

LA SÉCURITÉ JURIDIQUE ET L'EFFICIENCE DES MARCHÉS : LE CAS DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Jean-Luc BILODEAU

Volume 110, numéro 2, septembre 2008

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1045546ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1045546ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Éditions Yvon Blais

ISSN

0035-2632 (imprimé)

2369-6184 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

BILODEAU, J.-L. (2008). LA SÉCURITÉ JURIDIQUE ET L'EFFICIENCE DES MARCHÉS : LE CAS DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. *Revue du notariat*, 110(2), 429–462. <https://doi.org/10.7202/1045546ar>

LA SÉCURITÉ JURIDIQUE ET L'EFFICIENCE DES MARCHÉS : LE CAS DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Jean-Luc BILODEAU*

INTRODUCTION	431
I. L'HARMONISATION DU DROIT CANADIEN DES VALEURS MOBILIÈRES : UN OBJECTIF LOUABLE ?	432
II. LES DIFFICULTÉS SOULEVÉES PAR L'EXERCICE DU POUVOIR NORMATIF DE L'AMF : QUELQUES EXEMPLES	436
CONCLUSION	460

* Avocat, professeur adjoint, Faculté de droit, section de droit civil, Université d'Ottawa.

Résumé

Les normes encadrant le marché québécois des valeurs mobilières sont de plus en plus nombreuses et complexes. Le présent article cherche à décrire ce phénomène et, par le fait même, à critiquer l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») qui en est responsable. Forte d'un pouvoir réglementaire qu'elle exerce à tort et à travers, l'AMF a réussi à établir un corpus normatif tentaculaire formulé dans un langage inutilement complexe, hermétique et sibyllin, à la limite de la légalité. Ainsi, en quelques années, le droit québécois des valeurs mobilières a été totalement chambardé. Ces changements radicaux ont été apportés et continuent de survenir sans que le législateur ou le gouvernement québécois dont relève l'AMF ne cherchent à mesurer l'impact des normes adoptées par cette dernière. La répartition des normes encadrant le marché des valeurs mobilières entre la loi, les règlements et les autres normes à caractère général et impersonnel adoptées par l'AMF ne peut reposer sur la seule compétence technique de cet organisme de régulation. En outre, l'emploi souvent abusif de renvois, de dérogations et de tolérances dans les règlements adoptés par l'AMF contribue à accroître la complexité, ce qui nuit à la sécurité juridique des administrés sans accroître l'efficacité du marché financier québécois.

INTRODUCTION

Depuis quelques années, force est de constater que les normes composant le droit québécois des valeurs mobilières connaissent une croissance fulgurante en quantité, en volume et en complexité. Nous soumettons que ce phénomène nuit à la sécurité juridique des citoyens.

Le présent article vise à apporter une analyse critique de cette tendance, tout en offrant un guide permettant aux juristes intéressés par ce domaine du droit de se retrouver dans ce magma normatif.

Dans la première partie de ce texte, nous soumettons que l'évolution récente du droit des valeurs mobilières au Québec résulte de l'intention avouée de l'AMF de réaliser l'harmonisation

des normes encadrant le marché financier québécois avec celles en vigueur dans les autres provinces canadiennes. En soi, cet objectif nous apparaît critiquable. Mais c'est surtout la manière par laquelle on cherche à atteindre cet objectif qui prête le flanc à la critique. C'est pourquoi, dans la seconde partie de cet article, nous faisons part de nos observations quant à la manière par laquelle l'AMF exerce ses fonctions de régulation au moyen de normes à caractère général et impersonnel.

I. L'HARMONISATION DU DROIT CANADIEN DES VALEURS MOBILIÈRES : UN OBJECTIF LOUABLE ?

D'entrée de jeu, il faut constater que cette croissance en nombre et en complexité des normes encadrant le marché des valeurs mobilières, au Québec comme ailleurs au pays, se produit dans le contexte de l'harmonisation du droit canadien en cette matière.

En effet, l'Autorité des marchés financiers du Québec, en collaboration avec ses homologues des autres provinces canadiennes connus sous le vocable « Autorités canadiennes en valeurs mobilières » (« ACVM »), a entrepris depuis quelques années un vaste projet d'harmonisation du droit québécois des valeurs mobilières avec celui en vigueur ailleurs au pays. Cette réforme se fait essentiellement à l'échelle administrative et réglementaire et non aux niveaux politique et législatif. Comme il est en général plus simple et rapide d'adopter ou de modifier un règlement que d'obtenir un amendement législatif, les ACVM semblent considérer que la norme réglementaire offre la souplesse nécessaire pour l'atteinte à brève échéance des objectifs de leur projet d'harmonisation.

Quoi qu'il en soit, on assiste, au Québec notamment, à une prolifération des normes réglementaires avec, en parallèle, une réduction correspondante de l'importance de la loi comme source de droit dans la réglementation du marché des valeurs mobilières.

En effet, nonobstant les motifs justifiant ces modifications législatives et réglementaires, on constate que les changements apportés au droit québécois des valeurs mobilières ces dernières années se font sur deux tableaux. D'une part, par l'entremise de modifications législatives majeures, d'importants pans de la *Loi sur*

les valeurs mobilières¹ (« Loi » ou « L.V.M. ») ont été abrogés². D'autre part, l'AMF a adopté et continue d'adopter un nombre important et toujours croissant de règlements. À la lecture de ces règlements, on constate rapidement à quel point le langage utilisé par l'AMF dans leur formulation est hermétique, comparativement aux dispositions législatives que ces textes réglementaires remplacent.

Un exemple éloquent de ce phénomène se trouve au *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*³. De telles dispenses étaient jadis enchâssées dans la Loi. Ces règles, maintenant abrogées, étaient énoncées dans un nombre restreint d'articles brefs et formulés dans un style de rédaction simple, caractéristique du droit civil. Ces dispenses sont maintenant définies dans un volumineux règlement de quelque soixante-cinq pages formulé dans un langage abscons et sibyllin qui laisse parfois même les juristes les plus aguerris.

Une telle prolifération des normes réglementaires n'est pas justifiée et doit être dénoncée.

D'une part, nous ne croyons pas à la pertinence d'harmoniser le droit des valeurs mobilières que ce soit au Canada ou à l'échelle internationale. D'autre part, si les motifs économiques qui sous-tendent notre position sur le sujet débordent largement l'objet du présent article, nous voyons mal pourquoi ce corpus normatif har-

1. L.R.Q., c. V-1.1.

2. Depuis 2000 seulement, les lois suivantes ont servi à apporter des modifications à la L.V.M. Si certaines de ces modifications étaient mineures et peuvent être qualifiées de cosmétiques, d'autres eurent un impact décisif sur le contenu normatif de la L.V.M.

Loi sur l'administration publique, L.Q. 2000, c. 8 ; *Loi sur les coopératives de services financiers*, L.Q. 2000, c. 29 ; *Loi portant réforme de l'organisation territoriale municipale des régions métropolitaines de Montréal, de Québec et de l'Outaouais*, L.Q. 2000, c. 56 ; *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières*, L.Q. 2001, c. 38 ; *Loi modifiant la Charte de la langue française*, L.Q. 2002, c. 28 ; *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier*, L.Q. 2002, c. 45 ; *Loi modifiant la Loi sur les assurances et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2002, c. 70 ; *Loi modifiant la Loi sur l'instruction publique concernant la taxe scolaire sur l'île de Montréal et modifiant d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2002, c. 75 ; *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2004, c. 37 ; *Loi modifiant la Loi sur les services sociaux de santé et les services sociaux et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2005 c. 32 ; *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2006, c. 50 ; *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2007, c. 15.

3. (2005) 35 G.O. II, 4907.

monisé, s'il est nécessaire, ne devrait pas être élaboré et appliqué par un organisme administratif unique. Disons-le d'emblée : nous sommes en faveur de la création d'une commission pancanadienne des valeurs mobilières. Or, dans l'état actuel des choses, ce régime normatif en voie d'être harmonisé est entre les mains des ACVM qui, à l'instar de l'AMF, sont en charge d'appliquer la législation et la réglementation en valeurs mobilières.

Chaque fois que l'idée de créer une commission canadienne des valeurs mobilières refait surface dans l'actualité, nous avons droit à une véritable levée de boucliers de la part des opposants. Cette réaction négative est généralement le fait des organismes de régulation provinciaux qui, à l'instar de l'AMF, voient dans la création d'une telle commission canadienne unique et centralisée des valeurs mobilières une menace à leur existence. Cette opposition est aussi le fait de politiciens, généralement québécois, qui estiment que le domaine des valeurs mobilières relève exclusivement de la compétence législative des provinces. Ainsi, l'automne dernier, le premier ministre Jean Charest déclarait à l'Assemblée nationale du Québec qu'il défendrait « bec et ongles » la compétence du Québec dans le domaine des valeurs mobilières⁴.

Au-delà de ces réactions épidermiques des bureaucrates et des considérations constitutionnelles des politiciens, très peu d'études scientifiques ont tenté, de façon objective, de se pencher sur cette question complexe. Parmi les rares études portant spécifiquement sur le sujet, deux sont dignes de mention.

Premièrement, en octobre 2006, le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs au Canada⁵ publiait un très volumineux rapport – sept volumes – dans lequel sont abordés tous les aspects de la réglementation des valeurs mobilières au Canada⁶. S'appuyant sur de nombreuses recherches commandées auprès d'universitaires, le Groupe de travail traça un portrait détaillé de l'état des marchés financiers canadiens et formula de nombreuses recommandations. Parmi elles figure la nécessité de mettre sur pied une commission canadienne des valeurs mobilières.

4. Presse canadienne, « Réglementation : Charest accentue la pression sur Ottawa » (16 octobre 2007).

5. Ci-après « Groupe de travail ».

6. GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, « Le Canada s'engage », disponible sur Internet à l'adresse suivante : <<http://www.tfmsl.ca/>>.

Selon les membres du Groupe de travail, un tel organisme est essentiel pour permettre au marché financier canadien d'être concurrentiel à l'échelle internationale.

Deuxièmement, en septembre 2007, en réponse au rapport du Groupe de travail, les professeurs Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier, de l'Université Laval, publiaient une étude dans laquelle ils rejetèrent l'idée d'un modèle de réglementation à l'américaine du marché des valeurs mobilières basé sur un organisme de régulation unique et centralisé⁷. Autrement dit, les auteurs rejetèrent l'idée de la création d'une commission pancanadienne des valeurs mobilières. Ils préconisaient plutôt le *statu quo*, c'est-à-dire des organismes provinciaux indépendants appliquant une législation et une réglementation harmonisées. Sans douter de l'intégrité de ces chercheurs, il est opportun de signaler que l'étude en question a été réalisée grâce à une subvention de l'AMF. Il n'est donc pas surprenant que ces auteurs soient arrivés à la conclusion que l'AMF, de même que les autres Autorités canadiennes en valeurs mobilières, soient préservées. Quoi qu'il en soit, l'argument principal invoqué par ces auteurs pour discréditer l'idée d'une commission canadienne et centralisée des valeurs mobilières est que le coût actuel du financement des entreprises canadiennes au moyen d'un appel public à l'épargne est inférieur à celui observé aux États-Unis où, pourtant, le marché des valeurs mobilières est encadré par un organisme fédéral centralisé, la Securities and Exchange Commission.

Cet argument, à notre avis, n'est pas très convaincant. D'une part, les chiffres mis de l'avant pour le Canada par les chercheurs Suret et Carpentier sont très proches de ceux observés aux États-Unis. Par conséquent, il n'est pas clairement établi que la création d'une commission canadienne des valeurs mobilières entraînerait nécessairement un accroissement des coûts de financement assumés par les entreprises canadiennes qui désirent procéder à un appel public à l'épargne et inscrire leurs titres à la cote d'une bourse canadienne. D'autre part, les auteurs se limitent à considérer les coûts privés que représente la structure actuelle de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Ils négligent totalement de tenir compte des coûts sociaux qu'implique nécessairement l'existence, dans chaque province, d'organismes administratifs chargés d'élaborer et d'appliquer une réglementation redondante. Même si

7. Jean-Marc SURET et Cécile CARPENTIER, *Proposition de commission unique : commentaires et discussion*, Montréal, CIRANO, 12 septembre 2007.

ces coûts sont difficilement quantifiables, une telle structure est, à sa face même, redondante et injustifiée.

Par ailleurs, l'une des recommandations du Groupe de travail fut d'exiger, avant l'adoption de nouvelles règles pour corriger une lacune du marché, que l'on entreprenne un examen complet et systématique des règles en vigueur pour déterminer si celles-ci sont adéquates lorsqu'on les applique. Or, force est de constater que l'AMF et ses homologues des autres provinces n'ont pas respecté cette façon de faire au cours des dernières années. En effet, ces organismes ont entrepris depuis quelques années de changer en profondeur le contenu des normes encadrant, dans chaque province, le marché des valeurs mobilières. Bien que progressive, cette réforme est néanmoins radicale. De plus, elle fut entreprise sans que soit examinée, au préalable, l'efficacité des règles existantes et sans que soit mesuré l'impact des nouvelles normes mises en place.

Même en admettant qu'un tel processus d'harmonisation soit nécessaire, et même en admettant, pour des raisons politiques ou autres, le maintien de la structure actuelle des ACVM, nous ne voyons pas comment le marché canadien des valeurs mobilières deviendra plus efficace du fait que les entreprises émettrices et les autres intervenants du marché se trouvent désormais soumis à des normes toujours plus nombreuses et complexes. À notre avis, il n'existe aucune raison économique ou financière, théorique ou empirique, permettant de justifier une telle manière de réglementer. Même en admettant qu'il soit nécessaire d'harmoniser le droit des valeurs mobilières, nous voyons difficilement pourquoi ces normes harmonisées, unifiées, devraient prendre la forme de textes résolument et volontairement rédigés dans un langage si abscons.

II. LES DIFFICULTÉS SOULEVÉES PAR L'EXERCICE DU POUVOIR NORMATIF DE L'AMF : QUELQUES EXEMPLES

La technique de rédaction du législateur québécois et celle employée par l'AMF dans l'exercice de son pouvoir réglementaire contribuent à fragiliser la sécurité juridique des participants du marché québécois des valeurs mobilières. En effet, à la suite des modifications apportées à la L.V.M., plusieurs de ses dispositions donnent l'impression, à leur lecture, que les règles qu'elles énoncent sont incomplètes. Ce que le professeur Issalys appelle le « sentiment d'incomplétude » est aggravé par plusieurs facteurs.

Le premier de ces facteurs est le fait que les normes régissant le marché québécois des valeurs mobilières (à l'instar du reste du Canada) sont de plus en plus nombreuses. Ainsi, quiconque approche le droit des valeurs mobilières doit d'abord faire face à la difficulté de déterminer avec précision la source des règles applicables à une situation factuelle donnée. Outre la Loi elle-même, le droit des valeurs mobilières est aujourd'hui composé d'un grand nombre de règlements et d'autres normes à caractère général et impersonnel⁸.

En effet, le pouvoir de l'AMF d'adopter des normes à caractère général et impersonnel ne se limite pas à celui d'adopter des règlements. L'AMF dispose aussi du pouvoir d'adopter des directives administratives intitulées « instructions générales ». Bien que le pouvoir d'élaborer de tels textes soit propre à tout organisme de régulation, l'AMF détient ce pouvoir en vertu d'une habilitation législative expresse⁹. Avant l'attribution par le législateur d'un pouvoir réglementaire à l'AMF, le statut juridique des instructions générales était quelque peu nébuleux¹⁰. En raison de l'existence de cette habilitation législative, on aurait pu prétendre que ces instructions générales étaient en fait de véritables règlements. La Commission des valeurs mobilières du Québec, prédécesseur de l'AMF, semblait avoir développé la politique, évidemment inavouée, de considérer ces normes à caractère général comme ayant aussi un caractère obligatoire. Maintenant que l'AMF dispose d'un véritable pouvoir réglementaire, les seules normes obligatoires qu'elle est en mesure d'édicter sont celles qu'elle élabore dans l'exercice de ce pouvoir réglementaire. Par conséquent, le statut juridique des instructions générales est sans équivoque : il s'agit de normes juridiques à caractère général et impersonnel mais ne disposant pas d'un caractère obligatoire¹¹. Autrement dit, les instructions générales n'ont pas

8. En outre, le droit québécois des valeurs mobilières est aussi composé d'un nombre indéterminé de textes réglementaires adoptés par un nombre tout aussi indéterminé d'organismes d'autoréglementation auxquels l'AMF a délégué, en conformité avec les dispositions de la Loi, un pouvoir normatif. Pour les fins du présent article, nous nous sommes limités aux règlements adoptés par l'AMF ainsi qu'à la L.V.M., sans tenir compte des autres lois dont l'AMF a la charge.

9. L.V.M., art. 274.

10. À ce sujet, voir Jean-Luc BILODEAU, « L'affaire *Ainsley* et le contrôle politique de la régulation du marché des valeurs mobilières au moyen de normes de portée générale », (1997) 22 *Queen's L.J.* 297 et, du même auteur, « La régulation du marché des valeurs mobilières au moyen de normes de portée générale : les leçons de l'affaire *Ainsley* », (1996) 37 *C. de D.* 409.

11. Le statut juridique des instructions générales qui existaient à l'époque où l'AMF s'est vue octroyer un pouvoir réglementaire a aussi été clarifié. Ces instructions (à suivre...)

force de loi, et ce, contrairement aux règlements de l'AMF. Tel que mentionné précédemment, ces instructions générales s'imposent néanmoins implicitement aux administrés. Ceux-ci ont en effet tout avantage à respecter les directives formulées par l'AMF dans ces textes, à défaut de quoi, l'AMF, sans pouvoir lier sa discrétion sur la base de ces instructions générales, pourra voir dans un tel manquement un motif d'intervention ou de refus de dispense ou autres avantages, et ce, dans l'intérêt public.

Malgré le fait qu'elle dispose d'un pouvoir réglementaire, l'AMF continue à adopter des instructions générales. Ces textes sont généralement associés à un règlement, de telle sorte que l'instruction générale constitue, en quelque sorte, la notice d'instruction du règlement auquel elle est associée. Malgré le caractère relativement simple de leur formulation, les instructions générales contribuent à alourdir le fardeau normatif des administrés. De telles notices d'instructions ne seraient pas nécessaires si, au départ, les règlements adoptés par l'AMF étaient formulés plus simplement.

Parce qu'il est difficile d'établir avec précision le nombre de règlements en vigueur à un moment donné, il est difficile, pour un administré, de déterminer dans quelle mesure son comportement est conforme à la Loi et aux règlements puisqu'il lui est presque impossible de circonscrire et d'identifier avec certitude les règles s'appliquant à lui, dans les circonstances factuelles où il se trouve.

Un autre facteur est la répartition des normes applicables entre la Loi et ces autres normes à caractère général et impersonnel. Conformément à la conception classique du normativisme juridique,

(...suite)

générales ont été transformées en règlement, donc en normes ayant force de loi. L'article 100 de la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières* (L.Q., 2001, c. 38), entré en vigueur en 2003, énonçait que « les instructions générales [étaient] réputées constituer des règlements dans la mesure où elles portent sur un sujet pour lequel la loi nouvelle prévoit une habilitation réglementaire et qu'elles sont compatibles avec cette loi et les règlements pris pour son application. » Du jour au lendemain, un nombre indéterminé de normes sans force de loi sont devenues des normes auxquelles les administrés devaient se plier. Du jour au lendemain, le marché québécois des valeurs mobilières s'est trouvé enseveli sous une tonne de nouveaux règlements. Certes, le législateur était en mesure de procéder à une telle transformation des instructions générales en règlements. De plus, cela a eu l'avantage d'éliminer les doutes pouvant subsister quant au statut juridique des normes à caractère général et impersonnel qui avaient été élaborées par la CVMQ au fil des ans. Mais le marché financier québécois est-il devenu de ce fait, du jour au lendemain, plus efficace ?

c'est dans la Loi que l'on retrouve la source du pouvoir réglementaire de l'AMF. Or, à la suite des nombreuses modifications qui lui ont été apportées ces dernières années, il faut constater que son contenu normatif s'est réduit comme peau de chagrin. L'essentiel du corpus normatif régissant le marché québécois des valeurs mobilières se retrouve maintenant dans des règlements, la plupart adoptés par l'AMF.

La réduction du rôle de la Loi comme source de droit semble indiquer, à notre avis, un retrait du contrôle politique sur le domaine des valeurs mobilières. Par manque de compétence ou d'intérêt, le législateur semble maintenant s'en remettre à l'AMF, par l'exercice du pouvoir réglementaire qu'il lui a accordé, pour élaborer les normes à caractère général et impersonnel régissant le domaine des valeurs mobilières au Québec. Or, tel que souligné par le professeur Issalys, la compétence technique d'un organisme administratif comme l'AMF ne devrait pas être le seul critère déterminant dans le choix entre les différentes possibilités d'action étatique et en particulier dans le choix entre la norme législative ou réglementaire comme moyen de formuler des normes à caractère général et impersonnel.

Troisièmement, la prolifération des normes encadrant le marché québécois des valeurs mobilières n'est pas le seul fait de l'exercice par l'AMF de son pouvoir réglementaire. La Loi accorde en effet un double pouvoir réglementaire à l'AMF et au gouvernement. Ainsi, l'AMF dispose d'un pouvoir exclusif d'adopter des règlements sur les matières énumérées à l'article 331.1 L.V.M. De même, le gouvernement dispose d'un pouvoir réglementaire exclusif sur les quelques sujets énumérés à l'article 332. Par ailleurs, le pouvoir réglementaire de l'AMF repose aussi sur l'article 331 L.V.M. Dans ce cas, il s'agit d'une double compétence : en vertu de l'article 331(3), le gouvernement dispose du pouvoir d'adopter des règlements portant sur les matières qui sont énumérées au premier alinéa si l'AMF omet de le faire. On pourrait croire que les matières sur lesquelles l'AMF et le gouvernement se partagent ainsi le pouvoir d'adopter des règlements seraient, aux yeux du législateur, des sujets sur lesquels un certain contrôle politique devrait être maintenu. Or, il n'en est rien. La répartition des matières sur lesquelles l'AMF peut exercer son pouvoir réglementaire, entre l'article 331 et l'article 331.1 qui lui accorde un pouvoir exclusif, apparaît parfaitement arbitraire. Du reste, le seul règlement que le gouvernement a adopté jusqu'à maintenant porte essentiellement sur des questions techniques,

telles que la forme que doivent prendre les différents prospectus¹². Le caractère technique de ces sujets aurait nécessité, selon nous, qu'ils fassent l'objet d'un règlement de l'AMF, laquelle détient, en principe, une compétence technique supérieure. Quoi qu'il en soit, l'AMF et le gouvernement se distinguent par la manière dont ils exercent leur pouvoir réglementaire. Ainsi, le gouvernement n'a adopté qu'un seul règlement dont l'organisation reprend la structure de la Loi. L'AMF, au contraire, adopte des règlements ad hoc, chaque règlement portant sur un sujet particulier, d'où la multiplication des textes réglementaires à laquelle nous référerions ci-dessus.

Une particularité du pouvoir réglementaire qu'accorde la Loi au gouvernement et à l'AMF est le fait qu'un règlement adopté en vertu de la Loi puisse conférer un pouvoir discrétionnaire à l'AMF¹³.

En vertu du principe *delegatus non potest delegare*, un organisme administratif qui a reçu un pouvoir délégué de faire des règlements ne peut à son tour subdéléguer ce pouvoir à une autre personne ou à un organisme¹⁴. De même, lorsque le législateur accorde à un tel organisme un pouvoir discrétionnaire quelconque (outre le pouvoir d'adopter des règlements), cet organisme ne peut subdéléguer ce pouvoir à moins d'y être formellement autorisé par le législateur. Là encore, le législateur est souverain. Une telle sous-délégation est *ultra vires*, qu'elle soit faite de façon isolée et *ad hoc* pour une fin particulière ou de façon générale par le biais, par exemple, d'un règlement. À ce titre, l'article 334 L.V.M., dont la légalité ne peut être contestée, nous apparaît tout à fait inusité.

Quoi qu'il en soit, rares sont les circonstances où le pouvoir défini à l'article 334 L.V.M. a été exercé. N'étant pas l'apanage de l'AMF, le gouvernement y a certes eu recours dans son Règlement, mais à de rares occasions, notamment afin de donner à l'AMF le pouvoir discrétionnaire de refuser d'accorder son visa lorsqu'un prospectus ne respecte pas certaines conditions (Règlement, art. 21, 22, 24).

Quant à l'AMF, elle s'est accordé un pouvoir discrétionnaire dans certains de ses règlements. Dans tous les cas que nous avons

12. *Règlement sur les valeurs mobilières*, (1983) 115 G.O. II, 1511 (ci-après « Règlement »).

13. L.V.M., art. 334.

14. *Hodge c. La Reine*, (1883-1884) 9 A.C. 117 ; *Vic Restaurant c. Ville de Montréal* [1959] R.C.S. 58.

répertoriés, il s'agit du pouvoir d'accorder une dispense d'application, en entier ou en partie, du règlement concerné, et ce, à certaines conditions fixées par l'AMF¹⁵.

En soi, de telles dispositions réglementaires conférant à l'AMF le pouvoir d'accorder des dispenses discrétionnaires sont inutiles, car elles font double emploi avec l'article 263 L.V.M. – lequel accorde déjà un tel pouvoir à l'AMF. En outre, selon la terminologie employée par le professeur Issalys, de telles dispenses discrétionnaires peuvent être qualifiées de « tolérances actives ». Si l'AMF dispose de la compétence technique pour accorder de telles dispenses, nous doutons que la manière par laquelle l'AMF s'accorde et exerce ce pouvoir discrétionnaire permette de satisfaire les critères d'équité, de maîtrise politique et de qualité de l'espace public définis par le professeur Issalys. D'une part, même si les dispenses discrétionnaires accordées par l'AMF font l'objet d'une publicité, la procédure suivie par l'AMF pour arriver à de tels résultats n'est pas clairement établie. D'autre part, dans la mesure où les dispenses discrétionnaires accordées par l'AMF sont sujettes à certaines conditions, ces conditions forment à leur tour une couche normative qui s'impose aux bénéficiaires de ces dispenses et à tous ceux qui, par la suite, désirent se prévaloir d'une dispense au même effet. Or, ces conditions ne sont pas répertoriées, refondues et publiées. Il est donc difficile, pour les tiers, d'en prendre connaissance et de savoir comment s'en

15. *Règlement 31-101 sur le régime d'inscription canadien*, art. 5.1 ; *Règlement 31-102 sur la Base de données nationale d'inscription*, art. 7.1 ; *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié*, art. 8.1 ; *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un placement préalable*, art. 11.1 (1) ; *Règlement 44-103 sur le régime de fixation du prix après le visa*, art. 3.4, 6.1 ; *Règlement 45-101 sur les placements de droits de souscription, d'échange ou de conversion*, art. 10.2 1) ; *Règlement 45-102 sur la vente de titres*, art. 3.1 ; *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, art. 7.1 1) ; *Règlement Q-28 sur les exigences générales relatives au prospectus*, art. 15.1 ; *Règlement 51-101 sur l'information concernant les activités pétrolières et gazières*, art. 8.1 ; *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, art. 13.1(1) ; *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*, art. 8.1 ; *Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti*, art. 9.2 ; *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*, art. 3.1 1) ; *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*, art. 4.1 ; *Règlement Q-27 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations*, art. 9.1 ; *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif*, art. 6.1 ; *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, art. 19.1 ; *Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif*, art. 9.1 1) ; *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, art. 17.1 1).

servir à leur propre bénéfice. Leur élaboration se fait au fur et à mesure des décisions individualisées, sans participation publique ni contrôle politique. En revanche, ces dispenses discrétionnaires peuvent se justifier, à première vue, à la lumière du critère d'économie de moyens. Le risque que les administrés commettent involontairement une infraction ou ne soient pas en mesure de satisfaire à l'ensemble des nombreuses conditions et formalités requises pour se prévaloir de certains avantages prescrits par règlement croît avec le foisonnement de ces normes. Les dispenses discrétionnaires constituent donc un moyen de contrer l'impact de cette prolifération normative.

Malgré la répartition apparemment aléatoire des matières sur lesquelles peut porter le pouvoir réglementaire du gouvernement et de l'AMF, il serait difficile, à notre avis, de contester la légalité d'un règlement de l'AMF en invoquant son caractère *ultra vires*. En effet, l'habilitation législative contenue aux articles 331 et 331.1 L.V.M. est exhaustive, couvrant en détail tous les sujets entourant de près ou de loin le marché des valeurs mobilières. En revanche, compte tenu de la complexité croissante des règlements de l'AMF, cette habilitation législative apparaît quelque peu ténue. Par exemple, l'article 331.1(7) L.V.M. prescrit que l'AMF peut, par un règlement, « dispenser avec ou sans condition une catégorie de personnes, de valeurs ou d'opérations de tout ou partie des obligations résultant de la présente loi ou des règlements. C'est sur la base de cette habilitation législative formulée en termes plutôt généraux que l'AMF a notamment adopté le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*¹⁶, un règlement qui, tel que mentionné précédemment, a chambardé le régime des dispenses.

C'est néanmoins sur la base d'une telle habilitation législative que l'AMF exerce de façon effrénée son pouvoir réglementaire. Tel que mentionné précédemment, il est difficile de connaître avec précision le nombre de règlements en vigueur à un moment donné¹⁷. Sans chercher à les dénombrer, nous avons tout de même étudié la Loi et les règlements que nous pouvions identifier¹⁸, et nous les

16. Précité, note 3.

17. Des échanges informels avec des représentants de l'AMF semblent indiquer que l'AMF elle-même ignore le nombre de règlements qu'elle a adoptés qui sont en vigueur.

18. La recherche préalable à la rédaction du présent article a été arrêtée au 1^{er} août 2007.

avons décortiqués à la recherche de cas de renvois. Cela nous a permis de constater que la Loi et les règlements adoptés par l'AMF regorgent de renvois¹⁹, de dérogations²⁰ et de tolérances²¹. S'il est évidemment impensable d'en faire une nomenclature exhaustive, certains cas laissent pantois.

Le plus risible des cas de renvois se trouve, à notre avis, au *Règlement 45-102 sur la revente de titres*.

En vertu de l'article 5 L.V.M., un « placement » peut prendre plusieurs formes. Selon le troisième paragraphe de cette définition, nous sommes notamment en présence d'un placement dans la situation suivante : « Le fait, par le souscripteur ou l'acquéreur qui a acquis ses titres sous le régime d'une dispense visée à l'article 43 ou prévue par règlement, de rechercher ou de trouver des acquéreurs sans bénéficiaire d'une dispense définitive de prospectus [...] » (nous soulignons).

-
19. Le renvoi peut être défini comme « [...] une technique de rédaction permettant de compléter un texte [le texte référent] en indiquant au lecteur de ce texte qu'il doit se rapporter à une autre source [normalement, il s'agira d'un texte] qui lui est désigné [la règle de référence] » (Pierre ISSALYS, *Répartir les normes : le choix entre les formes d'actions étatiques*, Québec, Société de l'assurance automobile, 2003, p. 103). Autrement dit, l'usage de cette technique de rédaction législative fait en sorte qu'un texte normatif donné (loi ou règlement) énonce une norme dont le contenu n'est pas livré en entier. Le texte référent donne plutôt au lecteur des indications plus ou moins précises l'invitant à se référer à une autre source (la règle de référence) afin de compléter le contenu normatif de ce texte de base.
20. Il y a dérogation lorsque, dans le règlement lui-même ou dans la loi, l'application de ce règlement est écartée, et ce, dans une situation particulière ou dans un ensemble de situations (P. ISSALYS, *ibid.*, p. 142). Les cas ainsi soustraits aux règles, bien que non conformes aux normes réglementaires, sont dès lors considérés comme parfaitement licites. Le but de ces dérogations est de permettre d'éviter l'application de la réglementation dans des situations où, par hypothèse, cela n'est pas jugé souhaitable. Parce que chaque dérogation est définie en termes généraux et vise des catégories abstraites de situations, la dérogation constitue elle-même une règle dont l'effet est, en principe, permanent.
21. Contrairement aux dérogations, les tolérances sont définies lors de l'application de la réglementation, dans le cadre de décisions individualisées. Elles permettent de suspendre l'application de la réglementation dans une situation particulière, et ce, pour une période généralement déterminée. Par hypothèse, le cas visé par cette décision n'est pas conforme à la réglementation mais l'effet de cette illégalité se trouve suspendu, pour un temps, sur la base de l'appréciation de l'intérêt public par l'organisme chargé d'appliquer cette réglementation. Parce que le cas visé demeure soumis à la réglementation, l'organisme peut néanmoins soumettre le contrevenant au respect de certaines conditions. P. ISSALYS, *ibid.*, p. 142.

Or, c'est en vain que l'on cherchera ces « dispenses définitives » dans la Loi depuis l'abrogation des articles 57 à 63²². Ainsi, l'article 57 énonçait le principe suivant :

Le prospectus n'est pas exigé pour l'aliénation de titres d'un émetteur assujetti acquis sous le régime d'une dispense prévue aux articles 43, 47, 48 ou 51, lorsque l'acquéreur initial et les sous-acquéreurs éventuels ont conservé les titres pendant un délai déterminé précédant immédiatement l'aliénation et que l'émetteur assujetti, dans le cas où le vendeur est initié à l'égard de l'émetteur, a satisfait à ses obligations d'information pendant le même délai.

Le délai prévu à l'alinéa précédent est déterminé par règlement » (nous soulignons).

Le délai en question était donc défini par règlement, en l'occurrence dans le Règlement sur les valeurs mobilières adopté par le gouvernement, à l'article 114.1 : « Le délai de conservation d'un titre visé au premier alinéa de l'article 58 de la Loi est de 6 mois pour une valeur de premier ordre et de 12 mois pour une autre valeur. »

Ces dispositions ont été abrogées, mais le principe demeure le même : l'acquéreur de titres initialement placés sous le couvert d'une dispense de prospectus doit attendre un certain temps avant de pouvoir céder librement les titres en question. Aujourd'hui toutefois, à la suite de l'adoption du Règlement 45-106, sans que la Loi y réfère spécifiquement et en l'absence de directives claires émanant de l'AMF, la personne abordant pour la première fois la Loi doit donc savoir intuitivement que ces « dispenses définitives » se trouvent maintenant au Règlement 45-102 qui, pourtant, ne contient pas cette expression. Dans l'élaboration du Règlement 45-102, l'AMF a plutôt eu recours aux concepts de « période de restriction » et de « période d'acclimatation ». Pour savoir laquelle de ces périodes est applicable dans une situation donnée, il faut avant tout se soumettre à un véritable jeu de ping-pong entre différentes dispositions du Règlement 45-106.

Ainsi, en vertu du paragraphe 1 de l'article 2.5 dudit règlement portant sur la « période de restriction » : « L'opération visée est un placement qui ne nécessite pas de prospectus si elle est assujettie au présent article conformément à l'article 2.3 ou en vertu de la

22. *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2004, c. 37, art. 8.

législation en valeurs mobilières, pour autant que les conditions prévues au paragraphe 2 soient remplies » (nous soulignons).

Cette disposition contient donc de nombreux renvois. Tout d'abord, un renvoi implicite à la définition donnée à l'expression « opération visée » apparaissant à l'article 1.1 du même règlement, laquelle définition se limitant elle-même à renvoyer à la définition de cette expression que l'on trouve au Règlement 45-106. Ensuite, le paragraphe 1 de l'article 2.5 fait référence au paragraphe suivant où sont définies les conditions permettant de bénéficier de cette « dispense définitive » dite « période de restriction ». Là où le bât blesse, c'est au regard du renvoi à l'article 2.3. L'article 2.3 renvoie lui-même à l'annexe D, laquelle énumère les types de dispenses donnant lieu à une telle « période de restriction ». Autrement dit, pour savoir si une « période de restriction » doit s'écouler avant de pouvoir se prévaloir de la dispense de l'article 2.5, il faut savoir si les titres que l'on cherche à céder ont été acquis initialement sous le couvert de l'une ou l'autre des dispenses énumérées à l'annexe D, lesquelles dispenses sont par ailleurs définies au Règlement 45-106. À cette fin, le Règlement 45-102 invite le lecteur à suivre le chemin le menant successivement de son article 2.5 à l'article 2.3 à l'annexe D. Or, pourquoi ne pas avoir simplement indiqué à l'article 2.5 que les dispenses énumérées à l'annexe D peuvent se prévaloir de la dispense de prospectus à la suite de l'écoulement d'une « période de restriction », en évitant ce renvoi inutile à l'article 2.3 ?

Il en est de même à l'article 2.6 du Règlement 45-102 portant sur les « périodes d'acclimatation ». Le paragraphe 2 renvoie à l'article 2.4, lequel renvoie à l'annexe E. De tels renvois en cascade donnent à ce règlement de l'AMF un vernis de technicité. Mais cela est-il nécessaire ? À l'instar des autres interventions réglementaires de l'AMF, l'adoption du Règlement 45-102 et l'abrogation correspondante des dispenses définitives prescrites par la Loi, n'ont pas donné lieu à une étude préalable démontrant que le régime des dispenses définitives prévu à la Loi était inefficace ou donnait lieu à des abus. Obnubilée par son désir d'harmonisation, l'AMF n'a pas non plus cherché à mesurer l'impact du Règlement 45-102. Certes, le régime des « dispenses définitives » fait maintenant l'objet d'un régime juridique harmonisé, mais quel impact ce régime a-t-il sur les administrés ?

À sa face même, le Règlement 45-106 est aberrant. Il introduit inutilement une nouvelle terminologie, en remplaçant l'expression

« dispense définitive » (pourtant encore contenue dans la Loi) par les concepts de « période de restriction » et « période d'acclimatation ». De plus, il établit une distinction entre ces deux concepts qui nous apparaît parfaitement arbitraire, voire aléatoire. En effet, la liste des dispenses de prospectus pouvant profiter, selon le cas, d'une période de restriction ou d'une période d'acclimatation ne repose sur aucune justification économique, financière ou légale. Il en est de même au sujet des conditions d'application auxquelles ces deux catégories de « dispenses définitives » sont soumises. De telles conditions différenciées sont tout simplement stochastiques.

Identifier les cas de renvois, de tolérances et de dérogations dans les Règlements de l'AMF ne règle pas les problèmes qui découlent du caractère souvent peu intelligible de ces normes. En l'absence d'outils (comme une table des matières détaillée) permettant aux praticiens comme aux chercheurs de se retrouver dans ce magma normatif auquel a donné lieu l'exercice par l'AMF de son pouvoir réglementaire, il semble opportun, en théorie comme en pratique, d'aborder le droit des valeurs mobilières en s'appuyant sur les règles de base en cette matière, lesquelles demeurent énoncées dans la Loi. Malgré la multiplication des interventions réglementaires de l'AMF, la Loi demeure au sommet de la hiérarchie des normes constituant le droit québécois des valeurs mobilières. À sa lecture, on constate rapidement que le point de départ de tout ce corpus normatif se trouve défini à l'article 11(1) de la Loi : « [À moins de pouvoir se prévaloir d'une dispense de prospectus,] [t]oute personne qui entend procéder au placement d'une valeur mobilière est tenue d'établir un prospectus soumis au visa de l'Autorité. La demande de visa est accompagnée des documents prévus par règlement. »

À la recherche des dispenses de prospectus auxquelles l'article 11 L.V.M. fait référence implicitement, on constate alors que ces règles sont réparties entre la Loi et un règlement adopté par l'AMF, en l'occurrence le Règlement 45-106. À l'origine, l'ensemble des dispenses de prospectus étaient énoncées dans la Loi. La plupart de ces dispositions sont maintenant abrogées. Ces dispenses naguère contenues dans la Loi (ou des dispenses ayant essentiellement les mêmes fonctions) se retrouvent maintenant au Règlement 45-106. Mais certaines dispenses demeurent énoncées dans la Loi.

D'une part, l'article 41 L.V.M. traite de dispenses dont certains organismes publics peuvent se prévaloir au moment d'une émission de valeurs mobilières. Essentiellement, ces organismes sont dignes

de confiance et le législateur considère que les investisseurs sont suffisamment protégés sans exiger de ces organismes qu'ils préparent un prospectus au moment d'émettre des valeurs mobilières. On peut expliquer le maintien dans la Loi de cette dispense par le fait que le législateur tient à contrôler l'identité des organismes publics pouvant se prévaloir de cette dispense.

Outre les dispenses en raison de la nature des valeurs énoncées à l'article 41 L.V.M., la Loi contient, d'autre part, une section intitulée « Dispenses en raison de la nature du placement ». Les articles composant cette section ont été abrogés, sauf le premier alinéa de l'article 43 L.V.M. Ceci est une aberration.

En effet, après avoir été modifié, cet article se lit maintenant comme suit :

Le placement de titres auprès d'un investisseur qualifié déterminé par règlement est dispensé de l'établissement d'un prospectus, dans la mesure où il est conforme aux conditions prévues par règlement.

En somme, ce n'est pas la Loi qu'il faut consulter pour savoir ce qu'est un « investisseur qualifié » et connaître à quelles conditions un émetteur peut être dispensé de préparer un prospectus lorsqu'il procède à un placement auprès d'un tel investisseur. Il faut plutôt s'en remettre aux dispositions réglementaires pertinentes, lesquelles ne sont pas expressément identifiées. On comprend implicitement que le règlement en question est le Règlement 45-106. En effet, le placement de valeurs mobilières auprès d'un « investisseur qualifié » fait l'objet d'une dispense de prospectus et d'inscription en vertu de l'article 2.3 du Règlement 45-106. De même, un « investisseur qualifié » est aussi l'une des catégories de personnes à qui un émetteur se qualifiant comme « émetteur fermé » peut placer ses titres.

Quoi qu'il en soit, on comprend mal le maintien de cet alinéa de l'article 43 L.V.M., alors que les autres éléments de la section de la Loi relative aux « Dispenses en raison de la nature du placement » ont été abrogés. Il peut s'agir d'une omission de la part du législateur, laquelle sera corrigée par l'abrogation de ce reliquat de l'article 43 lors d'une future modification législative. Certes, cette disposition de la Loi peut être considérée comme une habilitation législative à définir, par règlement, ce qu'est un « investisseur qualifié » et les conditions permettant un placement sans prospectus auprès d'un tel investisseur. Mais cette habilitation est incomplète, dans la

mesure où cet article de la Loi ne précise pas à qui, du gouvernement ou de l'AMF, appartient ce pouvoir réglementaire. Du reste, une telle habilitation fait double emploi avec le paragraphe 11 de l'article 331.1 L.V.M. qui donne à l'AMF le pouvoir de déterminer, par règlement, les conditions suivant lesquelles une personne (dont un émetteur) peut être dispensée de tout ou partie des obligations résultant de la Loi ou de ses règlements. Parmi ces obligations, il y a l'obligation de prospectus énoncée à l'article 11 L.V.M. L'AMF dispose donc du pouvoir réglementaire pour définir par règlement des dispenses de prospectus et c'est d'ailleurs sur la base de cet article que le Règlement 45-106 a été adopté. Même en admettant que l'article 43 L.V.M. soit une habilitation législative valable, on peut se demander pourquoi c'est la seule. Contrairement à l'article 43 L.V.M., les autres dispositions relatives aux dispenses de prospectus en raison de la nature du placement ont été simplement abrogées sans y maintenir une référence minimale aux dispenses réglementaires appelées à les remplacer.

D'une manière générale, même si l'AMF, à la lumière du pouvoir réglementaire que lui accorde le législateur à l'article 331.1 L.V.M., a pu légitimement adopter le Règlement 45-106, la répartition des dispenses de prospectus entre normes législatives et réglementaires nous apparaît tout à fait arbitraire. À notre avis, la seule raison pouvant expliquer la présence de l'article 41 L.V.M. est que le législateur et les instances politiques tiennent à préserver leur contrôle sur le type d'organismes publics visés à l'article 41(2) L.V.M. Une telle volonté politique est surprenante dans le contexte où le pouvoir politique manifeste son retrait progressif du secteur des valeurs mobilières au moyen des nombreuses modifications apportées ces dernières années à la Loi, modifications qui ont fait en sorte que le contenu normatif de la Loi a été réduit comme peau de chagrin. En abrogeant de grands pans de la Loi et en confiant à l'AMF la responsabilité de réguler le marché québécois des valeurs mobilières au moyen de normes réglementaires, le pouvoir politique semble s'en remettre à la compétence technique de l'Autorité. Or, c'est justement cette soi-disant compétence technique qui a mené à l'adoption du Règlement 45-106 et du Règlement 45-102, pour ne nommer que ceux-ci. À l'instar des autres déplorables initiatives normatives de l'AMF, ces deux règlements sont rédigés dans un langage inutilement hermétique et sibyllin. Quoiqu'il en soit, considérant que la quasi-totalité des dispenses de prospectus sont maintenant énoncées au Règlement 45-106, les dispenses de prospectus en raison de la nature des valeurs énoncées à l'article 41

L.V.M. pourraient elles aussi être définies par règlement, par un ajout au Règlement 45-106 ou par l'adoption d'un règlement spécifique à ce sujet. Le cas échéant, les articles 41 et 42 L.V.M. devraient donc être abrogés.

L'une des innovations les plus frappantes du Règlement 45-106 – et un aspect qui contribue plus que tout autre à rendre ce règlement inutilement complexe, c'est la mise en place du nouveau concept d'« opération visée ». Pour l'application du Règlement, au Québec, « opération visée » signifie l'une des activités suivantes :

- a) l'une des activités visées à la définition de « courtier en valeurs » prévue à l'article 5 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., c. V-1.1) ;
- b) la vente ou la cession d'un titre à titre onéreux, que les modalités de paiement soient sur marge, en plusieurs versements ou de toute autre manière, à l'exclusion :
 - i. du transfert de titres ou de la constitution d'une hypothèque ou d'une autre charge sur des titres en garantie d'un emprunt effectué de bonne foi, à l'exception de ce qui est prévu au paragraphe e) ;
 - ii. de l'achat de titres ;
- c) la participation, à titre de négociateur, à toute opération sur des titres effectuée par l'intermédiaire d'une bourse ou d'un système de cotation et de déclaration d'opérations ;
- d) la réception par une personne inscrite d'un ordre d'achat ou d'un ordre de vente de titres ;
- e) le transfert de titres d'un émetteur ou la constitution d'une hypothèque ou d'une autre charge sur des titres d'un émetteur faisant partie des titres détenus par une personne participant au contrôle pour garantir un emprunt contracté de bonne foi ;
- f) la conclusion d'un dérivé ;
- g) une activité, une publicité, une sollicitation, une conduite ou une négociation visant directement ou indirectement la réalisation de l'une des activités visées aux paragraphes a) à f).

On peut s'interroger sur la justesse de créer un nouveau concept juridique dans un texte réglementaire. Cela est d'autant

plus vrai lorsque l'on considère l'importance de ce concept en droit et en fait pour l'application des normes auxquelles il se rapporte. En l'espèce, chacune des dispenses définies dans le Règlement 45-106 repose sur cette notion d'« opération visée » et ne s'applique qu'en présence d'une telle opération. Par exemple, dans le cas de la dispense pour le placement de droits, l'article 2.1 du Règlement 45-106 prescrit :

L'obligation d'inscription à titre de courtier ne s'applique pas dans le cadre d'une opération visée effectuée par un émetteur avec l'un de ses porteurs sur un droit octroyé par l'émetteur d'acquérir des titres émis par lui lorsque sont réunies les conditions suivantes : [...] (nous soulignons).

Il aurait été plus approprié, à notre avis, d'inclure cette définition dans la Loi. Si un texte réglementaire offre plus de souplesse qu'une loi en termes de procédures d'adoption et de modifications, on voit mal comment la définition d'« opération visée » devrait un jour être modifiée. Certes, cela est toujours possible, mais considérant que ce concept est au cœur du Règlement 45-106, on peut présumer que la rédaction de cette définition est le résultat d'un travail rigoureux. Il ne s'agit pas, en définitive, d'une variable susceptible d'ajustements à la lumière de l'expérience acquise dans l'application d'un règlement, comme le délai prescrit pour le dépôt d'un formulaire quelconque. Un tel délai peut être modifié s'il appert qu'il est trop court ou trop long pour les fins visées par l'auteur du règlement.

Quoi qu'il en soit, nous devons faire face à une situation où la définition d'« opération visée » du Règlement 45-106 semble faire double emploi avec celle de « placement » que l'on retrouve dans la Loi. Le législateur aurait donc dû intervenir afin, selon le cas, d'abroger la définition de « placement » ou faire en sorte de définir dans quelles circonstances un « placement » est une « opération visée », ou vice versa.

Car, puisque ni le législateur ni un organisme de régulation dans l'exercice de son pouvoir réglementaire ne parlent pour ne rien dire, on pourrait croire que les deux concepts « placement » et « opération visée » sont distincts, du moins en partie. En effet, tel que mentionné précédemment, toute personne qui entend procéder au placement d'une valeur est tenue d'établir un prospectus soumis au visa de l'Autorité. Même si l'article 11 L.V.M. est silencieux sur ce point, la logique veut que la personne qui entend procéder au place-

ment d'une valeur est tenue d'établir un prospectus soumis au visa de l'Autorité à moins de pouvoir se prévaloir d'une dispense de prospectus. Or, ces dispenses, telles qu'elles sont maintenant énoncées dans le Règlement, s'appliquent en présence d'une « opération visée ». C'est donc dire qu'une « opération visée » est nécessairement un « placement », mais un « placement » est-il nécessairement une opération visée ? Si la définition de « placement » ne vise pas en tout point le même genre de situations que celles énoncées dans la définition d'« opération visée », cela voudrait dire que certains placements, puisqu'ils ne peuvent se qualifier comme « opérations visées », devraient nécessairement comporter la préparation préalable d'un prospectus. Autrement dit, la personne qui procède à un « placement » qui n'est pas par ailleurs une « opération visée » doit préparer un prospectus, et ce, tel qu'exigé par l'article 11 L.V.M. En revanche, si ce même « placement » peut être qualifié comme une « opération visée », la personne en question n'aura pas à préparer un prospectus si elle est aussi en mesure de satisfaire aux conditions et aux formalités applicables à l'une ou l'autre des dispenses prévues au Règlement 45-106.

Une analyse de la définition d'« opération visée » nous amène toutefois à conclure que l'arrivée de ce nouveau concept en droit québécois des valeurs mobilières n'apporte rien de nouveau à celui déjà fort bien connu et compris de « placement ». Nous sommes en effet d'avis que chacun des éléments de la définition d'« opération visée » correspond à l'une ou l'autre des différentes composantes de la définition de « placement » que l'on retrouve dans la Loi. La présence dans le Règlement 45-106 d'une telle définition, d'un tel concept, ne fait donc qu'ajouter à la complexité du texte réglementaire sans vraiment changer quoi que ce soit sur le fond quant aux conditions d'application des dispenses qui y sont décrites.

Le concept de « placement » est défini à l'article 5 de la Loi. Dans la Loi, à moins que le contexte n'indique un sens différent, il faut entendre par « placement » :

1^o le fait, par un émetteur, de rechercher ou de trouver des souscripteurs ou des acquéreurs de ses titres ;

2^o le fait, par le preneur ferme, de rechercher ou de trouver des acquéreurs de titres qui ont fait l'objet de la prise ferme ;

3^o le fait, par le souscripteur ou l'acquéreur qui a acquis ses titres sous le régime d'une dispense *visée à l'article 43 ou prévue par règle-*

ment, de rechercher ou de trouver des acquéreurs sans bénéficier d'une dispense définitive de prospectus ;

4^o le fait, par le souscripteur ou l'acquéreur qui a acquis des titres sans que fût établi le prospectus exigé par la loi et sans que l'opération fit l'objet d'une dispense, de rechercher ou de trouver des acquéreurs ;

4.1^o le fait, pour le souscripteur ou l'acquéreur qui a acquis des titres d'une société dont les documents constitutifs prévoient des restrictions à la libre cession des actions, interdisent l'appel public à l'épargne et limitent le nombre des actionnaires à 50, déduction faite de ceux qui sont ou ont été salariés de la société ou d'une filiale, de rechercher ou de trouver des acquéreurs ;

5^o le fait, par le souscripteur ou l'acquéreur qui a acquis ses titres à l'extérieur du Québec, de rechercher ou de trouver des acquéreurs au Québec, sauf sur une bourse ou sur le marché hors cote ;

6^o le fait de rechercher ou de trouver des acquéreurs pour des titres, qui n'ont pas encore fait l'objet de prospectus, d'une société dont les documents constitutifs prévoyaient des restrictions à la libre cession des actions, interdisaient l'appel public à l'épargne et limitaient le nombre des actionnaires à 50, déduction faite de ceux qui sont ou ont été salariés de la société ou d'une filiale ;

7^o le fait, par un intermédiaire, de rechercher ou de trouver des souscripteurs ou des acquéreurs de titres faisant l'objet d'un placement en vertu des paragraphes 1^o à 6^o ;

8^o le fait, par un émetteur, de donner en garantie des titres émis par lui à cette fin ;

9^o le fait pour une personne *participant au* contrôle d'un émetteur ou qui possède plus d'une portion déterminée des titres d'un émetteur de se départir de ses titres ou d'une portion déterminée de ses titres selon la portion et les modalités prévues par règlement.

Par ailleurs, tel que mentionné au paragraphe 1) de la définition d'« opération visée » du Règlement 45-106, laquelle est reproduite ci-dessus, l'une ou l'autre des activités visées à la définition de « courtier en valeurs » prévue à l'article 5 L.V.M. constitue une telle « opération visée » au sens du Règlement 45-106. Or, les courtiers en valeurs peuvent exercer les activités suivantes aux termes de cette dernière définition :

1. Exercer l'activité d'intermédiaire dans les opérations sur valeurs

2. Faire des opérations de contrepartie sur valeurs, à titre accessoire ou principal
3. Effectuer le placement d'une valeur, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui
4. faire du démarchage relié à une activité visée aux paragraphes 1^o à 3^o.

À la lumière du paragraphe 3, ci-dessus, de la définition des activités d'un « courtier en valeurs », on constate qu'une « opération visée », dans sa première incarnation, fait double emploi avec celle de « placement ». Il en est ainsi parce que, à notre avis, toutes les activités d'un courtier, telles qu'énumérées ci-dessus, constituent elles-mêmes diverses formes de « placement ».

D'une part, effectuer le placement d'une valeur pour son propre compte ou le compte d'autrui est une des activités d'un courtier (paragraphe 1 de la définition de « courtier en valeurs ») qui, tel que l'énonce cette définition, constitue un placement. Ce même placement constitue par ailleurs une « activité visée », telle que cette expression est définie au paragraphe 1.6(a) du Règlement 45-106. Donc, cette définition d'« opération visée » n'ajoute rien à la définition de placement.

D'autre part, le fait, pour un intermédiaire, de rechercher ou de trouver des souscripteurs ou des acquéreurs pour des titres qui, par ailleurs, font l'objet d'un placement constitue en soi un placement aux termes du paragraphe 7 de la définition de « placement ». Il en va de même, selon le paragraphe 2 de cette définition, lorsqu'un preneur ferme recherche ou trouve des acquéreurs de titres qui ont fait l'objet de la prise ferme. Dans les deux cas, à notre avis, cela implique nécessairement des activités de démarchage, telle que cette expression est définie au même article, et ce, même si le mot « démarchage » n'apparaît pas dans l'une et l'autre de ces formes de placement. De plus, du point de vue des activités de « courtiers en valeurs » ci-dessus, on peut considérer dans les deux cas que ce courtier exerce alors l'activité d'intermédiaire dans ce qui constitue une « opération sur valeurs », et ce, même si l'expression « opération sur valeurs » n'est pas définie dans la Loi. Puisque « démarchage » et « activité d'intermédiaire » sont deux des activités énoncées à la définition de « courtier en valeurs », de tels « placements » et un tel « démarchage » constituent donc aussi une « opération visée ». Là encore, la définition d'« opération visée » n'ajoute rien à la définition de « placement ».

En revanche, on pourrait prétendre que le fait pour une personne de faire des opérations de contrepartie dans les opérations sur valeurs, si cela constitue une activité contenue à la définition de « courtier de valeurs » (paragraphe 2), ne correspond pas directement à l'une ou l'autre des formes de « placement ». Ainsi, puisqu'il s'agit d'une « opération visée », une telle activité pourrait être exercée sous le couvert d'une dispense sans être qualifiée de « placement ». Même si le législateur est économe de ses paroles et qu'il ne « parle pas pour ne rien dire », nous croyons qu'il y a des limites à tenter de qualifier juridiquement des situations affublées par le législateur d'une terminologie différente mais qui, dans les faits, ne peuvent être distinguées. Par exemple, tel que mentionné précédemment, le législateur n'utilise pas le mot « démarchage » lorsqu'il définit un placement comme constituant le fait, pour un émetteur ou un intermédiaire, de chercher des souscripteurs ou des acquéreurs. Pourtant, on voit mal comment cela pourrait s'effectuer sans une forme ou une autre de démarchage. Du reste, on peut se demander en quoi consistent de telles « opérations de contrepartie sur valeurs, à titre accessoire ou principal ». Car si une telle « opération visée » pouvait être exécutée par un intermédiaire sous le couvert d'une dispense (dans la mesure où les autres conditions prescrites par le Règlement pour se prévaloir de cette dispense sont remplies), il est surprenant de constater que le Règlement 45-106 n'envisage pas directement et en termes clairs le cas du placement par un émetteur de ses propres titres au moment d'un appel public à l'épargne. Du moins, le Règlement 45-106 le fait dans le style de rédaction législative ampoulé qui le caractérise et en utilisant une terminologie juridique imprécise.

L'expression « opération visée » n'est pas le seul élément problématique du Règlement 45-106. Ceux-ci sont trop nombreux pour être énumérés et traités dans le présent article. Mais un autre est digne de mention ici : le recours aux concepts de dirigeants et de « membre de la haute direction » dans la dispense pour émetteurs fermés prévue à l'article 2.4 du Règlement 45-106.

À la même époque où l'AMF adoptait le Règlement 45-106, la Loi a été amendée afin d'abroger le concept de « société fermée » que l'on retrouvait à l'article 3 L.V.M. Cette expression a cédé sa place à l'expression « émetteur fermé » que l'on retrouve maintenant à l'article 2.4 du Règlement 45-106. Il s'agit plus que d'un simple changement de terminologie.

Les émetteurs de valeurs mobilières qui se qualifiaient comme « sociétés fermées » étaient dispensés de l'application de la Loi en vertu de l'article 3 L.V.M. En revanche, sous l'ancien régime, un émetteur fermé est assujéti à la Loi : il est simplement dispensé de préparer un prospectus si les conditions de l'article 2.4 du Règlement 45-106 sont réunies. Certes, une « société fermée » était dispensée de l'obligation énoncée à l'article 11 L.V.M. de préparer un prospectus au moment d'émettre des valeurs mobilières. Mais il en était ainsi parce qu'une telle « société fermée » était dispensée de la Loi en entier, y compris la règle de l'article 11 L.V.M. suivant laquelle tout émetteur procédant à un placement doit préparer un prospectus et obtenir le visa de l'AMF.

Par l'abrogation du concept de « société fermée » et son remplacement par celui d'« émetteur fermé », une myriade d'entreprises se qualifiant alors à la fois comme « sociétés fermées » et comme « émetteurs fermés » sont devenues instantanément assujétiées à la Loi et, par conséquent, au pouvoir de surveillance de l'AMF. En soi, ce changement législatif et réglementaire est injustifié et condamnable.

D'une part, avant les modifications apportées à la Loi et l'adoption du Règlement 45-106, les sociétés fermées étaient, par définition, de petites entreprises, souvent familiales. Malgré l'absence d'assujétiement à la Loi, ces entreprises ne se trouvaient pas dans un vide juridique : les rapports entre actionnaires et administrateurs étaient régis par le Code civil et les lois dites « corporatives » sous lesquelles ces sociétés par actions étaient constituées. En considérant aujourd'hui ces sociétés fermées, on peut croire que les personnes concernées peuvent jouir de la protection qu'offre la Loi. Mais en avaient-elles besoin ? Personne, y compris l'AMF, n'a jamais démontré que les sociétés fermées, bien qu'elles n'étaient pas assujétiées à la Loi, donnaient lieu à des abus dont les petits investisseurs faisaient les frais. De tels abus auraient pu justifier que l'État intervienne en donnant à l'AMF un pouvoir de surveillance. Le cas échéant, il eut fallu que la Loi soit amendée afin qu'y soient soumis ces émetteurs. Certes, la Loi a été modifiée, mais la démonstration de tels abus n'a pas été faite. En définitive, la création du concept d'« émetteur fermé » et l'assujétiement de ces entreprises à la Loi n'aura servi qu'à une seule chose : élargir inutilement l'étendue de la compétence de l'AMF et de son champ d'influence. Du point de vue de l'AMF, un tel élargissement de sa compétence matérielle est évidemment salutaire : qui pourrait remettre en question son existence puisqu'elle doit maintenant veiller sur un si grand

nombre d'administrés et voir à l'application d'une réglementation si imposante !

Non seulement il n'est pas clair que ces modifications législatives et réglementaires étaient nécessaires pour corriger un problème soulevé par les « sociétés fermées », mais en plus, ces amendements n'ont pas été apportés sans coût. En outre, ils soulèvent à leur tour de nouvelles et nombreuses difficultés.

Afin de se conformer aux nouvelles exigences du Règlement 45-106 pour se qualifier comme « émetteur fermé », les sociétés fermées existant au moment de l'entrée en vigueur étaient tenues, en principe, de modifier leurs statuts constitutifs. L'AMF avait établi un délai de grâce au-delà duquel une telle modification n'était plus possible. Cette date butoir fut fixée au 12 octobre 2007. Il s'agissait essentiellement pour ces sociétés fermées de retirer de leurs statuts les clauses suivantes :

- Limite du nombre d'actionnaires : cette limite est maintenant fixée par le Règlement 45-106, qui n'exige pas que cela soit inscrit dans les statuts de l'émetteur.
- Interdiction de faire un appel public à l'épargne : il s'agit, à notre avis, de l'une des rares innovations positives du Règlement 45-106. Tel que mentionné précédemment, les sociétés fermées devaient contenir une clause leur interdisant de procéder à un « appel public à l'épargne ». Cette expression n'était définie nulle part et a dû être définie par les tribunaux. Or, aujourd'hui, les émetteurs qui se qualifient comme émetteurs n'ont plus à se demander si, au moment d'émettre ou d'autoriser le transfert de valeurs mobilières, ils procèdent à un tel « appel public à l'épargne » : ils doivent seulement s'assurer que leurs valeurs mobilières sont en tout temps détenues par des personnes appartenant à l'une ou l'autre des catégories de personnes admissibles énumérées à l'article 2.4 du Règlement 45-106.

Les sociétés fermées ont également dû modifier leurs statuts de constitution afin de changer la clause relative aux restrictions aux transferts d'actions. Tel que mentionné précédemment, un émetteur se qualifiait comme émetteur fermé si ses statuts prévoyaient des restrictions à la libre cession des actions. Or, pour se qualifier d'émetteur fermé, une telle « société fermée » doit maintenant prévoir, dans ses documents constitutifs, une clause restreignant la

libre cession de ses titres. Le terme « titre » ne fait l'objet d'aucune définition, dans la Loi ou dans les nombreux règlements adoptés sous son autorité, et ce, même s'il est omniprésent dans le corpus normatif composant le droit québécois des valeurs mobilières. Il faut en déduire que ce terme vise implicitement les différentes formes d'investissement qui sont assujetties à la Loi en vertu de l'article 1 L.V.M.

Le désir ressenti par les sociétés fermées existant au moment de l'entrée en vigueur du Règlement 45-106 de modifier en conséquence leurs statuts s'est traduit par une véritable manne au profit des praticiens québécois. À défaut de procéder eux-mêmes aux dites modifications, ces émetteurs ont dû confier cette tâche à leurs conseillers juridiques, et ce, évidemment au plus grand profit de ces derniers. Certes, ces praticiens avaient le droit d'être rémunérés pour leurs services. Mais ces modifications étaient-elles nécessaires ? Nous soumettons que ces changements n'étaient pas requis et que, par conséquent, l'adoption du Règlement 45-106 a entraîné des coûts sociaux inutiles à défaut d'être quantifiables.

En effet, en ce qui concerne la limitation du nombre d'actionnaires, une telle clause n'est plus requise pour se qualifier comme émetteur fermé mais son maintien dans les statuts n'est pas illégal et ne peut faire en sorte que l'entreprise perde son statut d'émetteur fermé. Il en va de même pour la limite aux détenteurs d'actions.

En ce qui concerne la restriction à la libre cession des actions, une telle clause pouvait être maintenue dans les statuts d'un émetteur tout en permettant à ce dernier de se qualifier comme émetteur fermé, et ce, tant et aussi longtemps que les seuls titres mis en circulation par cet émetteur sont des actions. Les actions sont des « titres » au sens où cette expression est utilisée à l'article 2.4 du Règlement 45-106. Par conséquent, une « société fermée » n'ayant émis que des actions (comme c'est généralement le cas) n'avait pas à modifier ses statuts afin de restreindre la cession de ces « titres » : une telle société se qualifiait dès lors comme émetteur fermé. À défaut de modifier ses statuts avant la date butoir, il s'agissait toutefois du seul type que cet émetteur pourra émettre à l'avenir²³. En pratique, c'est généralement suffisant pour les entreprises de petite envergure que sont ces « émetteurs fermés ».

23. Pierre-L. BARIBEAU, « Nouvelles règles sur les placements dans les compagnies privées : Le rôle de l'avocat dans les transactions d'actions s'accroît » (2006) *Journal du Barreau*, 16 (citant M^c Paul Martel à ce sujet).

Quelques semaines avant l'arrivée de la date butoir du 12 octobre 2007, l'AMF faisait une mise au point concernant le Règlement 45-106²⁴. Ainsi, aux termes de ce document publié par l'AMF, une « société fermée » qui, avant le 14 septembre 2005 (date d'entrée en vigueur du Règlement 45-106), n'avait en circulation que des actions (actions ordinaires, actions privilégiées ou autres catégories d'actions), n'avait pas à modifier ses documents constitutifs pour être un « émetteur fermé ». Les titres de cet émetteur sont les actions en question et le mot « actions » dans les statuts est approprié. Du même souffle, l'AMF a aussi précisé qu'une société qui n'avait aucune intention de se prévaloir de la dispense prévue à l'article 2.4 du Règlement 45-106, donc qui ne prévoyait pas effectuer une émission de titres (peu importe la nature), n'avait pas non plus besoin de modifier ses statuts.

Dans ce dernier cas, la mise au point de l'AMF est futile : un émetteur n'est pas tenu d'émettre de valeurs et, le cas échéant, il n'est pas tenu de se prévaloir d'une dispense de prospectus. Il peut toujours choisir de procéder à un placement à l'aide d'un prospectus conformément à l'article 11 L.V.M. Pour le reste, cette intervention de l'AMF par la publication de cette mise au point ressemble à l'arrivée triomphale d'un régiment de cavalerie dans un western-spaghetti : intervention tardive et inutile car les dommages étaient déjà faits. Les sociétés fermées désireuses de se conformer à la lettre du Règlement 45-106 avaient déjà engagé les dépenses entourant la modification de leurs statuts. Inutile et tardive, la mise au point de l'AMF illustre à quel point cet organisme administratif est déconnecté de la réalité des entreprises en quête de capitaux et des praticiens du droit.

À la lumière de ce qui précède, on constate que l'une des principales difficultés soulevées par les règlements qu'adopte l'AMF découle de la terminologie employée. Pour comprendre les tenants et aboutissants de ces règlements, il faut avant tout comprendre le jargon utilisé par l'AMF. Dans la mesure où les termes employés dans un règlement donné sont définis dans ce même règlement, cela ne pose pas de véritable problème. Il arrive toutefois que la terminologie employée ne soit pas cohérente : dans un même texte, différen-

24. L'émetteur fermé – Mise au point par l'Autorité : Précisions de l'Autorité des marchés financiers au sujet du Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription et de l'émetteur fermé, disponible sur le site de l'AMF : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/placement-valeurs/45-106Avis_explicatif_fr.pdf>.

tes expressions sont employées pour décrire la même réalité. En général, toutefois, afin de saisir le sens des termes utilisés par l'AMF dans ses règlements, il est nécessaire d'entreprendre un irritant travail de va et vient entre, d'une part, le règlement considéré et, d'autre part, la Loi ou d'autres textes réglementaires où se trouve la définition recherchée. Or, de tels renvois ne sont pas tous exprès, ce qui rend difficile la recherche du sens donné à certaines expressions. De plus, cela peut nous amener à constater que les définitions que donne l'AMF aux concepts qu'elle élabore dans ses règlements ne sont pas toujours uniformes d'un règlement à l'autre. Plus grave encore est le constat que certaines définitions élaborées par l'AMF entrent en conflit avec des définitions contenues dans la Loi. Malgré le large pouvoir réglementaire qu'accorde le législateur à l'AMF, cela pose le problème de la légalité de ses règlements, ou du moins leur légitimité.

Un autre exemple des problèmes terminologiques soulevés par le Règlement 45-106 se retrouve à l'article 2.4. En vertu de cet article, un émetteur fermé peut émettre des titres auprès de ses dirigeants (art. 2.4(2) a)). Il peut aussi émettre des valeurs mobilières auprès des personnes proches (conjoint, père, mère, etc.) des membres de la haute direction des personnes participant au contrôle de l'émetteur (art.2.4(2) b)c) et d)). Le terme « dirigeant » n'est pas défini au Règlement 45-106. Cette définition se trouve à l'article 5 de la Loi. Suivant cet article, le terme « dirigeant » se rapporte aux personnes occupant les postes suivants : « le président ou le vice-président du conseil d'administration, le chef de la direction, le chef de l'exploitation, le chef des finances, le président, le vice-président, le secrétaire, le secrétaire adjoint, le trésorier, le trésorier adjoint, le directeur général d'un émetteur ou d'une personne inscrite, ou toute personne physique désignée en tant que tel par l'émetteur ou la personne inscrite ou exerçant des fonctions similaires ».

Cette définition est très large et vise les personnes nommées en tant que dirigeants par le conseil d'administration de sociétés par actions, aux termes des lois constitutives de ces entreprises.

L'expression « membres de la haute direction » est, quant à elle, définie à l'article 1.1 du Règlement 45-106. À l'égard d'un émetteur, un « membre de la haute direction » peut être l'une ou l'autre des personnes physiques suivantes :

a) le président du conseil, le vice-président du conseil ou le président de l'émetteur ;

b) un vice-président responsable d'une unité d'exploitation, d'une division ou d'une fonction principale, telle que les ventes, les finances ou la production ;

c) un membre de la direction de l'émetteur ou d'une de ses filiales exerçant un pouvoir de décision à l'égard des grandes orientations de l'émetteur ;

d) une personne physique exerçant un pouvoir de décision à l'égard des grandes orientations de l'émetteur, à l'exclusion de celles visées aux paragraphes a à c.

On constate donc que la définition de l'expression « membre de la haute direction » est elle aussi très vaste et couvre essentiellement l'ensemble des postes de dirigeants pouvant être créés par le conseil d'administration d'une société par actions en vertu des lois pertinentes. Par conséquent, même si les expressions « dirigeants » et « membres de la haute direction » sont utilisées dans des contextes différents, en l'occurrence le placement de valeurs mobilières par l'émetteur auprès de ses propres dirigeants ou ceux de la personne morale mère de cet émetteur, nous voyons mal pourquoi le Règlement 45-106 a recours à des concepts présentant une telle similitude. Cela ne fait que contribuer à la complexité du texte. Il aurait été opportun de s'en tenir à l'une ou l'autre de ces expressions. De plus, il aurait été plus approprié, à notre avis, d'inclure cette définition dans la Loi. Il ne s'agit pas, en définitive, d'une variable susceptible d'ajustements à la lumière de l'expérience acquise dans l'application du règlement. Or, comme le terme « dirigeant » est déjà défini dans la Loi, il y aurait avantage à utiliser ce terme chaque fois qu'il est nécessaire de référer aux personnes physiques occupant de tels postes, et ce, par souci d'uniformité et de cohérence²⁵.

CONCLUSION

Les récents développements survenus en droit québécois des valeurs mobilières devraient susciter une réflexion quant à la répartition des règles entre la loi, la réglementation et les directives administratives.

25. On retrouve également l'expression « membre de la haute direction » au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié. L'article 1.1 de ce règlement définit cette expression en faisant un renvoi à la définition de ce terme que l'on retrouve au Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue. Or, cette définition est en tout point identique à celle apparaissant au Règlement 45-106. Cela illustre à nouveau le besoin de centraliser les définitions de tels termes-clés dans la Loi elle-même.

Cet article avait pour but de décrire et de critiquer la production normative de l'AMF en utilisant des outils et des critères que nous voulions objectifs. En effet, face au caractère ridiculement complexe des normes mises de l'avant par l'AMF et par ses homologues des autres provinces, il serait trop facile de jeter la serviette et d'accepter cet état de fait sans réagir. Cela étant dit, le premier constat auquel il est possible d'arriver sur le plan strictement légal, c'est que rien ne nous permet de conclure que les règlements de l'AMF sont illégaux. Ils nous semblent tous avoir été adoptés en conformité avec l'important pouvoir réglementaire que la Loi accorde à l'AMF. Pourtant, malgré cette légalité, nous sommes d'avis que la façon de faire de l'AMF mérite d'être analysée et dénoncée.

Pour compléter la présente étude, nous croyons qu'une grille d'analyse, employée dans d'autres secteurs de l'administration publique québécoise, doit être développée afin d'apprécier à la fois la légalité et l'opportunité de l'activité réglementaire de l'AMF. Cette grille aurait essentiellement pour but d'établir, à l'aide d'une série de questions, la localisation optimale des normes : dans la loi, dans les règlements ou dans les directives administratives élaborées par l'AMF. Ces questions se présenteraient comme autant d'alternatives opposant, à propos de la localisation d'une norme ou d'une règle donnée, tantôt la Loi et un règlement, tantôt un règlement et une norme administrative du type directive adoptée et visant à guider l'AMF dans l'exercice de son important pouvoir discrétionnaire.

Le processus d'harmonisation du droit canadien des valeurs mobilières devrait susciter une réflexion sur la répartition des règles entre la loi, la réglementation et les autres normes à caractère réglementaire (p. ex., les directives administratives). Forte du pouvoir réglementaire que le législateur lui a accordé il y a quelques années, l'AMF adopte de nouveaux règlements à un rythme effréné. Si la procédure suivie est, de prime abord, conforme à la lettre de la Loi, la manière par laquelle l'AMF exerce ses pouvoirs prête flanc, à notre avis, à de nombreuses critiques. Dans un contexte où le rôle des ACVM est remis en question et la création éventuelle d'une commission pancanadienne des valeurs mobilières est à l'ordre du jour, il nous semble approprié de vérifier si l'AMF exerce ses pouvoirs en conformité avec les principes fondamentaux du droit administratif canadien.

Le regretté René Lévesque a déjà dit : « Ce n'est pas en tirant sur une fleur qu'on la fait pousser. » L'AMF tente d'encadrer un marché

financier bancal. En effet, l'absence, sur le territoire québécois, d'une bourse permettant les transactions sur le marché secondaire des titres de participation des sociétés par actions fait en sorte que le marché financier québécois est, à sa face même, inefficace. La multiplication des interventions réglementaires de l'AMF n'y changera rien. De plus, en exerçant son pouvoir réglementaire de façon intempestive, l'AMF fait peser sur le marché québécois des valeurs mobilières (ou du moins ce qui en reste) et sur l'économie québécoise en général une véritable chape de plomb. Il est impératif que l'AMF cède sa place à une commission pancanadienne. À défaut de compter sur la coopération des provinces, le gouvernement fédéral doit aller de l'avant avec l'établissement d'un tel organisme de régulation centralisé.