage, ce qui encourage les anciens employés ou les employés actuels à se manifester.

En septembre 2020, la SEC a voté l'adoption d'importantes modifications (en anglais) des règles régissant son programme de dénonciation dans le but de le rendre plus clair pour les dénonciateurs et d'accroître son efficacité et sa transparence. Le programme de dénonciation de la SEC a remis environ 676 millions de dollars américains à 108 personnes depuis sa première attribution d'une récompense en 2012, avec des montants allant de 50 000 à 114 millions de dollars américains. Le président de la SEC, Jay Clayton, a déclaré que les récentes modifications encourageront davantage les dénonciations en [traduction] « remettant aux dénonciateurs plus d'argent à un rythme plus rapide ». Parmi les points saillants des modifications, citons la présomption du montant légal maximum pour les récompenses allant jusqu'à cinq millions de dollars américains, l'autorisation de récompenses reposant sur des accords de poursuite suspendue, des ententes de renonciation à la poursuite ou des règlements, et une plus grande flexibilité quant aux exigences visant le dépôt. Des dénonciations dans le cadre du programme de la SEC ont été

soumises par des personnes situées aux États-Unis et dans 114 pays étrangers.

Le 22 octobre 2020, la SEC a annoncé l'octroi d'une récompense record de plus de 114 millions de dollars américains à un dénonciateur anonyme qui a fourni des renseignements et une assistance ayant permis à la SEC de prendre des mesures d'application de la loi. Ce montant dépasse de loin les 50 millions de dollars américains versés à une personne dénonciatrice en juin 2020, ce qui, à l'époque, représentait le montant le plus élevé de l'histoire de la SEC.

## Confirmation d'une vision large des valeurs mobilières

Le 16 mars 2020, dans sa décision dans l'affaire *Ontario Securities Commission v. Tiffin* (en anglais), la Cour d'appel de l'Ontario a réitéré la définition au sens large de « valeur mobilière » dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la Loi) et a confirmé le régime « *catch and exclude* » établi par la Loi.

Dans l'affaire *Tiffin*, les défendeurs ont été accusés de trois infractions à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario en rapport avec la vente et la distribution de billets à ordre (les billets). En réponse à ces accusations, les défendeurs ont fait valoir que les billets ne constituaient pas des « valeurs mobilières » et que, par conséquent, la Loi ne s'appliquait pas. En utilisant cet argument, ils ont plaidé pour l'application du « critère de ressemblance » (*family resemblance test*) appliqué par la Cour suprême des États-Unis pour déterminer si des titres de créance particuliers constituent des « valeurs mobilières ». Ce critère présume qu'un « billet » constitue une « valeur mobilière » à moins que, sur la base de l'examen de certains facteurs particuliers, le billet présente une forte ressemblance avec l'un des types d'instruments énumérés qui ont été reconnus par les tribunaux américains comme ne constituant pas des valeurs mobilières réglementées.

La Cour d'appel a refusé d'appliquer le critère américain. La Cour a plutôt déterminé que la Loi utilise un système de type « *catch and exclude* » qui définit les termes clés de manière large et énumère ensuite les exemptions statutaires particulières. La Cour a mis en garde contre le « rafistolage » judiciaire des définitions qui sont au cœur de systèmes réglementaires complexes.

L'affaire *Tiffin* sert à rappeler aux parties impliquées dans des opérations, y compris des opérations de prêt, qu'elles doivent être conscientes de l'application potentielle des lois sur les valeurs mobilières à leur conduite, y compris les différences dans le traitement réglementaire de certains instruments dans différents territoires de compétence.

## Un changement d'approche par rapport au devoir de réserve de la Commission?

Le 29 juillet 2020, dans l'affaire *Quadrex Hedge Capital Management Ltd. v. Ontario Securities Commission* (en anglais), la Cour divisionnaire de l'Ontario a appliqué un cadre de « norme de contrôle » redéfini pour les appels découlant des décisions de la CVMO. Il s'agissait d'un appel d'une décision de la CVMO selon laquelle les âmes dirigeantes des entités Quadrex concernées s'étaient livrées à une conduite frauduleuse en matière de placement de titres. Les appellants ont fait appel de la décision au motif que la CVMO avait commis des erreurs manifestes et déterminantes et n'avait pas fait preuve d'équité procédurale envers eux. Plus précisément, les appellants ont fait valoir que la CVMO avait commis des erreurs sur des questions de fait et sur des questions mixtes de fait et de droit, ainsi que dans l'application de l'équité procédurale.

La Cour a mis le jugement en délibéré à la suite de l'audition de l'appel. Entre-temps, la Cour suprême du Canada a rendu sa décision historique dans l'affaire *Canada (ministre de la Citoyenneté et de l'Immigration) c. Vavilov*. Dans l'affaire *Vavilov*, la Cour suprême du Canada a précisé que, lorsque les tribunaux sont confrontés au contrôle judiciaire d'une poursuite administrative, la norme présumée est désormais celle de la « décision raisonnable ». Toutefois, la norme de la décision raisonnable peut être supplantée dans diverses situations, notamment si les lois applicables prévoient un droit d'appel conféré expressément par la loi, comme stipulé au paragraphe 9(1) de la Loi.

Dans l'affaire *Quadrexx*, la Cour a adopté le cadre révisé dans la décision *Vavilov*, confirmant que les décisions de la Commission ne seront plus soumises à un contrôle selon la norme de « décision raisonnable ». Au lieu de cela, les questions de droit seront soumises à la norme de la « décision correcte » et les questions de fait ou les questions mixtes de fait et de droit seront soumises à la norme de l'« erreur manifeste et déterminante ». En fin de compte, la Cour a rejeté l'appel au motif que la Commission n'a commis aucune erreur de fait atteignant le niveau d'une erreur manifeste et déterminante et a fait preuve d'équité procédurale.

Bien que l'appel dans l'affaire *Quadrexx* n'ait pas porté sur de pures questions de droit qui auraient fait l'objet d'un contrôle basé sur la norme de la décision correcte, la position adoptée par la Cour en faveur de l'application de l'arrêt *Vavilov* suggère qu'à l'avenir, certaines décisions de la CVMO pourraient être soumises à un examen plus approfondi en appel. Les décisions de la Commission sur des questions de droit, que les tribunaux auraient pu précédemment confirmer comme étant « raisonnables », pourraient ne pas répondre à la norme supérieure de la « décision correcte » à laquelle elles seront désormais soumises.

## La CVMO cible un large éventail d'activités de marché

Au cours de l'année écoulée, les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada ont démontré une intensification de leurs efforts à cibler les cas de manipulation du marché et les pratiques de négociation abusives.

En raison de ce qui a été décrit comme une présence croissante de pratiques de « vente à découvert abusif » dans tout le Canada, la CVMO et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) ont publié un communiqué de presse conjoint inhabituel le 1<sup>er</sup> octobre 2020, encourageant ceux qui disposent de renseignements utiles sur les cas d'infractions aux lois sur les valeurs mobilières à les transmettre par le biais du programme de dénonciation de la CVMO. Le communiqué de presse de la CVMO et de l'OCRCVM a été apparemment conçu pour envoyer un message au marché canadien des valeurs mobilières, à savoir que la CVMO est déterminée à pénaliser ce qu'elle considère comme un comportement trompeur et manipulateur dans le paysage canadien des valeurs mobilières.

Cet accent mis sur une plus grande réglementation des pratiques de marché fait suite à l'annonce (en anglais) par la CVMO, le 16 juillet 2020, d'un règlement avec les promoteurs d'une plateforme de négociation de cryptoactifs implantée à Toronto qui ont admis avoir développé et déployé un algorithme pour aider à signaler les volumes de négociation gonflés. Il s'agit du premier règlement concernant des pratiques de négociation prétendument manipulateuses sur une plateforme de négociation de cryptoactifs. Il s'agit également de la première affaire alléguant des représailles contre un dénonciateur en vertu de la Loi depuis l'adoption en 2016 de mesures de protection pour les employés dénonciateurs. Voir aussi notre article intitulé « [Nouvelles occasions d'affaires et nouveaux défis pour les plateformes de négociation de cryptoactifs](#) ».

La CVMO a également réitéré sa position selon laquelle les auditeurs ne sont pas à l'abri de

l'application de la réglementation. Le 24 janvier 2020, la CVMO a approuvé une entente de règlement de 4 millions de dollars avec BDO Canada LLP (BDO) (en anglais). Plus précisément, BDO a été pénalisée pour son non-respect des normes d'audit généralement reconnues dans le cadre de son audit des états financiers 2014-2015 de deux fonds d'investissement gérés par Crystal Wealth Management Systems Ltd. (Crystal Wealth). En raison de la mauvaise qualité de l'audit de BDO, certains investissements frauduleux avaient été incorrectement enregistrés dans les états financiers vérifiés de Crystal Wealth. La pénalité considérable imposée par la CVMO à BDO témoigne de sa détermination à tenir pour responsables les contrôleur d'entreprises qui font de fausses déclarations lorsque celles-ci accèdent aux marchés publics ou y maintiennent une présence.

En réponse à ce qui est considéré comme des activités de vente à découvert nuisibles et agressives, le Groupe de travail a recommandé l'interdiction de la vente à découvert dans le cadre de placements par voie de prospectus et de placements privés, ainsi que l'interdiction de faire des déclarations trompeuses ou mensongères sur les sociétés publiques afin de dissuader et de lutter contre les stratagèmes de type « vendre à découvert et fausser le marché » (*short and distort*) et « stimuler et liquider » (*pump and dump*).

L'année à venir sera probablement celle de la réforme dans le domaine de l'application de la loi. Avec une importance accrue accordée à la réduction du fardeau réglementaire et à l'harmonisation réglementaire (par exemple, les modifications proposées à l'égard d'une structure moderne d'organismes d'autoréglementation), comme nous l'avons évoqué dans notre article intitulé « Réduction du fardeau réglementaire : développements positifs en droit des sociétés et des valeurs mobilières en 2020 », la normalisation post-COVID-19 et l'examen des recommandations du Groupe de travail en Ontario (qui auront sans doute une incidence pancanadienne), nous assisterons probablement en 2021 à une introspection, une évaluation et des mesures supplémentaires.