



Les véritables enjeux du système de réglementation des valeurs mobilières canadien

Présentation de Pierre Lortie
devant l'Institut économique de Montréal

Les opinions exprimées dans ce document sont celles de l'auteur. Elle n'engagent la firme d'aucune façon.



- > Partout dans le monde, l'objet premier des lois sur les valeurs mobilières est de répondre aux deux objectifs suivants :
 - « protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses;
 - favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci »⁽¹⁾

1. *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1990, chapitre S.5

- > La réglementation des valeurs mobilières comporte de multiples facettes. Elle vise les aspects suivants :
 - Les émetteurs publics, selon le principe de la divulgation complète et exacte, en temps opportun, de renseignements pertinents au moment de l'émission de titres et de façon continue. La réglementation porte également sur la gouvernance afin de s'assurer que les membres de la direction et du conseil rendent efficacement des comptes aux actionnaires
 - Les intermédiaires du marché, afin de s'assurer qu'ils traitent avec leurs clients avec la diligence requise, que leurs activités de négociation se déroulent équitablement sur le marché et qu'ils disposent de capitaux suffisants pour pouvoir entrer ou sortir de l'industrie sans entraîner de perturbations
 - Les marchés secondaires, afin de garantir un accès équitable et une formation des prix efficace de manière à promouvoir l'efficacité et la réputation du marché. Ce volet de la réglementation porte également sur la compensation et le règlement des transactions ainsi que sur l'établissement de normes en matière de gestion des risques
 - La gestion de l'actif, afin de s'assurer de la gestion professionnelle des placements et de la présentation adéquate des renseignements sur ceux-ci aux épargnants

- > À l'échelle internationale, les principes et objectifs en matière de réglementation des valeurs mobilières ont été codifiés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).
- > L'examen récent du secteur financier canadien par le FMI offre les conclusions suivantes:
 - « Le Canada possède un régime d'encadrement et de réglementation des valeurs mobilières hautement sophistiqué répondant largement aux principes de l'OICV. » ⁽²⁾
 - « Il existe un consensus selon lequel la structure actuelle a doté le Canada d'un système de réglementation efficace, bien que des améliorations concernant 'l'enforcement' seraient souhaitables. C'est en fait la conclusion principale de l'évaluation selon les principes de l'OICV. On peut dire que le système actuel s'est adapté aux particularités de son marché financier, par exemple en permettant la présence marquée de petits émetteurs et la concentration de secteurs donnés dans certaines provinces. » ⁽³⁾



Efficacité de la réglementation des valeurs mobilières au Canada

- > Une étude exhaustive de l'efficacité de la réglementation des valeurs mobilières dans 40 pays donne au Canada la deuxième meilleure note : ⁽⁴⁾
 - États-Unis 97%
 - Canada 91%
 - Australie 77%
 - Royaume-Uni 73%

- > Dans une étude récente sur les conséquences économiques d'exigences plus sévères en matière de présentation de l'information, les auteurs ont conclu ce qui suit :
 - « Nous ne constatons aucun changement postérieur à l'inscription significatif pour les sociétés canadiennes... Le Canada est un cas particulièrement intéressant, car ses exigences en matière de présentation de l'information sont similaires à celles des États-Unis, ce qui signifie que les facteurs en cause dans la décision de sociétés canadiennes de procéder à l'intercotation diffèrent de celles de sociétés situées dans d'autres pays. »⁽⁵⁾

4. Hail et Levy, « What Works in Securities Law », *Journal of Finance* (2006)

5. Warren Bailey, G. Andrew Carolyi et Carolina Salva, « The Economic Consequences of Increased Disclosure: Evidence from International Cross-Listings », (2006) 81 *Journal of Financial Economics* 175 [notre traduction]

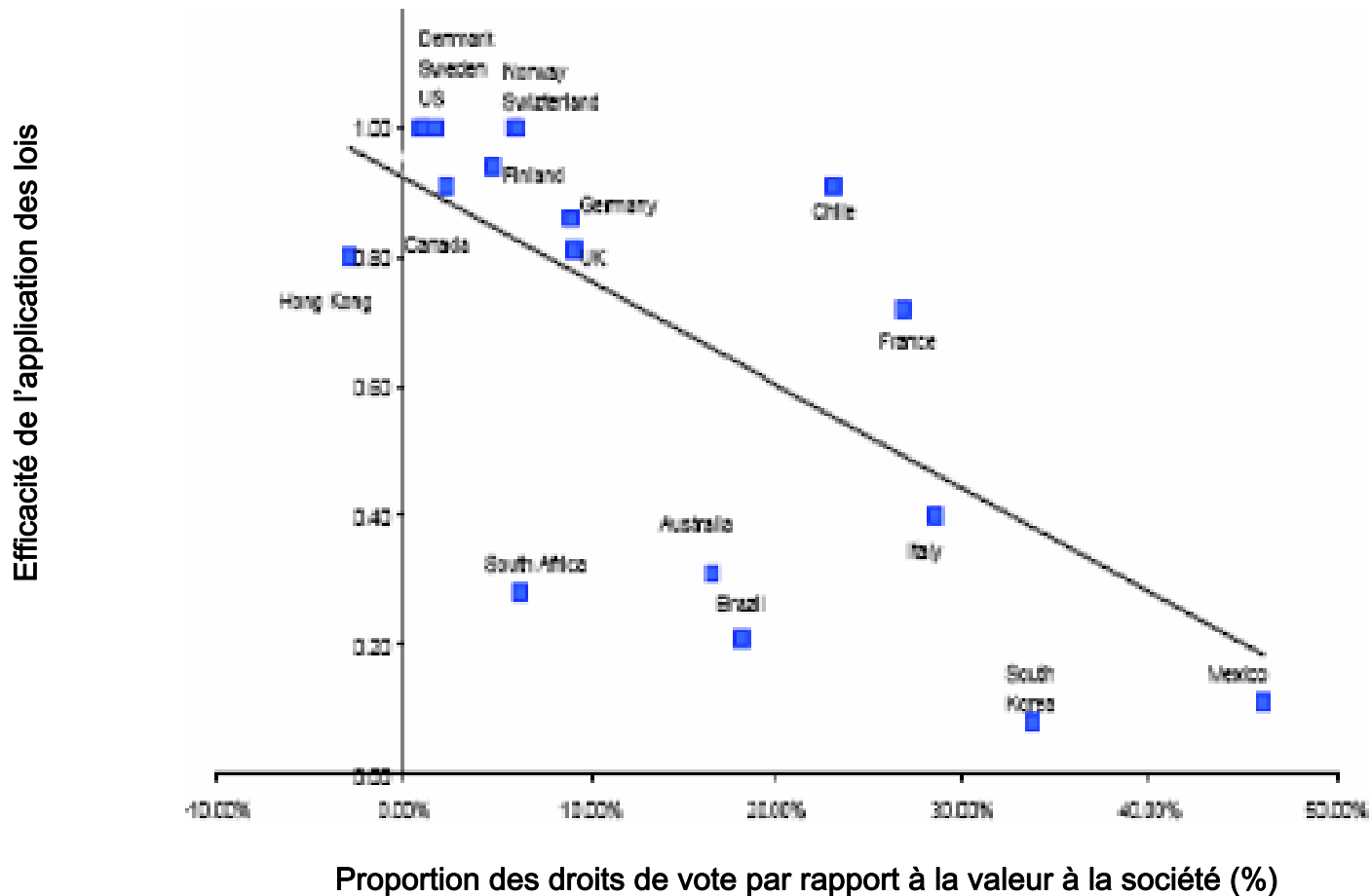
- > Les mécanismes de protection des actionnaires minoritaires vis-à-vis les actionnaires majoritaires sont parmi les meilleurs, à égalité avec les États-Unis

Estimés des avantages liés au contrôle dans divers pays⁽⁶⁾

Pays	Prime liée à un bloc (%)	Prime liée aux droits de vote (%)
Australie	2	23
France	2	28
Allemagne	10	10
Suisse	6	5
Royaume-Uni	2	10
États-Unis	2	2
Canada	1	3

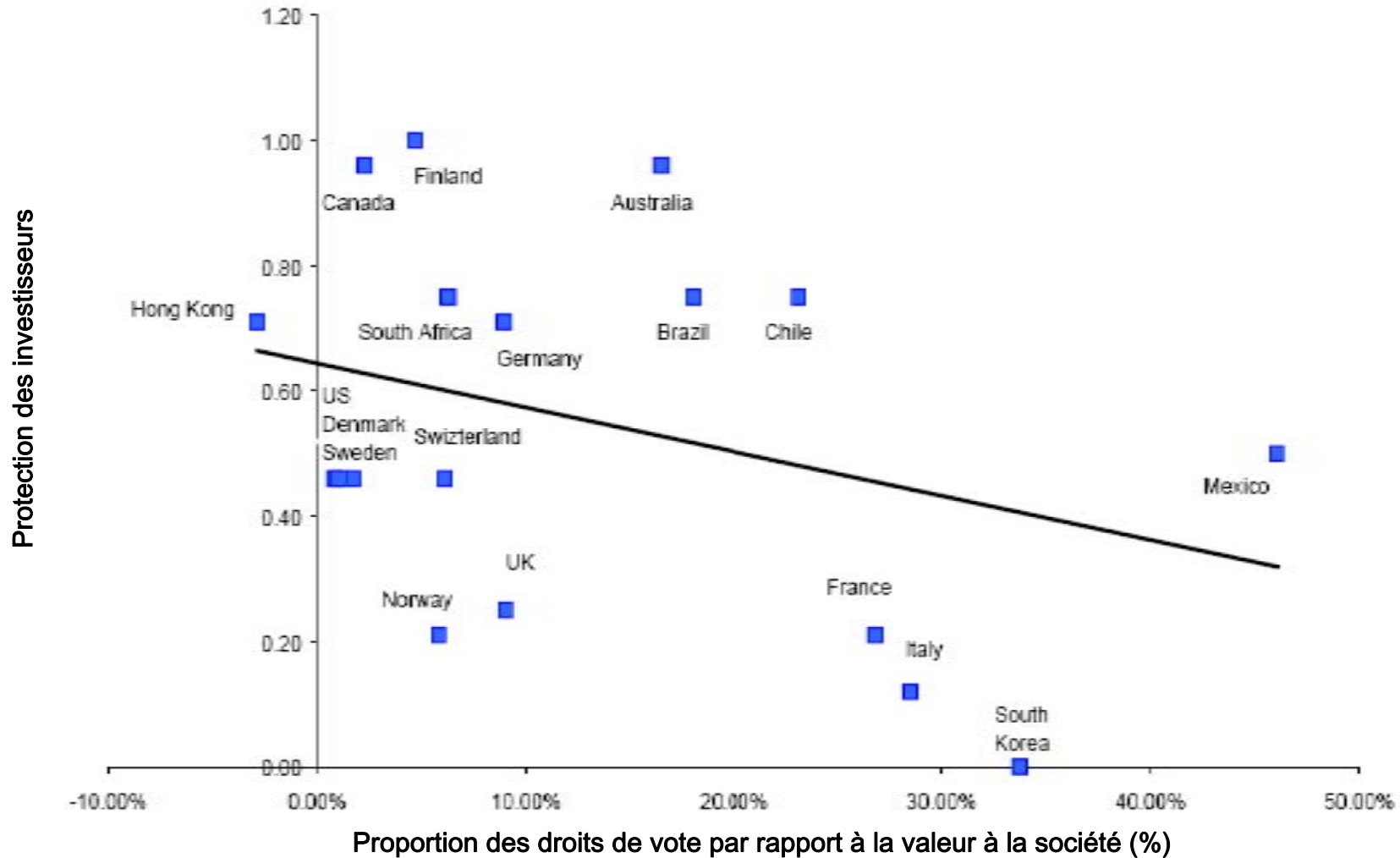
6. Randall Morck, Daniel Wolfenzon et Bernard Yeung, « Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth », (2005) 43 *Journal of Economic Literature* 655

Efficacité de l'application des lois et valeurs des actions à droit de vote supérieur ⁽⁷⁾



7. "Dual-class share structures in Canada: Review and recommendations" Institut sur la gouvernance des organisations publiques et privées, Document de politique #1, Octobre 2006 7

Protection des investisseurs et valeur des actions à droit de vote supérieur ⁽⁸⁾



8. "Dual-class share structures in Canada: Review and recommendations" Institut sur la gouvernance des organisations publiques et privées, Document de politique #1, Octobre 2006

- > Le coût moyen d'une petite émission est moins élevé au Canada qu'aux États-Unis, et le coût d'une émission envergure est similaire dans les deux pays ⁽⁹⁾
- > Le coût des capitaux propres pour des sociétés comparables est similaire au Canada et aux États-Unis une fois que les ajustements nécessaires ont été apportés afin de tenir compte du risque de chaque pays, tel que reflété dans les titres émis par le gouvernement ⁽¹⁰⁾

9. J.-M. Suret et C. Carpentier, « Réglementation des valeurs mobilières au Canada », Montréal, CIRANO (2003), note 23, pp. 35-36

10. Lorie Zorn, « Le calcul du coût des capitaux propres des entreprises canadiennes et américaines », *Revue de la Banque du Canada*, automne 2007, p. 29

- > Tout système de réglementation doit être souple étant donné que les marchés évoluent au fil du temps
- > L'architecture du système de réglementation des valeurs mobilières canadien a fait la preuve des caractéristiques suivantes :
 - Plus grande souplesse
 - Grande capacité d'adaptation à l'évolution des circonstances
 - Meilleure capacité de réaction aux besoins d'un secteur ou d'une région en particulier
 - Meilleures garanties contre l'adoption précipitée de règlements aux effets dysfonctionnels et coûteux (« monopole ») (Sarbanes-Oxley)
 - Meilleure protection contre l'imposition d'exigences issues de considérations politiques opportunistes ou d'une mode passagère (« centralisation »)

L'efficacité dynamique constitue le critère décisif pour l'évaluation de la structure d'un système de réglementation



Le critère décisif pour l'évaluation de la structure d'un système de réglementation

- > Un système en constante mutation qui a su s'adapter à l'évolution des circonstances
 - L'application judicieuse des technologies de l'information a donné naissance à des systèmes et à des pratiques dont la portée est véritablement pancanadienne :
 - > Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR)
 - > Système électronique de déclarations des initiés (SRDI)
 - > Régime d'inscription canadien (RIC) et Base de données nationale d'inscription (BDNI)
 - > Régime d'examen concerté (REC)
 - > Élaboration et mise en œuvre de 25 instructions générales et de 24 instructions canadiennes portant sur des domaines clés comme les exigences relatives aux prospectus, la réglementation des fonds communs de placement, l'émission de droits, les offres publiques d'achat, les dispenses de prospectus et d'inscription, le contenu de l'information continue et le fonctionnement du marché
 - Le *Régime de l'autorité principale* (Règlement 11-101), mis en œuvre le 19 septembre 2005, prévoit des dispenses pour les participants quand ceux-ci traitent avec divers organismes de réglementation des valeurs mobilières (sauf l'Ontario)
 - Le « régime de passeport », qui a été mis en œuvre le 17 mars 2008, permet aux participants d'avoir accès aux marchés financiers partout au Canada en ne traitant qu'avec l'organisme de réglementation d'un seul territoire (sauf l'Ontario)



Le critère décisif pour l'évaluation de la structure d'un système de réglementation

- > Une capacité démontrée de réagir aux besoins des marchés financiers canadiens :
 - La juridiction des provinces n'empêche pas l'harmonisation des exigences réglementaires...
 - > En 2001, le gouvernement canadien a éliminé les dispositions de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* relatives aux opérations de fermeture, aux offres publiques d'achat et aux déclarations d'initiés afin d'éviter les chevauchements de réglementation futiles avec les exigences correspondantes de la réglementation des valeurs mobilières au Canada ⁽¹¹⁾

11. Industrie Canada, « Analyse des modifications à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* »

- Les coûts du système canadien décentralisé sont comparables à ceux des organismes fédéraux des États-Unis...
 - > La preuve empirique démontre que le coût direct de la réglementation était de 145,80 \$ par million de dollars de capitalisation au Canada, comparativement à 141,90 \$ aux États-Unis, en ce qui a trait seulement aux organismes fédéraux⁽¹²⁾

À ces coûts, il faut ajouter les coûts importants au niveau des États
- De plus, la juridiction provinciale n'empêche pas la conclusion de conventions internationales

12. J.M. Suret et C. Carpentier, *op. cit.*



Le critère décisif pour l'évaluation de la structure d'un système de réglementation

- > **La SEC et les commissions des valeurs mobilières canadiennes ont adopté en juin 1991 le régime d'information multinational (RIM)**
 - Le RIM permet aux émetteurs admissibles au Canada de placer des titres aux États-Unis au moyen de documents d'information rédigés conformément aux exigences canadiennes, et vice-versa
 - Il permet aux émetteurs d'utiliser des documents d'information continue canadiens et de déposer des déclarations d'initié canadiennes en réponse aux exigences américaines et, à l'inverse, permet aux émetteurs américains de déposer leurs documents d'information continue et leurs déclarations d'initié en réponse aux exigences canadiennes équivalentes
 - Il s'applique à des opérations particulières comme les offres de droits transfrontaliers, les offres publiques d'achat et les regroupements d'entreprise
- > **Aucun autre pays ne bénéficie d'une telle reconnaissance mutuelle ni d'un tel accord d'harmonisation avec la SEC**

- > L'expérience démontre que la centralisation d'un système de réglementation n'est pas garante d'efficience et d'efficacité...
 - > Une étude de l'OCDE publiée en août 2007 place le Canada au **NEUVIÈME** rang parmi les pays de l'OCDE pour son cadre antitrust et ses politiques relatives aux secteurs réglementés ⁽¹³⁾
- > ... alors que l'évaluation par les organismes internationaux de la protection des investisseurs et de la qualité de la réglementation des valeurs mobilières est très favorable

	É.-U.	R.-U.	Australie	Canada
Banque mondiale et Lex Mundi (2006)	7	9	-	5
OCDE (2006)	4	5	7	2

13. Jens Hoj, « Competition Law and Policy Indicators for the OECD Countries », *Working Paper No. 568*, OCDE, août 2007

- > La structure du secteur financier canadien a une influence marquée sur le fonctionnement des marchés financiers. Son évolution vers une grande concentration a peu d'équivalents dans les pays industrialisés. Au niveau du marché des actions, on observe que :
 - Les six plus grands courtiers en placement représentent plus de 70 % des activités du secteur

Canada	États-Unis
> 1 seul organisme boursier	> 9 bourses
> 3 systèmes de négociation alternatifs	> plus de 70 systèmes de négociation alternatifs
> 1 chambre de compensation	> 12 chambres de compensation

- > Malgré tous les efforts qui peuvent et devraient être faits sur le plan de la réglementation, il faut accepter une évidence : la compétitivité des marchés financiers canadiens est largement tributaire de l'efficacité de l'industrie des valeurs mobilières. C'est sur cet aspect crucial que l'attention devrait être fixée

- > L'érosion de la compétitivité du marché secondaire canadien des actions est préoccupante. Les données indiquent ce qui suit :
 - les coûts de transaction à l'achat ou à la vente d'actions en bourse représentent 52,4 points de base au Canada, comparativement à 38,1 aux Etats-Unis ⁽¹⁴⁾
 - depuis 1990, la proportion des transactions sur les titres canadiens intercotés dont plus de la moitié du volume est réalisé aux États-Unis, s'est accru de 28 % à 53 %

14. Domowitz J. et al., « Liquidity Volatility and Equity Trading Costs Across Countries and over Time », *International Finance*, 4 (2), pp. 221-255

- > **Une illustration de l'efficacité dynamique du système de valeurs mobilières canadien à l'œuvre**
 - Le pourcentage d'émetteurs à petite capitalisation est considérablement plus élevé au Canada qu'aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés
 - Cette voie a été favorisée par l'accent qu'ont mis les bourses de Vancouver et de l'Alberta sur ces émetteurs et la réceptivité des commissions des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et de l'Alberta aux particularités et aux besoins particuliers de ces marchés
 - Afin de contrer la tendance historique des grands marchés à adopter des règlements inadaptés aux marchés à petite capitalisation, l'acquisition des bourses de Vancouver et de l'Alberta par le groupe TSX (Bourse de croissance TSX) s'est accompagnée d'engagements et de garanties fermes envers la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta qui visent à s'assurer que l'expansion de ce marché se poursuivra

- > Le gouvernement fédéral a des prétentions légitimes en matière de réglementation prudentielle du secteur financier canadien, des politiques en matière de concurrence et du droit criminel :
 - Il supervise déjà la situation financière des entités suivantes :
 - > les banques canadiennes (70 % de l'activité du secteur des valeurs mobilières)
 - > CDS et Corporation canadienne de compensation des produits dérivés (« CDDC »)
- > Toutefois, ce n'est pas le cas pour ce qui est de la réglementation des valeurs mobilières qui porte au premier chef sur la protection des investisseurs et les règles de conduite et les pratiques des participants au secteur.

- > Toute tentative du gouvernement fédéral d'adopter une loi générale sur les valeurs mobilières qui aurait préséance sur les lois provinciales aurait probablement un effet contraire à celui qui est recherché :
 - Elle donnerait lieu à une bataille constitutionnelle que le gouvernement fédéral ne gagnerait pas devant la Cour suprême. L'efficacité économique, même si elle était démontrée, n'est pas une raison suffisante pour rompre l'équilibre et le caractère coopératif du fédéralisme canadien
 - Elle minerait les efforts d'harmonisation en cours, étant donné que des ressources clés seraient détournées
 - En définitive, elle donnerait probablement naissance à une quatorzième commission des valeurs mobilières, à des chevauchements et des redondances importants, à une augmentation des coûts ainsi qu'à des querelles de juridictions inévitables

- > Un nombre de plus en plus grand d'observateurs avertis indiquent que le monopole de la SEC a donné lieu à un cadre réglementaire qui mine la compétitivité des marchés financiers américains. En fait, ce monopole s'effrite à cause de la croissance rapide des centres financiers étrangers et de la mobilité accrue des investisseurs, des sociétés de services financiers et des bourses et autres systèmes de négociation à l'échelle internationale.
- > Le débat actuel au Canada est déphasé par rapport aux principales questions concernant les marchés de valeurs mobilières internationaux qui sont maintenant débattues.
 - L'emphase s'est déplacée de la réglementation des émetteurs étrangers et de leur inscription à la cote vers celle concernant les fournisseurs de services financiers étrangers qui veulent s'établir afin de faciliter l'accès à leur marché domestique
 - Le paradigme est donc changé : la question centrale n'est plus de réglementer la société étrangère qui s'inscrit à la cote d'une bourse domestique mais de faciliter l'accès aux marchés étrangers par les investisseurs tout en assurant qu'ils bénéficient d'une protection adéquate

- > « L'un des objectifs de ce dialogue (avec les États-Unis et d'autres pays) est de promouvoir notre démarche réglementaire. Nous voulons montrer au reste du monde que notre mode de réglementation en Europe débouche sur un secteur des services financiers dynamique, sain et solide » ⁽¹⁵⁾
- > Dans ce nouvel environnement, l'économie canadienne serait beaucoup mieux servie si nous consacrons plus d'attention à l'évolution des systèmes de réglementation dans la CE qui sont tout à fait compatibles avec l'architecture actuelle du système canadien, ainsi qu'à la **compétitivité internationale du secteur financier canadien**

15. « Opportunities and Challenges of the Internationalisation of Financial Markets », Charlie McCreevey, European Commission for International Market and Services, le 29 janvier 2008. [notre traduction]

> L'application des lois et de la réglementation suscite des critiques

- Une telle insatisfaction est commune à l'échelle mondiale. Les rapports du GAO aux États-Unis sont révélateurs
- Le nombre de poursuites et d'incarcérations ne constitue une balise adéquate pour comparer l'efficacité des forces de l'ordre entre pays. Aux États-Unis, 1,6 millions d'adultes sont incarcérés comparé à 33 100 adultes au Canada!
- L'efficacité dans l'établissement des preuves requises pour les poursuites criminelles exigent une excellente collaboration entre les organismes réglementaires et les corps policiers. Les garanties procédurales prévues à la Charte canadienne des droits et libertés imposent des contraintes considérables qui empêchent un organisme administratif de transmettre les informations obtenues lors de leur enquête à un corps policier
- L'établissement en 2003 par le gouvernement canadien des équipes intégrées de la police des marchés financiers constitue une excellente initiative. Malheureusement, ce programme n'a pas produit à date les résultats escomptés. L'évaluation du programme par la GRC a révélé que sa gestion manquait de leadership, de coordination, de cohésion, de souplesse et de communication

- > **En matière d'application des lois et de la réglementation**
 - Le gouvernement canadien et les provinces devraient joindre et accentuer leurs efforts afin de:
 - > Mettre en œuvre les recommandations contenues dans le rapport du 25 octobre 2007 de Nick Le Pan, Conseiller spécial du Commissaire à la GRC et éliminer, par voie législative si nécessaire, les contraintes et barrières à un véritable travail d'équipe
 - > Donner suite à la recommandation de Madame Jérôme-Forget, Ministre des Finances du Québec, de créer un tribunal pancanadien qui aurait juridiction sur les décisions des commissions des valeurs mobilières (y compris l'AMF) et des organismes d'autoréglementation qui impliquent une sanction contre une personne. Un tel tribunal contribuerait à :
 - renforcer le régime harmonisé de réglementation des valeurs mobilières
 - favoriser une interprétation plus uniforme du droit applicable