

Les valeurs mobilières : une réglementation efficace et appropriée des provinces



Les valeurs mobilières :
une réglementation efficace et
appropriée des provinces

ISBN : 2-550-40222-7

Dépôt légal

Bibliothèque nationale du Québec, 2002

© Gouvernement du Québec, 2002

SOMMAIRE

Le ministère des Finances du Canada a publié, le 19 novembre 2002, la lettre de M. Harold MacKay concernant la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Après consultation, M. MacKay fait le constat que le système actuel de réglementation des valeurs mobilières est inefficace et coûteux. Il recommande au gouvernement fédéral de former, en collaboration avec les gouvernements provinciaux, un comité de « sages » ayant pour mandat d'examiner le système actuel et de recommander des améliorations à y apporter. Il suggère que le comité examine particulièrement deux modèles : le système actuel bonifié et une commission canadienne des valeurs mobilières unique.

Le gouvernement du Québec est d'avis qu'aucun élément, autre que les perceptions de personnes intéressées consultées, ne vient appuyer les assertions d'inefficacité et de coûts excessifs du système actuel. Au contraire, plusieurs analyses démontrent qu'il fonctionne plutôt bien et que ses coûts sont raisonnables.

En matière de coûts, les droits à payer par les émetteurs assujettis aux différentes autorités sont minimes par rapport aux coûts totaux qu'ils doivent supporter dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne. De plus, une étude récente démontre que le marché canadien des premiers appels publics à l'épargne est efficace comparativement à celui des États-Unis.

Une autre étude montre que 87 % du temps consacré au respect des exigences réglementaires porteraient sur des règles harmonisées. Cette donnée confirme le succès des efforts d'harmonisation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières. Cette même étude suggère que, pour réduire les efforts de conformité de l'ensemble des assujettis, les autorités réglementaires devraient revoir la réglementation plutôt que la structure d'encadrement.

Comme le reconnaît M. MacKay, les efforts d'harmonisation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont porté fruit, particulièrement en ce qui concerne l'encadrement des émetteurs. Plusieurs initiatives, tels le Régime d'examen concerté et le Système électronique de données, d'analyse et de recherche, font que la réglementation en valeurs mobilières est pancanadienne à bien des égards.

Par ailleurs, il est faux de prétendre qu'un émetteur doit transiger avec 13 juridictions. Dans les faits, l'émetteur s'adresse généralement à l'autorité de la juridiction où est situé son siège social. Cette autorité agit ensuite comme intermédiaire auprès des autres.

Finalement, les représentants des courtiers et des conseillers en valeurs mobilières s'inscrivent généralement dans une seule juridiction. Pour les cas d'inscription dans plus d'une juridiction, des initiatives d'harmonisation sont aussi prévues pour en faciliter la démarche.

Par ailleurs, contrairement à la croyance populaire, le système de réglementation des valeurs mobilières américain n'est pas simplifié par l'existence d'une commission des valeurs mobilières fédérale, la *Securities and Exchange Commission*. Chaque État dispose d'une loi sur les valeurs mobilières et d'une commission des valeurs mobilières. De façon générale, le financement des entreprises de petite taille est encadré par les États alors que celui des grandes entreprises est assujéti à la *Securities and Exchange Commission*. Les courtiers doivent, quant à eux, s'inscrire dans chaque État où ils font affaire, à moins d'y bénéficier d'une dispense.

Pour sa part, l'industrie canadienne des valeurs mobilières, qui représente principalement un marché de sociétés à petite capitalisation, s'apparente davantage, en regard de la taille des entreprises, au marché des valeurs mobilières réglementé par les États américains.

La présence d'une autorité en valeurs mobilières dans chacune des juridictions au Canada comporte certains avantages. Elle favorise notamment la diversité d'opinions sur des sujets d'actualité qui touchent la réglementation des valeurs mobilières. La variété des champs d'expertise et l'approche distincte de chaque autorité permettent aussi de jeter des regards complémentaires sur le respect des règles par les assujettis. Également, les coûts additionnels, s'il en est, dus à la présence de plusieurs autorités en valeurs mobilières peuvent très bien se justifier s'ils permettent d'éviter des abus, tels ceux observés récemment aux États-Unis, lesquels entraînent des coûts encore bien plus élevés pour la société en général.

De plus, une saine concurrence au niveau des autorités en valeurs mobilières constitue en soi un atout compte tenu de la forte concentration de la propriété des firmes de courtage et de certains autres participants clés au marché financier.

Enfin, le système actuel de réglementation des valeurs mobilières a permis plusieurs initiatives favorables au marché des valeurs mobilières et au financement des entreprises. Mentionnons le programme des sociétés de capital de démarrage (*junior capital pools*) qui a été mis en place initialement par les autorités en valeurs mobilières de l'Ouest canadien et l'introduction du prospectus simplifié par la Commission des valeurs mobilières du Québec.

La *Loi constitutionnelle de 1867* a conféré aux provinces l'ensemble de la juridiction sur la réglementation du commerce, sauf quelques exceptions spécifiquement mentionnées. Ce sont donc les provinces qui dès l'origine se sont vues confier la responsabilité de réglementer le domaine des valeurs mobilières. Or, malgré les évolutions technologiques et le volume accru des transactions, la nature même de cette activité commerciale n'a jamais changé et a toujours comporté une forte composante transfrontalière. D'ailleurs, les tribunaux ont confirmé à maintes reprises que les provinces ont une compétence exclusive dans le domaine des valeurs mobilières.

En somme, les recommandations de M. MacKay, mandaté par le gouvernement du Canada, reposent sur des perceptions que les faits contredisent.

Cependant, le gouvernement du Québec et la Commission des valeurs mobilières du Québec sont conscients que le système actuel de réglementation peut encore être amélioré et ont la conviction qu'ils disposent de mécanismes permettant d'y parvenir, notamment en poursuivant les efforts d'harmonisation.

De plus, la création de l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier servira à renforcer la capacité du Québec à contribuer à l'amélioration du système actuel. La mise en place d'un organisme efficace et compétent facilitera l'adaptation de la réglementation aux besoins actuels et la poursuite des efforts d'harmonisation de la réglementation aux plans canadien, nord-américain et international.

Sommaire	1
1. Contexte	5
1.1 Le rapport MacKay.....	5
1.2 La réaction du gouvernement du Québec.....	6
2. Le fonctionnement du système actuel au Canada	7
2.1 Les émetteurs	7
2.1.1 <i>Les coûts</i>	7
2.1.1.1 Une analyse de scénarios sur les droits à payer lors d'un premier appel public à l'épargne (PAPE).....	7
2.1.1.2 L'efficacité du marché canadien des PAPE par rapport à celui des États-Unis	8
2.1.1.3 Les coûts directs reliés à la réglementation.....	9
2.1.1.4 Les coûts inévitables	10
2.1.1.5 Une révision de la réglementation et non des structures.....	10
2.1.1.6 Les exigences en matière d'information continue.....	11
2.1.2 <i>L'harmonisation</i>	11
2.1.2.1 Une description des initiatives en place et en développement	12
2.1.2.1.1 <i>L'harmonisation de règles</i>	12
2.1.2.1.2 <i>L'harmonisation des processus</i>	13
2.1.2.2 L'effet marginal d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique	15
2.2 Les courtiers, les conseillers et leurs représentants	15
2.2.1 <i>Les besoins de réglementation en matière de distribution</i>	15
2.2.2 <i>L'inscription des représentants dans une seule juridiction</i>	15
2.2.3 <i>Des initiatives d'harmonisation de processus en cours de développement</i>	16
2.2.4 <i>L'importance des caractéristiques des marchés locaux</i>	17
2.3 Les bourses et autres organismes d'autoréglementation (OAR)	17
3. Les caractéristiques du marché canadien des valeurs mobilières	18
3.1 Des similitudes avec le segment du marché américain réglementé par les États.....	18
3.2 La concentration du marché financier canadien	18
4. La situation de l'encadrement des valeurs mobilières aux États-Unis ...	20
4.1 La complexité du système américain.....	20
4.2 L'inscription des courtiers et de leurs représentants.....	22
4.3 Le Régime d'information multinational (RIM).....	22
5. Les avantages d'avoir plusieurs autorités en valeurs mobilières	24
5.1 Une diversité d'opinions sur différents aspects de la réglementation	24
5.2 La réduction du risque d'irrégularités	25
5.3 L'initiative régionale	25
6. Les aspects constitutionnels	26
7. Conclusion	27
Bibliographie.....	33

1. CONTEXTE

1.1 Le rapport MacKay

Le ministère des Finances du Canada a rendu publique, le 19 novembre 2002, la lettre de M. Harold MacKay adressée à M. John Manley, ministre des Finances du Canada. Cette lettre fait suite au mandat qui lui avait été confié, le 3 octobre 2002, de recommander un processus visant à déterminer le meilleur système de réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Essentiellement, M. MacKay recommande au ministre Manley de former un comité de six « sages », en collaboration avec les gouvernements provinciaux, qui aurait pour mandat de trouver le modèle de réglementation des valeurs mobilières qui convient le mieux au Canada. M. MacKay suggère que le comité examine particulièrement deux modèles, soit :

- Une version améliorée du système actuel de réglementation en valeurs mobilières qui pourrait inclure l'adoption du modèle de passeport unique.
- Une commission canadienne des valeurs mobilières unique dans lequel les gouvernements provinciaux regrouperaient leurs autorités en un seul organisme de réglementation qui appliquerait une seule série de règles.

Avant de formuler ses recommandations, M. MacKay a présenté sa démarche et a dressé un portrait de la situation actuelle.

D'abord, sa démarche a consisté à consulter une multitude de personnes et d'organisations intéressées à la réglementation des valeurs mobilières, partout au Canada. Cette consultation lui a permis d'identifier certains points fondamentaux faisant consensus, dont en particulier :

- L'importance d'un système sain et efficace de réglementation des valeurs mobilières.
- La nécessité de structures réglementaires de classe mondiale.
- La nécessité de tenir compte des intérêts régionaux.
- La nécessité d'améliorer le système actuel.

En décrivant le système de réglementation actuel, M. MacKay a reconnu le succès de plusieurs initiatives d'harmonisation dont le Régime d'examen concerté (REC). Il a ensuite énuméré un certain nombre de problèmes fréquemment soulevés lors de sa consultation :

- Graves problèmes d'inefficacité entraînant des coûts excessifs et des délais d'exécution (coûts directs et indirects de se conformer aux règles de multiples juridictions).

- Caractère fastidieux et lenteur occasionnelle dans l'élaboration de mesures stratégiques réglementaires.
- Absence d'une voix canadienne unique sur la scène internationale.
- Participation difficile des organismes de réglementation des valeurs mobilières à l'élaboration des politiques du secteur financier canadien.
- Manque de rigueur dans l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada et difficulté à établir des pratiques et des normes d'observation rigoureuses qui seraient appliquées sur une base cohérente.

Il précise que ces opinions consensuelles devraient constituer le fondement des modifications qui seront effectuées au système de réglementation en valeurs mobilières.

1.2 La réaction du gouvernement du Québec

Le gouvernement du Québec est d'avis que les recommandations de M. MacKay sont basées sur certaines prémisses qui ne sont pas fondées. En particulier, rien n'appuie les assertions de M. MacKay quant à l'inefficacité du système actuel de réglementation en valeurs mobilières et de ses coûts excessifs.

Le gouvernement du Québec et la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ) sont conscients que le système actuel peut encore être amélioré et considèrent qu'ils disposent de mécanismes leur permettant d'y parvenir. C'est d'ailleurs dans cette optique et pour favoriser une plus grande harmonisation entre les juridictions que les autorités en valeurs mobilières travaillent ensemble sous le vocable d'Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). M. MacKay énonce d'ailleurs dans sa lettre que la plupart des intervenants du marché des valeurs mobilières sont d'accord pour affirmer que les efforts des ACVM ont débouché sur des réussites, dont le REC.

Aucune démonstration n'a été faite à l'effet que le système actuel ne fonctionne pas bien. Au contraire, des analyses démontrent qu'il fonctionne plutôt bien.

D'autre part, le rapport MacKay aborde seulement les coûts relatifs au marché primaire. Or, les frais de transactions et autres coûts inhérents au marché secondaire sont encore plus importants pour les participants au marché des valeurs mobilières. Ces coûts sont influencés non seulement par la structure réglementaire du marché financier, mais aussi, de façon plus importante, par l'efficacité de ses participants et la liquidité du marché.

2. LE FONCTIONNEMENT DU SYSTÈME ACTUEL AU CANADA

2.1 Les émetteurs

2.1.1 Les coûts

2.1.1.1 Une analyse de scénarios sur les droits à payer lors d'un premier appel public à l'épargne (PAPE)

Lorsqu'une société désire effectuer un PAPE pancanadien, elle doit assumer deux types de coûts : les coûts directs et les coûts indirects. Les coûts directs comprennent notamment la rémunération du placeur¹, les droits à payer dans chacune des provinces canadiennes, les honoraires des vérificateurs, les frais légaux, les frais d'agent de transfert et d'impression du prospectus et les taxes. Les coûts indirects correspondent à la valeur de la sous-évaluation² du prix lors de l'émission publique.

Des analyses de scénarios ont été effectuées afin de déterminer la proportion des droits à payer³ par rapport à l'ensemble des coûts directs que doivent assumer les émetteurs lors d'un PAPE pancanadien.

Le tableau 1 présente le montant de chaque type de coûts directs et leur proportion par rapport aux coûts directs totaux pour un PAPE pancanadien de 100 millions de dollars⁴ :

Tableau 1 : Coûts d'un PAPE pancanadien de 100 millions de dollars

	% de l'émission	\$CAN ('000)	% des coûts directs totaux
Coûts directs			
Rémunération du placeur	6,00	6 000	75,00
Autres dépenses :			
Droits à payer	0,06	59	0,74
Autres*	1,94	1 941	24,26
Total des autres dépenses	2,00	2 000	25,00
Total des coûts directs	8,00	8 000	100,00

* Autres : les honoraires des vérificateurs, les frais légaux, les frais d'agent de transfert et d'impression du prospectus et les taxes.

Sources : Ministère des Finances, de l'Économie et de la Recherche et Kooli, Maher et Jean-Marc Suret 2002, *How cost-effective are Canadian IPO markets?*, Série scientifique Cirano.

¹ Le placeur désigne autant le preneur ferme que le placeur pour compte.

² La sous-évaluation, laquelle résulte du fait que les actions sont généralement vendues à un prix inférieur à leur juste valeur marchande, se calcule ainsi :

$$((\text{premier cours de fermeture} - \text{prix offert}) / \text{prix offert})$$

³ Les droits à payer correspondent à la tarification des autorités en valeurs mobilières présentée au tableau A de l'annexe 2.

⁴ Les données de l'étude Kooli, Maher et Jean-Marc Suret 2002, *How cost-effective are Canadian IPO markets?*, Série scientifique Cirano, ont été utilisées pour déterminer les proportions de chaque type de coûts directs.

Suite à l'analyse de ce tableau, on constate que les droits à payer⁵ représentent seulement 0,74 % des coûts directs totaux, soit 59 000 \$ sur un montant de 8 millions de dollars. Ce coût est très modeste par rapport aux autres types de coûts.

Pour un PAPE pancanadien de 35 millions de dollars⁶, on constate que la proportion des droits à payer sur les coûts directs totaux est sensiblement la même que pour le premier scénario. Sur la valeur totale du PAPE, les droits à payer se situent entre 0,06 % et 0,07 %. On en conclut donc que les droits à payer sont relativement peu élevés. La rémunération du placeur constitue la portion de frais la plus élevée dans les deux scénarios (entre 65 % et 75 % des coûts directs totaux).

Ainsi, même si la création d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique permettait une réduction des droits à payer, elle n'aurait que peu d'impact sur l'ensemble des coûts directs que supportent les émetteurs. Une commission canadienne des valeurs mobilières unique n'aurait pas non plus beaucoup d'impact sur les autres frais fixes comme le témoigne Sawiak dans son étude⁷ qui énonce que les émetteurs, dans une proportion de 90 %, croient que le fait d'être assujettis à plusieurs autorités ne leur occasionne que des frais additionnels d'au plus 10 000 \$.

Ainsi, ce n'est sûrement pas la création d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique qui réglerait un problème, s'il en est, de coûts excessifs.

2.1.1.2 L'efficacité du marché canadien des PAPE par rapport à celui des États-Unis

L'étude de Suret & Kooli (2002)⁸ démontre que le marché des valeurs mobilières au Canada est efficace en termes de coûts par rapport à celui des États-Unis. Cette étude conclut qu'en moyenne, les PAPE canadiens sont moins sous-évalués que les PAPE américains (5,11 %⁹ versus 38,16 %) sur la base de la moyenne pondérée¹⁰.

⁵ Pour les droits à payer de la Colombie-Britannique et l'Alberta, l'hypothèse est que le quart de l'émission globale est placé dans chacune de ces deux provinces.

⁶ Consultez le tableau D de l'annexe 4.

⁷ Sawiak, G.V., W.J. Braithwaite et P.L. Olasker, 1996, *Report to the standing committee on banking, trade and commerce on the transaction costs of a decentralized system of securities regulation*, Avril.

⁸ Vous retrouverez le tableau 6 de l'étude de Suret & Kooli (2002) à l'annexe 3.

⁹ Le résultat de 5,11 % est une moyenne pondérée par les tailles brutes des PAPE de tout l'échantillon alors que les autres moyennes (par catégorie) sont équipondérées (30,61 %, 11,35 %, 10,76 % et 8,88 %). Cependant, lors du calcul de la moyenne pondérée de la quatrième catégorie (100M \$ et plus) on observe une moyenne pondérée de 2 %. L'existence de cas où le degré de sous-évaluation est faible, voire négatif, pour des émissions de grande taille, explique ce résultat.

¹⁰ La moyenne pondérée est utilisée afin de tenir compte de l'effet *Taille* des PAPE. Sur la base de la moyenne, la conclusion demeure la même (18,95 % au Canada versus 37,75 % aux États-Unis).

Sur la base des coûts directs totaux, l'étude conclut que la rémunération du placeur est la composante la plus importante des coûts directs totaux dans les deux pays et que celle-ci est en moyenne un peu moins élevée au Canada qu'aux États-Unis (6,88 % versus 7 %). La conclusion est la même sur la base de la moyenne pondérée (5,35 % versus 5,79 %). Une autre étude, celle de Kryzanowski & Rakita (1999)¹¹, démontre également que la rémunération du placeur lors d'un PAPE est, en moyenne, inférieure au Canada par rapport aux États-Unis (6 % versus 7 %).

Toutefois, il est démontré que les autres dépenses sont, sur la base de la moyenne pondérée, plus élevées au Canada qu'aux États-Unis (1,84 % versus 1,43 %). On peut expliquer cet écart par la plus grande proportion de PAPE de 1,0 à 9,9 millions de dollars américains au Canada qu'aux États-Unis (41,41 % versus 10,02 %)¹².

2.1.1.3 Les coûts directs reliés à la réglementation

En vertu du système actuel de réglementation en valeurs mobilières, les émetteurs canadiens doivent se conformer à la réglementation et aux exigences de chacune des juridictions auxquelles ils sont assujettis, ce qui entraîne nécessairement des coûts. Cependant, en raison des efforts de coordination des autorités provinciales, un grand nombre de règles et d'exigences ont été harmonisées et des processus communs ont été mis en place¹³, ce qui a eu pour effet de réduire les efforts de conformité des émetteurs.

Selon une récente étude de la *British Columbia Securities Commission (BCSC)*¹⁴, les émetteurs canadiens allouent en moyenne 87 % de leurs efforts de conformité réglementaire à des segments de la réglementation qui sont déjà fortement harmonisés, en particulier la préparation de prospectus (39 % de leurs efforts), la préparation d'information financière annuelle et trimestrielle (28 %) et la préparation des rapports et des communiqués de presse sur les changements importants (10 %). L'auteure suggère que la création d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique ou la poursuite des efforts d'harmonisation ne pourrait donner de résultat qu'à l'égard des 13 % restant.

Cette conclusion de l'étude a pour corollaire que les efforts d'harmonisation ont donné des résultats tangibles.

¹¹ Kryzanowski & Rakita, 1999, *Is the U.S. 7 % solution equivalent to the Canadian 6 % solution ?*, *Canadian Investment Review*, pp. 27-35. Cette étude porte sur la période 1984-1997.

¹² Consultez le tableau C de l'annexe 3.

¹³ Voir section 2.1.2. L'harmonisation.

¹⁴ Wolf, Christina 2002, *Better Disclosure, Lower Costs – A Cost-Benefit Analysis of the Continuous Market Access System*, British Columbia Securities Commission.

2.1.1.4 Les coûts inévitables

Il y a plusieurs coûts inévitables liés à l'application de lois autres que celles régissant le commerce des valeurs mobilières ainsi qu'au maintien de bureaux régionaux par une éventuelle commission des valeurs mobilières unique. En effet, peu importe qu'il y ait ou non une commission canadienne des valeurs mobilières unique, les coûts inhérents à la réglementation des valeurs mobilières peuvent difficilement être dissociés des coûts résultant des lois constitutives des sociétés. L'émission d'une valeur mobilière implique nécessairement l'existence d'une société, d'un capital-actions, d'un conseil d'administration, d'un actionnariat, lesquels sont réglementés par les lois constitutives des sociétés de chaque province ou du Canada. En plus des lois constitutives applicables, toute personne est encadrée par les lois d'application générale où elle fait affaire.

Certains coûts peuvent découler des lois particulières à chaque juridiction. Par exemple, au Québec, l'utilisation du français dans les communications avec les actionnaires d'une société ouverte est régie par la *Charte de la langue française* et la *Loi sur les valeurs mobilières*. De plus, le *Code civil du Québec* s'applique peu importe qui réglemente le secteur des valeurs mobilières.

Enfin, la mise en place d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique nécessiterait la création d'un certain nombre de bureaux régionaux pour répondre aux besoins locaux.

2.1.1.5 Une révision de la réglementation et non des structures

Une autre avenue pour réduire les coûts de conformité qui doit être explorée est celle de la révision de la réglementation.

Au Québec, la réforme de l'encadrement du secteur financier, qui a mené à la création de la *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier*, vise aussi, dans un deuxième temps, à revoir les différentes réglementations afin de les harmoniser et de les rendre plus cohérentes. Cet exercice pourrait alléger le fardeau administratif des assujettis à la *Loi sur les valeurs mobilières*.

Le Québec n'est pas seul à envisager cette avenue. La *British Columbia Securities Commission* présente, dans un document publié en juin 2002 et intitulé « *New proposals for Securities Regulation* »¹⁵, des propositions pour réformer la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Ces propositions touchent l'information divulguée par les émetteurs, l'inscription des courtiers et conseillers, les recours des investisseurs ainsi que les mesures d'application (*enforcement*) et les pouvoirs des autorités publiques.

Selon la BCSC, une revue en profondeur de la réglementation est nécessaire. Avec les années, cette réglementation est devenue trop complexe et n'a pas évolué en fonction des développements rapides du marché. La BCSC propose notamment de remplacer l'actuel régime d'information basé sur les prospectus par

¹⁵ British Columbia Securities Commission 2002, *New proposals for Securities Regulation*, A new way to regulate, 5 juin.

un régime d'information continue bonifié. La BCSC croit qu'un tel régime serait plus efficace, tout en permettant aux émetteurs de réaliser de réelles économies de coûts de conformité.

2.1.1.6 Les exigences en matière d'information continue

Plusieurs considèrent que les émetteurs canadiens doivent assumer des coûts importants reliés aux exigences en matière d'information continue. En réalité, les coûts reliés à l'obligation d'information continue, pour un émetteur pancanadien, sont relativement faibles¹⁶. Même si ces coûts pouvaient être réduits par la création d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique, cela n'aurait que peu d'impact sur l'ensemble des droits à payer par les émetteurs.

2.1.2 L'harmonisation

Au Canada, le système actuel de réglementation en valeurs mobilières implique 13 autorités provinciales¹⁷. Certains prétendent que celles-ci opèrent indépendamment les unes des autres et qu'elles ont toutes des exigences réglementaires particulières. La réalité est cependant tout autre.

Les autorités provinciales en valeurs mobilières travaillent, depuis plusieurs années, en étroite collaboration au sein d'un regroupement informel appelé Autorités canadiennes en valeurs mobilières afin d'harmoniser leurs règles et de mettre en place des mécanismes pour alléger le fardeau administratif des assujettis.

Ainsi, une très grande partie de la réglementation en valeurs mobilières au Canada repose sur des règlements, des normes ou des instructions générales qui sont élaborés conjointement via les ACVM. Une bonne partie de la réglementation est donc uniforme pour l'ensemble des provinces.

De plus, les ACVM ont aussi élaboré des mécanismes permettant de simplifier la conduite des affaires des personnes et sociétés assujetties à une ou plusieurs juridictions. On pense ici au REC pour l'octroi de visa pour les prospectus ou de dispenses reliées au prospectus ou au Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR), ce système permettant aux émetteurs de déposer simultanément auprès des diverses autorités leurs rapports financiers et autres documents. Actuellement, plusieurs autres projets sont en cours de réalisation dont une règle uniforme sur la présentation de l'information continue, le Système électronique de déclarations des initiés (SEDI), etc.

Toutes ces initiatives ont pour objectif d'alléger le fardeau administratif des assujettis, tout en préservant la compétence de chaque autorité. Plusieurs de ces initiatives ont pleinement atteint leurs objectifs.

¹⁶ Consultez le tableau E de l'annexe 5.

¹⁷ Pour les fins de ce texte, le terme « autorités provinciales » est utilisé pour désigner à la fois les autorités provinciales et territoriales.

2.1.2.1 Une description des initiatives en place et en développement

2.1.2.1.1 L'harmonisation de règles

Les ACVM ont élaboré ensemble une multitude de normes « pancanadiennes » rendant, sur bien des aspects, la réglementation harmonisée, voire uniforme, dans l'ensemble des juridictions.

La réglementation des places de marché

L'exemple le plus récent d'adoption de normes pancanadiennes est l'adoption des normes 21-101, *Le fonctionnement des marchés*, et 23-101, *Les règles de négociation*, qui encadrent les activités des places de marché, y incluant les bourses et les systèmes de négociation parallèles. L'adoption de ces deux normes a ensuite mené à la création de Services de réglementation du marché inc. (SRM), un organisme d'autoréglementation chargé de surveiller les activités des places de marché. SRM a été reconnu à titre d'organisme d'autoréglementation par les autorités provinciales en valeurs mobilières et sa surveillance a fait l'objet d'un protocole d'entente entre elles en vertu duquel la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a été désignée comme autorité principale. À ce titre, la CVMO élabore le programme de surveillance, coordonne l'examen et l'approbation des règles et est responsable de l'inspection de SRM. Les autres autorités gardent cependant le pouvoir de faire valoir leur point de vue ainsi que celui de rejeter, au besoin, certaines de ces règles.

La réglementation de l'information continue

Les ACVM ont publié pour consultation, en juin 2002, un projet de règlement, le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*. Ce règlement qui sera éventuellement adopté par l'ensemble des autorités provinciales en valeurs mobilières, a pour but de définir les exigences à l'égard des émetteurs assujettis en matière de dépôt et contenu des états financiers, de la notice annuelle, du rapport de gestion, de la déclaration de changement important, de la déclaration d'acquisition d'entreprise et de la circulaire de sollicitation de procuration. Ce règlement concerne tous les assujettis, à l'exception des organismes de placements collectifs. L'harmonisation des obligations d'information continue permettra aux émetteurs assujettis à plusieurs juridictions de connaître et de respecter facilement leurs obligations, tout en réduisant leurs coûts.

Le règlement sur les modalités d'entiercement applicables à un premier appel public à l'épargne

Le *Règlement 46-201 sur les modalités d'entiercement applicables à un premier appel public à l'épargne* vise à établir les conditions qui obligent les actionnaires « promoteurs »¹⁷ à maintenir leur participation dans l'actionnariat de l'émetteur pendant un délai raisonnable après le PAPE. Son adoption par l'ensemble des autorités provinciales en valeurs mobilières¹⁸ permettra d'harmoniser les différentes politiques canadiennes en cette matière. Le règlement établit un programme d'autogestion pour libérer les actions déposées entre les mains d'un tiers, éliminant ainsi l'obligation d'obtenir une autorisation d'une autorité.

2.1.2.1.2 L'harmonisation des processus

Tel que mentionné précédemment, la présence de 13 juridictions occasionne pour les assujettis quelques efforts de conformité additionnels, et ce, même si les règles sont largement harmonisées. C'est pourquoi les ACVM travaillent également à mettre au point des mécanismes visant à faciliter les procédures de conformité aux exigences pour les assujettis. C'est dans cette optique que les ACVM ont mis sur pied, au cours des années, des initiatives tels SEDAR et le REC, et qu'elles projettent de lancer SEDI.

Le Système électronique de données, d'analyse et de recherche

SEDAR a été lancé le 1^{er} janvier 1997 afin de permettre aux émetteurs assujettis et autres de déposer électroniquement à un seul endroit les documents exigés par les différentes autorités, notamment les prospectus, les états financiers, les rapports annuels et les communiqués de presse. L'utilisateur n'a qu'à déposer les documents, à préciser les juridictions visées et à acquitter les droits.

Les documents déposés dans SEDAR sont reçus électroniquement par les autorités compétentes pour être étudiés et, le cas échéant, approuvés. Une fois acceptés, ils sont ajoutés à la base de données d'accès public. Les investisseurs peuvent alors accéder aux renseignements qu'ils contiennent tout à fait gratuitement.

La mise en place d'un tel système a réduit de beaucoup le fardeau administratif des émetteurs assujettis et autres. Auparavant, ils devaient acheminer à chacune des juridictions concernées tous les documents pour se conformer aux exigences réglementaires. Le public investisseur avait aussi plus de difficulté à obtenir de l'information sur les émetteurs et les délais d'obtention étaient plus longs.

¹⁷ On entend par actionnaires « promoteurs » les principaux intéressés qui comprennent notamment l'actionnaire qui détient plus de 20 % des actions, la personne ou société qui agit comme promoteur de l'émetteur et le dirigeant ou l'administrateur de l'émetteur.

¹⁸ Le texte a été adopté sous forme d'instruction générale le 30 juin 2002 par toutes les juridictions sauf le Québec qui l'adoptera incessamment sous forme de règlement.

Le Régime d'examen concerté

Le REC a été mis en place en 1999¹⁹ dans le but de rationaliser l'examen des documents déposés par les émetteurs et les requérants de dispenses, réduisant ainsi leur fardeau administratif. L'examen concerté signifie que le décideur d'une autorité donnée peut, dans l'exercice du pouvoir discrétionnaire qui lui est conféré par la législation en valeurs mobilières de sa province, se baser principalement sur l'analyse et l'examen effectués par le personnel d'une autre autorité.

Le REC n'implique aucune renonciation de pouvoirs décisionnels par une autorité en valeurs mobilières. Chacune des autorités conserve sa capacité d'imposer des exigences particulières et exerce la plénitude du pouvoir discrétionnaire que lui confère sa loi en vue d'examiner les documents déposés en vertu du REC. En pratique, chaque autorité dispose d'un délai donné pour se retirer du REC à l'égard d'un dossier qui ne répond pas à ses exigences. Toutefois, le nombre de retrait demeure très marginal.

L'autorité principale est désignée par le déposant conformément aux critères énoncés dans les textes adoptés par chacune des ACVM. Par défaut, celle-ci est déterminée par le lieu du siège social de l'émetteur, mais elle peut aussi être désignée en fonction d'un lien raisonnable avec le territoire, soit notamment le lieu où la direction est située, le lieu où les actifs sont situés ou le lieu où le marché boursier est situé.

Ainsi, au terme du REC, un déposant assujéti à plus d'une juridiction dépose les documents auprès de chacune d'elles (via SEDAR), mais traite généralement uniquement avec l'autorité principale et reçoit de celle-ci un document confirmant la décision prise par chacune des autorités qui ne se sont pas retirées du REC à l'égard de la demande.

Pour le moment, le REC se limite à l'examen des prospectus et des demandes de dispense. Son application pourrait éventuellement être étendue à d'autres segments de la réglementation.

Le Système électronique de déclarations des initiés

Les ACVM travaillent présentement à élaborer le Système électronique de déclarations des initiés. En vertu de ce système, les initiés pourront transmettre électroniquement leurs déclarations d'initiés qui seront reçues par chacune des autorités concernées. Le système a été lancé une première fois le 29 octobre 2001, mais des problèmes techniques ont forcé les autorités provinciales en valeurs mobilières à suspendre sa mise en service. Les ACVM ont élaboré la norme canadienne 55-102 qui énonce les règles et les politiques régissant le fonctionnement de SEDI.

En pratique, les initiés n'auront donc qu'à déposer une seule fois leurs déclarations d'initiés pour se conformer à l'obligation de dépôt de toutes les

¹⁹ Auparavant, les placements au Canada étaient couverts par l'Instruction générale C-1, *Approbaton de documents à l'échelle canadienne*, qui datait du 20 août 1986.

juridictions. Actuellement, ils sont tenus de déposer une déclaration dans chaque juridiction.

Le public investisseur aura ainsi accès plus rapidement aux déclarations d'initiés, et ce, directement sur le site Internet de SEDI. Enfin, les autorités pourront plus facilement surveiller le respect des exigences de déclarations d'initiés.

2.1.2.2 L'effet marginal d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique

Compte tenu du degré élevé d'harmonisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et des processus, il n'a pas été démontré que la création d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique aurait un impact significatif sur les coûts réglementaires, en particulier sur ceux des émetteurs. C'est aussi l'avis de la BCSC qui énonce que, pour réduire les efforts de conformité des émetteurs, il est préférable de revoir la réglementation plutôt que de modifier la structure d'encadrement.

2.2 Les courtiers, les conseillers et leurs représentants

2.2.1 Les besoins de réglementation en matière de distribution

La réglementation des courtiers, des conseillers et de leurs représentants fait partie de l'encadrement de la distribution de produits et services financiers. Cet encadrement vise à permettre aux consommateurs d'acquérir des produits qui leur conviennent et à assurer que le représentant possède la capacité de bien informer son client tout en faisant passer les intérêts du client avant les siens.

L'encadrement de la distribution est relié aux particularités et aux pratiques d'un marché. Par exemple, au Québec, l'intégration des activités de distribution de produits d'assurance et de fonds communs de placement a mené à l'adoption en 1998 de la *Loi sur la distribution de produits et services financiers*. Cette approche, unique au Canada, permet aux distributeurs (cabinets et représentants) actifs dans les deux secteurs de cumuler des permis d'exercice et d'être régis par une seule loi. À notre avis, une réglementation « pancanadienne » n'aurait pas permis une telle souplesse.

D'autre part, l'encadrement de la distribution repose sur la connaissance approfondie des pratiques et particularités des participants. Le respect des règles sera donc plus facilement imposé par un organisme local.

2.2.2 L'inscription des représentants dans une seule juridiction

Comme il a été souligné précédemment, la distribution de produits et services financiers est, avant tout, une activité locale. Les représentants s'inscrivent donc généralement dans une seule juridiction. Pour les cas d'inscription dans plus d'une

juridiction, les autorités de réglementation des provinces ont élaboré certains mécanismes permettant de réduire les formalités administratives.

2.2.3 Des initiatives d'harmonisation de processus en cours de développement

Des mesures d'harmonisation portant principalement sur l'inscription des courtiers et conseillers et/ou des représentants sont actuellement en développement. La première est le *Registration Streamlining System* (RSS) et la deuxième, la *National Registration Database* (NRD). Ces nouvelles mesures vont permettre, dans un premier temps, aux représentants et éventuellement aux courtiers et aux conseillers, de s'inscrire dans plusieurs juridictions de façon simplifiée et harmonisée.

Le Registration Streamlining System²⁰

Le RSS est une mesure qui a été mise en place le 1^{er} octobre 2002 dans la majorité des provinces²¹ afin de diminuer le fardeau administratif des représentants qui désirent s'inscrire auprès d'une des autorités et auprès de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM). Le RSS est un système qui va changer les pratiques administratives sans modifier les exigences réglementaires.

En vertu du RSS, le représentant peut utiliser une copie du formulaire de son autorité initiale pour s'inscrire dans une autre juridiction. Une fois l'inscription complétée auprès de l'autorité initiale, le représentant envoie à l'autre autorité une photocopie de sa demande accompagnée des documents requis et des frais afférents. Pour qu'un représentant puisse utiliser le RSS, il est nécessaire que son employeur soit inscrit auprès de l'autre autorité.

La National Registration Database

La NRD est un système qui sera accessible par Internet et qui permettra, dans un premier temps, aux représentants de déposer leur formulaire d'inscription par voie électronique²². Une future version de la NRD pourrait permettre l'inscription des courtiers et conseillers. Ce projet est une initiative des ACVM et de l'ACCOVAM.

La NRD impliquera une harmonisation des formulaires d'inscription mais pas une renonciation de la part des autorités provinciales en valeurs mobilières à leurs responsabilités. Chaque autorité conservera et exercera la plénitude du pouvoir discrétionnaire que lui confère sa loi. La NRD devrait faciliter sensiblement le processus d'inscription des représentants exerçant leurs activités dans plus d'une juridiction. Elle permettra ainsi, à un représentant voulant s'inscrire au Québec et ailleurs au Canada, de réduire le nombre de démarches d'inscription.

²⁰ Cette mesure, le RSS, peut être qualifiée de mesure « temporaire » car lorsque la NRD sera opérationnelle, celle-ci ira au-delà des fonctionnalités et des avantages du RSS.

²¹ L'adhésion du Québec au RSS est en cours d'autorisation.

²² Le Québec étudie présentement les modifications législatives nécessaires à apporter pour participer au projet.

2.2.4 L'importance des caractéristiques des marchés locaux

L'encadrement des courtiers, des conseillers et des représentants doit tenir compte des caractéristiques régionales. Il en est de même de son application. Un régime d'encadrement centralisé ne dispose pas d'une telle souplesse.

2.3 Les bourses et autres organismes d'autoréglementation (OAR)

Les commissions de valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Québec, de l'Ontario et du Manitoba ont convenu d'un protocole d'entente sur la surveillance des bourses et des systèmes de cotation et de déclaration des opérations. Le protocole vise *TSX Venture Exchange Inc.*, *TSX Inc.*, *Winnipeg Commodity Exchange Inc.* et Bourse de Montréal inc.

Le protocole d'entente est basé sur le concept de l'autorité principale. Dans ce contexte, la CVMQ est l'autorité principale de la Bourse de Montréal et, à ce titre, responsable de sa surveillance. L'autorité principale de la Bourse TSX inc. est la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Les autorités principales conjointes de *TSX Venture Exchange Inc.* sont les commissions des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et de l'Alberta. Enfin, l'autorité principale de la bourse de Winnipeg est la Commission des valeurs mobilières du Manitoba.

Ce protocole d'entente élimine le chevauchement en matière de surveillance des activités d'une bourse, en donnant à une autorité en valeurs mobilières la responsabilité et la coordination de la surveillance. Une entente similaire entre les autorités en valeurs mobilières porte également sur Services de réglementation du marché inc.²³ Ainsi, la mise en place d'une commission canadienne des valeurs mobilières unique n'apporterait aucun bénéfice supplémentaire à l'égard de la surveillance des bourses et autres OAR.

²³ Cette entente est décrite à la section 2.1.2.1.1.

3. LES CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ CANADIEN DES VALEURS MOBILIÈRES

Le marché canadien des valeurs mobilières est souvent comparé au marché américain. Il s'agit pourtant là d'une comparaison boiteuse. En effet, l'industrie canadienne s'apparente davantage au marché réglementé par les États américains. De plus, le marché canadien, contrairement à celui des États-Unis, est très concentré.

3.1 Des similitudes avec le segment du marché américain réglementé par les États

Selon l'étude Suret (2002)²⁴, il y aurait 4 177 entreprises inscrites au Canada. Parmi celles-ci, 913 doivent être considérées comme étant non opérantes. Plus de 90 % des sociétés opérantes ont leur siège social dans les 4 provinces suivantes : le Québec, l'Ontario, l'Alberta et la Colombie-Britannique.

Une étude de Suret et Carpentier (2002)²⁵ montre que sur un total de 2 055 PAPE entre 1991 et 2000, 1 368 ont levé moins de 5 millions de dollars dont 1 080 ont levé des montants inférieurs ou égaux à 1 million de dollars. Ainsi, les PAPE canadiens sont majoritairement de petite taille (66 % sont inférieurs à 5 millions de dollars).

Il est mentionné dans cette étude qu'aux États-Unis, le financement des entreprises de petite taille est encadré par les États et non pas, par la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Chaque État a son propre programme, le programme *Small Corporate Offering Registration* (SCOR), qui permet aux entreprises de petite capitalisation de lever des fonds plus facilement et de façon moins onéreuse que lors d'un PAPE traditionnel.

L'industrie canadienne des valeurs mobilières est constituée principalement de sociétés à petite capitalisation et s'apparente ainsi davantage au marché des valeurs mobilières réglementé par les États américains.

3.2 La concentration du marché financier canadien

Au Canada, contrairement aux États-Unis, le marché financier est très concentré. Les six plus grandes banques canadiennes contrôlent l'essentiel de l'activité bancaire (90 % de l'actif bancaire canadien) et, par l'entremise de leurs filiales, près des deux tiers de l'activité du courtage en valeurs mobilières²⁶. En 2001, les sept principales firmes de courtage intégré au Canada ont généré environ 70 % du

²⁴ Suret, Jean-Marc 2002, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada*, Document de travail, Cirano, (à paraître).

²⁵ Carpentier, Céline et Jean-Marc Suret 2002, *Les systèmes financiers canadien et américain : concurrence et réglementation*, Cirano et Université Laval, (à paraître).

²⁶ Op. cit. note 24.

chiffre d'affaires de l'industrie. Parmi celles-ci, six appartenaient aux six grandes banques canadiennes.

La concentration s'étend au-delà des activités bancaires et de courtage en valeurs mobilières. Premièrement, les grandes banques, leurs courtiers associés et les autres courtiers ont le contrôle direct et indirect de plusieurs organismes d'autoréglementation canadiens. Par exemple, les courtiers, via l'ACCOVAM, sont actionnaires, avec le Groupe TSX, de Services de réglementation de marché inc. qui encadre les marchés. Ils sont de plus copropriétaires, via l'ACCOVAM, de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs ltée, qui est le seul organisme canadien à offrir des services de dépôts et de compensation des actions. Les autres copropriétaires sont les grandes banques canadiennes et la Bourse de Toronto.

Deuxièmement, les grandes banques, leurs courtiers associés et les autres courtiers ont le contrôle direct et indirect des activités boursières au Canada. De plus, les grands courtiers sont actionnaires d'un des deux systèmes de négociation parallèles, *Candeal.ca Inc.*

Le marché financier canadien, qui est concentré, peut donc difficilement être comparé à celui des États-Unis qui est plus concurrentiel.

4. LA SITUATION DE L'ENCADREMENT DES VALEURS MOBILIÈRES AUX ÉTATS-UNIS

Les États-Unis se sont dotés d'une commission des valeurs mobilières centralisée. Pourtant, le marché des valeurs mobilières américain demeure un marché dont l'encadrement est très complexe.

4.1 La complexité du système américain

Chacun des États américains a adopté sa propre loi sur les valeurs mobilières. De façon générale, chaque État a juridiction sur la sollicitation et les transactions qui se font sur son territoire. Ces lois peuvent différer les unes des autres, par contre elles ont les objectifs communs suivants :

- Combattre la fraude.
- Contrôler les intervenants financiers.
- Obliger l'inscription ou l'enregistrement des titres offerts.

Puisque les États ont des lois sur les valeurs mobilières différentes, il est nécessaire de consulter chacune de ces lois même malgré leur harmonisation dans le cadre de la *North American Securities Administrator Association*.

De plus, il existe au niveau fédéral américain une loi sur les valeurs mobilières ainsi qu'une commission des valeurs mobilières, la *Securities and Exchange Commission*. Cette loi vise à réglementer le commerce interétatique tel que défini à l'article 2(a)7 de la *Securities Act* de 1933 :

The term "interstate commerce" means trade or commerce in securities or any transportation or communication relating thereto among the several States or between the District of Columbia or any Territory of the United States and any State or other Territory, or between any foreign country and any State, Territory, or the District of Columbia, or within the District of Columbia.

De plus, l'article 5 de la même loi stipule qu'il est illégal d'offrir ou de vendre des valeurs mobilières en utilisant tout moyen de transport ou de communication sans au préalable avoir déposé un dossier d'enregistrement concernant les titres à être placés et avoir obtenu l'aval de la SEC.

En 1996, le gouvernement fédéral adopte la *National Securities Markets Improvement Act* (NSMIA). Cette nouvelle législation a constitué une refonte majeure du droit américain des valeurs mobilières.

La NSMIA introduit le concept de *covered securities*. Les *covered securities* peuvent être notamment des titres inscrits à la *New York Stock Exchange* ou au *National Market System* du NASDAQ, mais pas inscrits au *NASDAQ Small Cap*

Market. Avec la NSMIA, le gouvernement fédéral exerce tous les pouvoirs en ce qui concerne l'enregistrement des *covered securities*.

Les États ne peuvent plus porter de jugement sur un émetteur ou sur la vente ou l'offre de vente relativement à des *covered securities*. Les États conservent tout de même certains pouvoirs, dont voici une liste que l'on retrouve dans le livre de Guy Forget, « Introduction au droit américain des valeurs mobilières »²⁷:

- Entreprendre les procédures légales appropriées pour combattre la fraude²⁸.
- Entreprendre des procédures à l'encontre de conduites illégales de courtiers ou de représentants.
- Exiger le dépôt d'avis écrits lors de placements de titres sur leur territoire.
- Exiger l'acquiescement de droits, au moins pour les trois années suivant l'adoption de la NSMIA.

Peu de temps après l'adoption de la NSMIA, certains États ont souscrit à de nouvelles normes de révision de dossiers d'enregistrement. Ce nouveau système est connu sous le nom de *Coordinated Equity Review*. Dans son livre, Guy Forget explique le fonctionnement de ce système :

En vertu de ces nouvelles règles de normalisation, lorsqu'un petit émetteur dépose un dossier d'enregistrement auprès de la SEC, il dépose également, dans chacun des États ayant juridiction, une demande d'enregistrement en plus d'une copie de son dossier d'enregistrement déposé à la SEC et d'un chèque au montant des frais requis. Il avise en même temps chaque État concerné qu'il désire se prévaloir de ce nouveau régime. De plus, un avis similaire est donné à l'État de l'Arizona, même si aucun titre n'y est placé puisque cet État est le gestionnaire du régime.

Une fois saisie du dossier, l'*Arizona Securities Division* nomme deux commissions des valeurs mobilières à titres de *lead regulators* : une première qui étudie l'information divulguée et une seconde qui étudie le dossier au mérite.

On dénombre 38 États qui participent à ce système. Parmi les États non participants, neuf États ont alloué une dispense d'enregistrement pour certains placements qui ont fait l'objet d'un enregistrement auprès de la SEC.

L'information sur l'encadrement du domaine des valeurs mobilières aux États-Unis démontre que malgré l'existence d'une commission des valeurs mobilières fédérale, le système américain est plus complexe qu'il n'apparaît à première vue. Il y a bien un organisme central mais les assujettis doivent tout de même se

²⁷ Forget, Guy 1999, *Introduction au droit américain des valeurs mobilières*, Carswell, Canada.

²⁸ L'adoption par le gouvernement fédéral américain de la *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998* est venue limiter la capacité des États d'entreprendre des procédures légales.

conformer, le cas échéant, à la réglementation des États qui continuent à jouer un rôle dans la structure d'encadrement américaine.

4.2 L'inscription des courtiers et de leurs représentants

Les courtiers qui font du commerce interétatique doivent s'inscrire auprès de la SEC et auprès d'un organisme d'autoréglementation telle une bourse ou la *National Association Securities Dealers* (NASD). Le représentant d'un courtier inscrit à la SEC doit s'inscrire auprès de l'OAR dont est membre son employeur et satisfaire aux règles d'inscription et de maintien de cet OAR. De plus, à moins de bénéficier d'une dispense, le courtier inscrit auprès de la SEC doit aussi s'inscrire auprès des organismes de réglementation en valeurs mobilières des États dans lesquels il fera affaire.

Tout courtier qui ne fait affaire qu'à l'intérieur des frontières d'un État ne doit s'inscrire qu'auprès de l'autorité de réglementation en valeurs mobilières de cet État. Chaque État a ses propres exigences pour autoriser un courtier à faire affaire sur son territoire.

La NASD a mis en place le *Central Registration Depository* (CRD), un centre unique pour le dépôt des documents d'inscription. Ainsi, si un courtier membre de NASD veut s'inscrire dans un autre État, il doit passer par le CRD. De plus, le formulaire d'inscription est uniformisé.

Le fonctionnement de la *National Registration Database*, proposée du côté canadien et présentée précédemment, ressemble en bonne partie au fonctionnement du CRD.

4.3 Le Régime d'information multinational (RIM)

Depuis le 1^{er} juillet 1991, certains émetteurs canadiens bénéficient d'un régime privilégié aux fins de satisfaire aux obligations d'émetteurs assujettis lorsqu'ils font une émission aux États-Unis. Ce système permet aux émetteurs canadiens d'utiliser principalement les documents préparés au Canada, afin de satisfaire les autorités canadiennes en valeurs mobilières, lorsqu'ils ont à enregistrer leurs titres aux États-Unis. Plus particulièrement, il permet l'utilisation de documents préparés selon les principes comptables généralement reconnus canadiens. Les règles anti-fraudes et les articles de loi américains prescrivant des recours en responsabilité civile demeurent toutefois applicables.

Lorsque l'on examine le prospectus de certaines sociétés canadiennes, on constate que leur visa a été obtenu uniquement dans une juridiction pour permettre à la société d'utiliser le RIM et ainsi avoir plus facilement accès au marché des capitaux américain. Dans de tels cas, il est clair que l'émission vise le marché américain plutôt que le marché canadien.

En somme, les sociétés canadiennes qui utilisent le RIM en tirent au moins les deux avantages suivants :

- Premièrement, l'utilisation du RIM permet à l'émetteur d'éviter partiellement les exigences et contraintes du système américain en empruntant un raccourci administratif.
- Deuxièmement, l'utilisation du RIM permet de diminuer les délais de façon très importante. Ainsi, en passant par le RIM, une société canadienne ferait face à un délai de 3 à 6 semaines pour obtenir les autorisations de la SEC comparativement à un délai de 4 à 8 mois pour une demande faite directement à la SEC. À titre d'information, une demande de placement avec un prospectus simplifié faite à la CVMQ serait traitée dans un délai moyen de 2 semaines.

Ainsi, plusieurs émetteurs canadiens qui visent le marché américain préfèrent, malgré toutes les critiques qu'on en fait, le système canadien et s'inscrivent auprès d'une autorité provinciale plutôt que directement auprès de la SEC.

5. LES AVANTAGES D'AVOIR PLUSIEURS AUTORITÉS EN VALEURS MOBILIÈRES

Le système actuel, selon lequel la réglementation des valeurs mobilières est de compétence provinciale, présente des avantages, notamment il favorise l'émergence de diverses opinions, la réduction du risque d'irrégularités et l'initiative régionale. De plus, compte tenu du contexte canadien particulier caractérisé notamment par une forte concentration de la propriété des firmes de courtage et de certains autres participants clés au marché financier, une saine concurrence au niveau des autorités en valeurs mobilières constitue en soi un atout.

5.1 Une diversité d'opinions sur différents aspects de la réglementation

Le système actuel favorise l'émergence de diverses opinions sur des sujets d'actualité qui touchent la réglementation des valeurs mobilières. Mentionnons, par exemple, les réactions diversifiées de certaines autorités à l'adoption, aux États-Unis, de la *Loi Sarbanes-Oxley*.

- M. Pierre Godin, président par intérim de la Commission des valeurs mobilières du Québec, a souligné que les petites et moyennes entreprises pourraient être vulnérables si des mesures aussi rigoureuses que celles introduites aux États-Unis étaient adoptées ici : « C'est une loi qui est essentiellement pour les grandes sociétés cotées à la Bourse, lesquelles sont d'énormes sociétés comparativement à la vaste majorité des sociétés canadiennes. » [traduction]²⁹;
- M. David Brown, président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, a écrit aux principaux intervenants de Bay Street pour leur demander leur opinion, tout en soulignant l'importance d'harmoniser les normes américaines et canadiennes. « Il n'y a aucune raison de croire que le Canada est immunisé contre l'échec de gouvernance qui a frappé des compagnies telles que *Enron Corp.* et *WorldCom Inc.* au cours de la dernière année. Nous avons exactement les mêmes pressions et forces de marché ici au Canada. » [traduction]³⁰;
- M. Douglas Hyndman, président de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, a affirmé pour sa part : « Au lieu d'harmoniser la réglementation à celle des États-Unis, nous devrions voir cela comme une opportunité de distinguer notre marché. Nous savons que nous pouvons bien réglementer nos marchés avec un coût réglementaire plus faible que celui aux États-Unis. » [traduction]³¹.

²⁹ Marotte, Bertrand 2002, *The Globe and Mail*, 29 octobre, p. B10.

³⁰ McFarland, Janet, Elizabeth Church et Lily Nguyen 2002, *The Globe and Mail*, 7 octobre, pp. A1-6 et Couture, Martyne 2002, *La Presse*, 23 septembre, p. D6.

³¹ The National Post 2002, 19 septembre, p. 15 et Madhavi Acharya-Tom-Yew 2002, *The Toronto Star*, 10 octobre, pp. D1-14.

Avec le système actuel de réglementation en valeurs mobilières, les assujettis canadiens ont l'assurance que la mise en place de règles ou de processus tiendra compte d'une diversité d'opinions et que les représentants des petits marchés feront contrepoids à ceux des marchés principaux.

5.2 La réduction du risque d'irrégularités

Dans un système de réglementation à plusieurs juridictions, des ressources de chacune des autorités en valeurs mobilières sont mises à contribution pour analyser les différents documents soumis pour approbation. De plus, le système actuel a permis à chaque autorité en valeurs mobilières de développer des expertises particulières propres à son économie. La variété des champs d'expertise ainsi que l'approche privilégiée par chacune des autorités font en sorte que des regards différents et complémentaires sont jetés sur le respect des règles par les assujettis. Par exemple, l'examen d'un prospectus, que peuvent réaliser des spécialistes de plusieurs commissions, dans le cadre du REC, peut permettre de détecter des irrégularités ou d'exiger des compléments d'information pour tenir compte de préoccupations régionales.

À première vue, les coûts additionnels d'opérations de plusieurs autorités en valeurs mobilières peuvent paraître, pour certains, élevés. Cependant, ces coûts sont justifiés s'ils permettent d'éviter des abus, tels ceux observés récemment aux États-Unis, qui entraînent des coûts encore bien plus élevés pour la société en général.

5.3 L'initiative régionale

Le système actuel de réglementation du secteur des valeurs mobilières a permis plusieurs initiatives favorables au marché des valeurs mobilières et au financement des entreprises au Canada. À titre d'exemples, mentionnons le Régime d'épargne-actions, les fonds de travailleurs et le prospectus simplifié qui ont été développés au Québec ainsi que le programme des sociétés de capital de démarrage (*junior capital pools*), une initiative des autorités en valeurs mobilières de l'Ouest canadien.

Enfin, la création de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières, qui est devenue l'organisme de référence international, résulte en grande partie de l'initiative de la Commission des valeurs mobilières du Québec.

6. LES ASPECTS CONSTITUTIONNELS

Les tribunaux supérieurs ont affirmé, à moults reprises, que les provinces avaient une compétence exclusive dans le domaine des valeurs mobilières. Ils ont constaté qu'il s'agissait d'une matière qui relevait de la propriété et des droits civils, au sens du paragraphe 13 de l'article 92 de la *Loi constitutionnelle de 1867*, et qui n'avait pas été octroyée au parlement central par l'article 91 de la même loi. Mais ce même article 92, à son paragraphe 11, accorde également une compétence exclusive aux provinces de légiférer pour la constitution en corporation de compagnies pour des objets provinciaux. Lorsque les Pères de la Confédération ont convenu de ce partage, ils savaient pertinemment ce qu'ils faisaient. Un article récent du professeur Nelson-Martin Dawson, intitulé « La finance : un monde connu des Pères de la Confédération »³², met en lumière que les Pères de la Confédération avaient une connaissance approfondie du domaine financier et corporatif. Il ne pouvait pas en être autrement car ils participaient activement à ce monde et, de plus, ils faisaient partie du corps législatif qui adoptait notamment les lois dans ce domaine.

Avant et au moment de la Confédération, on retrouvait naturellement dans les lois créant des compagnies des éléments relevant du domaine des valeurs mobilières. Les compagnies avaient nécessairement un capital-actions. Plusieurs d'entre elles étaient autorisées à émettre des débetures, des obligations et des bons. Les lois statuaient sur la façon de transiger ces valeurs mobilières et sur les droits qui étaient octroyés aux détenteurs de débetures et d'obligations. Ceci était à la connaissance des Pères de la Confédération qui ont estimé qu'il s'agissait d'une matière d'une nature purement locale et privée dans la province.

Ce raisonnement fut retenu même si plusieurs de ces lois avaient une portée extra-territoriale. Certaines lois se contentaient de permettre à des compagnies d'emprunter dans la province ou à l'étranger. D'autres allaient plus loin en permettant à ces compagnies d'avoir des places d'affaires à l'étranger, d'y ouvrir des livres de souscription, d'y effectuer le transfert d'actions, d'y avoir des agents et même des conseils d'administration locaux et d'y convertir les actions étrangères en actions canadiennes et les actions canadiennes en actions étrangères. Il y avait même des lois qui permettaient aux administrateurs et aux actionnaires de tenir leurs assemblées à l'étranger de la province. D'autres lois contemporaines à la Confédération permettaient à des compagnies de transférer leur siège à l'étranger et de conduire, de là, leurs affaires au Canada. Il n'en demeure pas moins que les Pères de la Confédération ont jugé bon d'octroyer aux provinces une compétence exclusive dans ce domaine et que, malgré les évolutions technologiques et le volume accru des transactions, la nature même de cette activité commerciale n'a jamais changé.

³² Dawson, Nelson-Martin 2002, *La finance : un monde connu des Pères de la Confédération*, Groupe de recherche sur l'histoire des institutions financières, Sherbrooke.

7. CONCLUSION

En somme, les recommandations de M. MacKay, mandaté par le gouvernement du Canada, reposent sur des perceptions que les faits contredisent.

Cependant, le gouvernement du Québec et la Commission des valeurs mobilières du Québec sont conscients que le système actuel de réglementation peut encore être amélioré et ont la conviction qu'ils disposent de mécanismes permettant d'y parvenir, notamment en poursuivant les efforts d'harmonisation.

De plus, la création de l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier servira à renforcer la capacité du Québec à contribuer à l'amélioration du système actuel. La mise en place d'un organisme efficace et compétent facilitera l'adaptation de la réglementation aux besoins actuels et la poursuite des efforts d'harmonisation de la réglementation aux plans canadien, nord-américain et international.

ANNEXE 1

Recommandations de M. Harold MacKay au ministre des Finances du Canada, contenues dans sa lettre du 15 novembre 2002

1. Collaborer avec ses homologues provinciaux pour mettre sur pied un comité de personnes averties chargé de procéder à l'examen qui s'impose et de faire des recommandations en temps opportun aux décideurs (le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux et territoriaux). M. MacKay ne souscrit pas à l'idée que le gouvernement fédéral devrait exercer son autorité unilatéralement. Il souhaite que les gouvernements provinciaux appuieront le projet mais recommande de poursuivre la démarche s'ils refusent.
2. Le comité devrait être composé d'un maximum de six canadiens respectés qui s'intéressent à l'économie canadienne et dont l'engagement dans la défense des intérêts du Canada ne fait pas l'ombre d'un doute.
3. Le mandat du comité consiste à trouver le modèle de réglementation qui convient le mieux au Canada. Ce modèle doit protéger les investisseurs, assurer l'efficacité des marchés, permettre que les investisseurs partout au Canada bénéficient de la même protection, favoriser le dynamisme et dégager une image positive de la réglementation au Canada.
4. Sans limiter la portée de ses recommandations, M. MacKay suggère au comité d'examiner particulièrement deux modèles, à savoir :
 - Une version améliorée du système actuel qui pourrait inclure l'adoption du modèle de passeport unique.
 - Un modèle de commission unique dans lequel les gouvernements provinciaux regrouperaient leurs autorités en un seul organisme de réglementation qui appliquerait une seule série de règles.
5. Comme il s'agit d'un projet d'envergure canadienne, M. MacKay recommande que le gouvernement fédéral fournisse les fonds nécessaires pour soutenir les travaux utiles.
6. Le projet devrait être mis rapidement en branle et le rapport remis aux gouvernements d'ici le 30 septembre 2003. Ces derniers devraient à ce moment réagir promptement aux conclusions du comité.
7. Les intervenants du marché, les universitaires et les organismes de réglementation devraient être invités à participer aux travaux du comité.

ANNEXE 2

Tableau A : Droits afférents au prospectus dans les provinces au Canada

	Droit initial	Droit final
QUÉBEC	1 000 \$	Excédent sur le droit initial de : 0,04 % x 1/4 x valeur globale des titres à placer
ONTARIO¹	800 \$	Excédent sur le droit initial de : 0,032 % x valeur globale des titres à placer
COLOMBIE-BRITANNIQUE	400 \$	Excédent sur le droit initial de : 0,02 % x valeur globale des titres placés en Colombie-Britannique
ALBERTA	1 000 \$	Excédent sur le droit initial de : 0,025 % x valeur globale des titres placés en Alberta
MANITOBA	1 000 \$ Si plus d'une catégorie de valeurs : 325 \$ pour chaque catégorie supplémentaire	
SASKATCHEWAN	1 000 \$ Si plus d'une catégorie de valeurs : 250 \$ pour chaque catégorie supplémentaire	
NOUVELLE-ÉCOSSE	850 \$ si pas autorité principale 1 250 \$ si autorité principale Si plus d'une catégorie de valeurs : 300 \$ pour chaque catégorie supplémentaire	
ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD	600 \$ Si plus d'une catégorie de valeurs : 100 \$ pour chaque catégorie supplémentaire	
NOUVEAU-BRUNSWICK	1 000 \$ si pas autorité principale 1 250 \$ si autorité principale Si plus d'une catégorie de valeurs : 300 \$ pour chaque catégorie supplémentaire	
TERRE-NEUVE	850 \$	
TERRITOIRES-DU-NORD-OUEST	350 \$ par catégorie de valeurs	
YUKON	150 \$ si autorisé par une autre autorité canadienne 250 \$ si autorité principale plus 100 \$ pour chaque catégorie supplémentaire	
NUNAVUT	350 \$ par catégorie de valeurs	

* Droits réduits pour une période de 1 an commençant le 2002-01-07

¹ Tenant compte d'une réduction temporaire des droits de 20 %.

Source : Commission des valeurs mobilières du Québec.

ANNEXE 3

TABLEAU B : Comparaison des coûts selon la taille de l'émission, excluant les sociétés de capital de démarrage, pour la période entre 1997 et 1999.

Canada

Taille de l'émission (M\$ US)	Nombre de PAPE ¹	Rémunération du placeur (%)*	Autres dépenses (%)*	Total des coûts directs (%)*	Niveau de sous-évaluation (%)*
1.0 - 9.9	53	8,12	7,86	15,98	30,61
10.0 - 49.9	49	6,14	3,31	9,45	11,30
50.0 - 99.9	10	6,00	2,00	8,00	10,76
100 et plus	16	5,53	1,75	7,28	8,88
Moyenne		6,88	4,90	11,78	18,95
Moyenne pondérée (par taille)		5,35	1,84	7,19	5,11

États-Unis

Taille de l'émission (M\$ US)	Nombre de PAPE	Rémunération du placeur (%)*	Autres dépenses (%)*	Total des coûts directs (%)*	Niveau de sous-évaluation (%)*
1.0 - 9.9	119	9,29	8,70	17,99	9,05
10.0 - 49.9	532	6,93	3,70	10,63	26,15
50.0 - 99.9	300	6,88	2,12	9,00	55,57
100 et plus	237	6,09	1,20	7,29	67,19
Moyenne		7,00	3,30	10,30	37,50
Moyenne pondérée (par taille)		5,79	1,43	7,22	38,38

* Significatif à 1 %.

Sources : Tableau 6 de l'étude Suret & Kooli, 2002, Kooli, Maher et Jean-Marc Suret 2002, *How cost-effective are Canadian IPO markets?*, Série scientifique Cirano.

TABLEAU C : Nombre de PAPE et proportion (en fonction de la taille de l'émission au Canada et aux États-Unis)

Taille de l'émission (M\$ US)	Canada		États-Unis	
	Nombre de PAPE	Proportion (%)	Nombre de PAPE	Proportion (%)
1.0 - 9.9	53	41,41	119	10,02
10.0 - 49.9	49	38,28	532	44,78
50.0 - 99.9	10	7,81	300	25,25
100 et plus	16	12,50	237	19,95
Total	128	100,00	1188	100,00

Sources : Ministère des Finances, de l'Économie et de la Recherche et Kooli, Maher et Jean-Marc Suret 2002, *How cost-effective are Canadian IPO markets?*, Série scientifique Cirano.

¹ PAPE : Premier appel public à l'épargne

ANNEXE 4

TABLEAU D : PAPE pancanadien de 35 M\$

	% de l'émission	\$CAN ('000)	% des coûts directs totaux
Coûts directs			
Rémunération du placeur	6,14	2 149	64,97
Autres dépenses :			
Droits à payer	0,07	25	0,75
Autres*	3,24	1 134	34,28
Total des autres dépenses	3,31	1 159	35,03
Total des coûts directs	9,45	3 308	100,00

* Autres : les honoraires des vérificateurs, les frais légaux, les frais d'agent de transfert et d'impression du prospectus et les taxes.

Sources : Ministère des Finances, de l'Économie et de la Recherche et Kooli, Maher et Jean-Marc Suret 2002, *How cost-effective are Canadian IPO markets?*, Série scientifique Cirano.

ANNEXE 5

TABLEAU E : Coûts reliés à l'obligation d'information continue

Juridictions	Rapport annuel - états financiers annuels (coûts annuels)				Communiqué de presse
	Qui satisfait certaines conditions	Sinon qui est inscrit à la cote d'une bourse canadienne	Sinon qui dépose une notice annuelle	Autres	
QUÉBEC	2 000 \$	1 000 \$	500 \$	500 \$	100 \$
ONTARIO¹	1 600 \$	800 \$	400 \$	200 \$	80 \$
COLOMBIE-BRITANIQUE	75 \$* 800 \$ en retard 1 100 \$ en retard plus interdiction				0 \$
ALBERTA	2 000 \$ plus 100 \$ si en retard			250 \$ plus 100 \$ si en retard	0 \$
MANITOBA	100 \$				0 \$
SASKATCHEWAN	100 \$				0 \$
NOUVELLE-ÉCOSSE		250 \$ 150 \$ si non inscrit			25 \$
ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD	0 \$				0 \$
NOUVEAU-BRUNSWICK	0 \$				0 \$
TERRE-NEUVE	250 \$				0 \$
TERRITOIRES-DU-NORD-OUEST	0 \$				0 \$
YUKON	0 \$				0 \$
NUNAVUT	0 \$				0 \$
TOTAL:					205 \$

* Droits réduits pour une période de 1 an commençant le 2002-01-07.

¹ Tenant compte d'une réduction temporaire des droits de 20 %.

Source : Commission des valeurs mobilières du Québec.

BIBLIOGRAPHIE

British Columbia Securities Commission 2002, *New proposals for Securities Regulation , A new way to regulate*, 5 juin.

Couture, Martyne 2002, *La Presse*, 23 septembre, p. D6.

Dawson, Nelson-Martin 2002, *La finance : un monde connu des Pères de la Confédération*, Groupe de recherche sur l'histoire des institutions financières, Sherbrooke.

Forget, Guy 1999, *Introduction au droit américain des valeurs mobilières*, Carswell, Canada.

Carpentier, Céline et Jean-Marc Suret 2002, *Les systèmes financiers canadien et américain : concurrence et réglementation*, Cirano et Université Laval. (à paraître).

Kooli, Maher et Jean-Marc Suret 2002, *How cost-effective are Canadian IPO markets?*, Série scientifique Cirano.

Kryzanowski et Rakita, 1999, *Is the U.S. 7 % solution equivalent to the Canadian 6 % solution ?*, Canadian Investment Review, pp. 27-35.

Madhavi Acharya-Tom-Yew 2002, *The Toronto Star*, 10 octobre, pp. D1-14.

Marotte, Bertrand 2002, *The Globe and Mail*, 29 octobre, p. B10.

McFarland, Janet, Elizabeth Church et Lily Nguyen 2002, *The Globe and Mail*, 7 octobre, pp. A1-6

Oklahoma Securities Commission, *Initial Registration Instructions*, <http://www.securities.state.ok.us/Firms/profs/Bd.htm>.

Sawiak, G.V., W.J. Braithwaite et P.L. Olasker, 1996, *Report to the standing committee on banking, trade and commerce on the transaction costs of a decentralized system of securities regulation*, April.

Securities Exchange Act of 1934, Loi des États-Unis.

Securities and Exchange Commission, *Brokers and Dealers : Registration Compliance Guide*, <http://www.sec.gov/divisions/marketg/bdguide.htm>.

Suret, Jean-Marc 2002, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada*, Document de travail, Cirano, (à paraître).

The National Post 2002, 19 septembre, p. 15.

Wolf, Christina 2002, *Better Disclosure, Lower Costs – A Cost-Benefit Analysis of the Continuous Market Access System*, British Columbia Securities Commission.