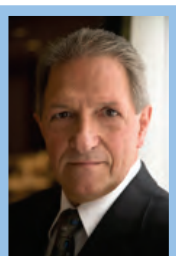


# COMMISSIONS DES VALEURS MOBILIÈRES : ORGANISME UNIQUE OU DÉCENTRALISATION?

Au Canada, la réglementation du commerce des valeurs mobilières et des activités connexes relève de treize organismes provinciaux et territoriaux distincts, généralement appelés « commissions des valeurs mobilières ». Le gouvernement fédéral et le gouvernement ontarien soutiennent qu'il faut les remplacer par un organisme national (ou interprovincial) unique. Les autres gouvernements provinciaux et territoriaux s'y opposent et ont, depuis 2004, mis en branle un processus de reconnaissance mutuelle, appelé « régime de passeport ».



Cette Note économique a été préparée par **Marcel Boyer**, vice-président et économiste en chef de l'IEDM et titulaire de la chaire Bell Canada en économie industrielle de l'Université de Montréal.

En vertu de ce régime, une entreprise canadienne, même si elle exerce des activités dans plusieurs provinces, n'est réglementée que par une « autorité principale », qui est généralement celle de la province où se trouve son siège social. La Phase I du régime est entrée en vigueur en septembre 2005. La Phase II, qui sera achevée en 2008, étend les exigences réglementaires qui ne seront soumises qu'à la seule autorité principale<sup>1</sup>. Parallèlement à ce processus, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, association des treize organismes de réglementation, travaillent depuis plusieurs années à l'harmonisation de la réglementation.

Cette Note économique présente les arguments économiques appuyant chacune des positions : ceux des partisans d'un organisme unique et ceux des tenants de la décentralisation.

## La réglementation des valeurs mobilières

Il convient d'abord d'examiner la nature et les justifications de la réglementation particulière qui touche ce domaine d'activité. Les commissions des valeurs mobilières régissent d'une part l'émission de titres financiers (quand les émetteurs ne sont pas des administrations publiques), l'information diffusée par les émetteurs au moment de l'émission et, par la suite, certains aspects des transactions sur les

titres. D'autre part, elles réglementent les intermédiaires et conseillers financiers concernés (notamment les courtiers). La Figure 1 montre les dépenses annuelles des quatre principales commissions des valeurs mobilières au Canada.

Les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières consistent à protéger les investisseurs et à favoriser l'efficacité des marchés financiers, de même que l'équité et l'intégrité de ces marchés. On justifie la réglementation par le fait que l'information est asymétrique sur les marchés financiers : les émetteurs disposent d'informations qu'ils pourraient facilement cacher aux investisseurs. Surtout en ce qui concerne les valeurs cotées en Bourse, il importe de garantir aux investisseurs qu'une quantité adéquate d'information

leur est disponible et accessible et que cette information est exacte. Autrement, les investisseurs seraient incapables de prendre des décisions éclairées et perdraient confiance dans les marchés financiers, réduisant d'autant l'efficacité de ces marchés<sup>2</sup>.

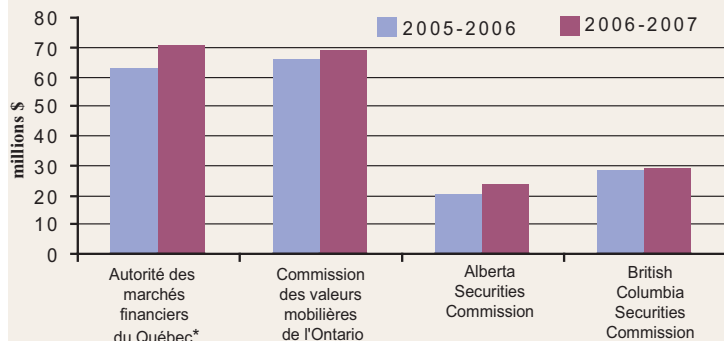
Ces arguments ne sont pas unanimement acceptés par les économistes. La Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis, créée en 1934 et qui sert de modèle aux organismes de réglementation des valeurs mobilières, a fait l'objet de nombreuses critiques comme, d'ailleurs, la loi Sarbanes-Oxley qu'elle administre également depuis 2002 et qui a beaucoup alourdi



1. Dans le système qui prévaudra, il deviendra impossible pour une province de remettre en question ce qui a été décidé dans une autre province. L'Ontario n'accepte pas le passeport, mais les autres provinces respecteront ses décisions comme si cette province y adhérait.  
2. Voir Gordon Boissonneault, « La relation entre les marchés de capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada », dans Comité des personnes averties, *Monographies*, 2003, p. 70 et suiv.

FIGURE 1

## Dépenses annuelles des principales commissions des valeurs mobilières au Canada



\* L'Autorité des marchés financiers assume quelques fonctions de réglementation non comprises dans les fonctions typiques d'une commission des valeurs mobilières.

Sources : Rapports annuels des organismes.

la réglementation. Certaines entreprises pourraient vouloir éviter la cotation sur le marché américain, au profit du marché de Londres<sup>3</sup>. Certains soutiennent que les nouveaux risques juridiques créés par l'alourdissement de la réglementation, de concert avec les pénalités accrues pour non-conformité et les risques d'erreur dans l'application de la loi, peuvent chasser les dirigeants les plus soucieux du respect de la loi et exercer un effet d'antisélection en faveur des dirigeants moins stricts, augmentant ainsi les risques de fraude<sup>4</sup>.

De plus, les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières sont souvent mal définis ou contradictoires (par exemple, la protection des investisseurs vis-à-vis de la flexibilité nécessaire à l'efficacité du marché<sup>5</sup>). Si la réglementation avait pour but d'informer les investisseurs, elle n'aurait pas besoin d'imposer des normes obligatoires à tous les émetteurs; il suffirait que les investisseurs sachent qui est réglementé et qui ne l'est pas. Enfin, les Bourses étaient traditionnellement des associations privées qui offraient, sans intervention étatique, la réglementation demandée par le marché<sup>6</sup>. Pour certains, la concurrence entre les Bourses et leur conversion en sociétés par actions ont amené plusieurs d'entre elles à renoncer à leur rôle et à leur capital de réputation au profit de la maximisation des revenus<sup>7</sup>.

## Les arguments pour un organisme unique

Si l'on admet la nécessité de réglementer les valeurs mobilières, plusieurs arguments appuient le projet d'un organisme unique. Seul un contrôleur unique, jouissant de moyens importants, peut assurer l'uniformité des normes et de leur mise en application. Comme le précisait déjà un avant-projet fédéral de 1979, « le marché financier au Canada est pancanadien de nature », et la réglementation doit être interprovinciale, voire internationale<sup>8</sup>. Le gouvernement libéral du milieu des années 1990 et le gouvernement conservateur aujourd'hui s'entendent du reste sur la nécessité d'un organisme national unique.

Le projet a été récemment défendu par deux rapports gouvernementaux : le rapport du Comité des personnes averties (CPA), créé par le gouvernement fédéral en 2003<sup>9</sup>, et le rapport du Groupe Crawford, créé par le gouvernement de l'Ontario en 2005<sup>10</sup>.

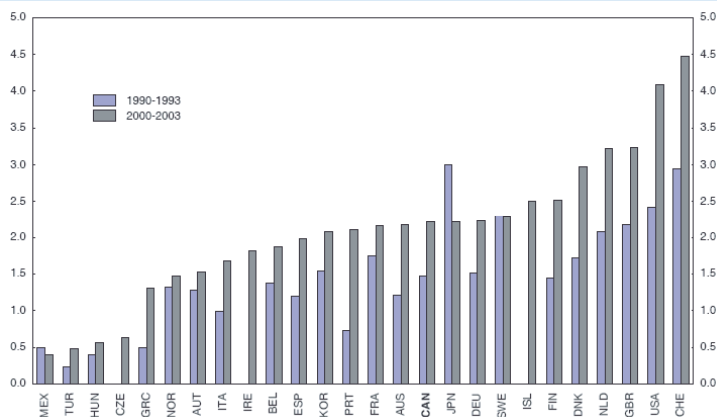
Les treize commissions des valeurs mobilières fonctionnent en vertu de lois différentes, imposent des normes et exigences différentes, et les font appliquer de manière différente. Une entreprise qui souhaite faire appel à l'épargne publique dans plus d'une province doit obtenir les autorisations nécessaires dans toutes ces provinces. Il en résulte, sur le marché financier canadien, des inefficacités qui minent la confiance des investisseurs, entraînent des coûts de conformité élevés et augmentent le coût du capital. Le Comité des personnes averties résume la situation comme suit : « L'application des lois au Canada est incohérente et la protection des investisseurs, insuffisante. L'élaboration des politiques se caractérise par des compromis et des retards. Le Canada ne peut pas réagir aussi efficacement ou innover aussi rapidement qu'il le devrait dans un marché mondial en pleine évolution. Le régime est trop coûteux et inefficace, et fait double emploi. Le fardeau de la réglementation nuit à la formation de capitaux. La complexité de la réglementation mine la compétitivité internationale du Canada »<sup>11</sup>.

*Les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières consistent à protéger les investisseurs et à favoriser l'efficacité des marchés financiers.*

3. Anna Fifield, « Tough Rules for Business Now 'Disturb' Greenspan », *Financial Post*, 13 avril 2006, p. FP-3. Voir également Larry E. Ribstein, « Cross-Listing and Regulatory Competition », *Review of Law and Economics*, vol. 1 (2005), no 1, p. 128. Cette fuite vers l'Alternative Investment Market de Londres ne fait pas l'unanimité; voir Craig Doidge, George A. Karolyi et René M. Stulz, « Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time », Fisher College of Business Working Paper No. 2007-03-012.
4. Craig S. Lerner et Moin A. Yahya, « "Left Behind" after Sarbanes-Oxley », *Regulation*, vol. 30, no 3 (automne 2007), p. 44-49.
5. A. Douglas Harris, *Un symposium sur la réglementation canadienne des valeurs mobilières : harmonisation ou nationalisation?*, Capital Markets Institute et Fondation canadienne pour la formation des investisseurs, 2002, p. 53-54.
6. Ribstein, *op. cit.*, note 3, p. 123-124. Voir également Roberta Romano, « A Market Approach to Securities Regulation », *Yale Law Journal*, vol. 107, no 8 (juin 1998), p. 2399.
7. A. Douglas Harris, « The Impact of Hot Issue Markets and Noise Traders on Stock Exchange Listing Standards », *University of Toronto Law Review*, vol. 56, no 3 (été 2006), p. 223-280.
8. Cité par Harris, *op. cit.*, note 5, p. 24.
9. Comité des personnes averties (CPA), *C'est le temps d'agir*, Ministère des Finances du Canada, 2003.
10. Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières, Document définitif*, s. 1, 2006.
11. CPA, *op. cit.*, note 9, p. viii.

FIGURE 2

Prêts au secteur privé et capitalisation des marchés de titres dans les pays de l'OCDE



Source : OCDE, *Études économiques de l'OCDE – Canada*, 2006, p. 74.

Sans un organisme national de réglementation, on ne peut établir le nécessaire « équilibre délicat entre la garantie de marchés financiers efficaces pour les émetteurs et le maintien d'une protection adéquate pour les investisseurs »<sup>12</sup>.

De plus, l'administration de la structure actuelle coûte cher. Un organisme unique bénéficierait d'économies d'échelle. Un consultant du CPA estime qu'en 2002, 36,5 % du budget de fonctionnement des organismes de réglementation provinciaux, qui atteignait alors 127,8 millions \$, auraient pu être épargnés par une structure unique<sup>13</sup>.

Le contrôle des valeurs mobilières est plus strict et mieux respecté aux États-Unis, où la Securities and Exchange Commission (SEC) régit l'ensemble du marché, même si des commissions distinctes coexistent au niveau des États. Il est difficile, au Canada, de développer rapidement de nouveaux règlements du genre de la loi Sarbanes-Oxley américaine<sup>14</sup>. Or, certains sont d'avis que c'est grâce à leur réglementation sévère que les marchés financiers américains attirent des émetteurs de tous les pays<sup>15</sup>.

*Le Canada est le seul pays industrialisé à ne pas disposer d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières.*

Le Canada est le seul pays industrialisé à ne pas disposer d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières, et l'OCDE affirme, à propos de notre pays, que « La réglementation des valeurs mobilières reste déficiente »<sup>16</sup>. Quant aux arguments concernant les avantages de la concurrence entre organismes de réglementation, certains intervenants croient plutôt qu'elle met en danger la qualité de la réglementation, entre autres par un nivellement vers le bas<sup>17</sup>. Bien que sous le régime de passeport proposé par les provinces, chaque entreprise ne serait réglementée que par une autorité (celle de sa province), les normes et conditions resteraient différentes.

Les arguments pour la décentralisation et la concurrence

L'argument contraire soutient que, si la réglementation publique est nécessaire, il est préférable qu'elle soit soumise à la concurrence plutôt que confiée à un monopole. On en trouve un exemple dans le droit américain des sociétés : chacun peut choisir les règles juridiques qui lui conviennent le mieux<sup>18</sup>. Ce sont du reste les avantages de la concurrence entre administrations qui justifient en partie la liberté communale et le fédéralisme, sans compter l'existence d'États distincts dans le monde.

Les marchés de capitaux sont non seulement nationaux, mais, en vérité, internationaux. Si l'argument d'un organisme unique justifie une réglementation centralisée à l'échelle nationale, elle justifierait encore davantage un organisme unique à l'échelle internationale. Or, la concurrence génère des incitations à l'efficacité, stimule la découverte de formules réglementaires plus appropriées, respecte les conditions locales, et laisse aux entreprises une certaine liberté de choix quant à la réglementation à laquelle elles seront soumises<sup>19</sup>.

Les marchés financiers fonctionnent assez bien au Canada. La bourse de Toronto est la septième au monde<sup>20</sup>. Si on ajoute les prêts au secteur privé (voir Figure 2), le Canada passe au onzième rang, mais ce secteur ne relève pas de la réglementation des valeurs mobilières. Selon un indice de la qualité de la réglementation des valeurs mobilières, le Canada arrive au deuxième rang après la Nouvelle-Zélande et avant la Norvège et

12. *Ibid.*, p. 4.

13. Charles River Associates, « L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada », dans *Monographies*, p. 557.

14. La récente décision du gouvernement du Québec de modifier la *Loi sur les valeurs mobilières* pour permettre « à un investisseur d'intenter une action en dommages-intérêts lorsqu'un émetteur publie une information fautive ou trompeuse » et ce, pour assurer une harmonisation avec la loi ontarienne vient plus d'un an après que ce droit ait été accordé en Ontario (*Le Devoir*, 13 novembre 2007, p. B4). Ce délai peut paraître normal ou trop long selon le point de vue de l'analyste.

15. Ribstein, *op. cit.*, note 3, p. 97-148.

16. OCDE, *Études économiques de l'OCDE – Canada*, 2006.

17. Le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario aurait déclaré : « Je crois que la concurrence réglementaire est dégradante pour un organisme de réglementation qui a le mandat de protéger l'intérêt public. Bref, je crois que ce n'est pas quelque chose dont nous devrions parler ni même à quoi nous devons penser » (Richard Blackwell, « Regulatory Reform a "Political" Task », *Globe and Mail*, 9 mars 2002, p. B3).

18. Roberta Romano, *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?*, Social Science Research Network, mars 2005. Voir également Ribstein, *op. cit.*, note 3.

19. Harris, *op. cit.*, note 5, notamment p. 78 et suiv.

20. Ralph Simmonds et Ray da Silva Rosa, « L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie », dans *Monographies*, 1983, p. 195.

les États-Unis<sup>21</sup>. Rien n'indique que les investisseurs manquent réellement de confiance envers les marchés financiers canadiens. Selon une étude du CIRANO, « La majorité des arguments avancés pour appuyer cette thèse de l'inefficacité de la réglementation des valeurs mobilières sont peu développés sur le plan de la théorie de la réglementation ainsi que sur celle de la finance, et ne reposent généralement que sur des affirmations »<sup>22</sup>.

Une étude commanditée par le CPA calcule que la commission des valeurs mobilières unique créée en Australie a, au cours de son premier exercice (1991-1992), dépensé 68 % de plus que les organismes qu'elle remplaçait<sup>23</sup>. Selon les chercheurs du CIRANO, les « coûts directs de réglementation par million de capitalisation sont de 145,8 \$ au Canada, de 293,1 \$ en Australie et de 141,9 \$ aux États-Unis, si on ne tient pas compte de la réglementation des États ». Or, ajoutent les chercheurs, « à lui seul, le Texas a levé en 2002 des frais et droits de 163 millions \$ canadiens, ce qui est supérieur aux revenus de toutes les commissions canadiennes »<sup>24</sup>. Il est donc loin d'être certain qu'un organisme canadien unique coûterait moins cher. Par ailleurs, les coûts d'émission sont sensiblement inférieurs au Canada qu'ils le sont aux États-Unis, à taille égale. Il ne semble pas non plus avéré que des différences significatives existent entre le coût du capital dans les deux pays.

De plus, le risque de surréglementation est plus grand avec un monopole réglementaire qui jouit d'une clientèle captive<sup>25</sup>. Ce monopole pourrait de plus être dirigé par les quelques acteurs qui concentrent déjà l'essentiel de l'activité bancaire et de valeurs mobilières, y compris les Bourses.

On s'attend à ce que la concurrence mène à l'harmonisation dans la mesure où le marché la demande<sup>26</sup>. Si la décentralisation crée des

entraves indésirables au libre-échange, le principe de la reconnaissance mutuelle, déjà adopté dans l'Union européenne, présente l'avantage de promouvoir une concurrence bénéfique et de donner un coup de pouce à l'harmonisation. C'est un système de ce genre que les gouvernements provinciaux (à l'exception de celui de l'Ontario) sont en train de mettre sur pied. En fait, plusieurs des problèmes mentionnés par les rapports gouvernementaux sont en voie de résolution. L'OCDE admet que « Des progrès ont été réalisés sur l'harmonisation des normes »<sup>27</sup>.

Les partisans d'un monopole réglementaire nous mettent en garde contre le nivellement par le bas. Les partisans de la concurrence réglementaire pensent que la concurrence favorise plutôt une course au sommet, en particulier dans un domaine tel celui des valeurs mobilières où le degré d'expertise des participants est relativement élevé, c'est-à-dire que ceux-ci connaissent d'avance les risques encourus d'après les règles en vigueur.

*La concurrence génère des incitations à l'efficacité et laisse aux entreprises une certaine liberté de choix quant à la réglementation à laquelle elles seront soumises.*

## Conclusion

Quel système permet le mieux aux investisseurs et aux émetteurs (et, derrière eux, aux consommateurs) d'exprimer leurs préférences, de les réconcilier et de les mettre en équilibre le plus efficacement et au moindre coût? Entre le monopole et la concurrence réglementaires, quel processus permet de découvrir la réglementation la plus efficace?

En définitive, toute la question est de savoir si l'équilibre délicat entre la garantie de marchés financiers efficaces pour les émetteurs et le maintien d'une protection adéquate pour les investisseurs est mieux assuré au Canada par des institutions et processus centralisés ou décentralisés.



Institut économique de Montréal  
6708, rue Saint-Hubert  
Montréal (Québec)  
Canada H2S 2M6  
Téléphone (514) 273-0969  
Télécopieur (514) 273-2581  
Site Web [www.iedm.org](http://www.iedm.org)

L'Institut économique de Montréal (IEDM) est un institut de recherche et d'éducation indépendant, non partisan et sans but lucratif. Il œuvre à la promotion de l'approche économique dans l'étude des politiques publiques.

Fruit de l'initiative commune d'entrepreneurs, d'universitaires et d'économistes, l'IEDM n'accepte aucun financement public.

Abonnement annuel aux publications de l'Institut économique de Montréal : 125,00 \$.

Présidente du conseil :  
HÉLÈNE DESMARAIS

Président :  
PAUL DANIEL MULLER

Vice-président et économiste en chef :  
MARCEL BOYER

Les opinions émises dans cette publication ne représentent pas nécessairement celles de l'Institut économique de Montréal ou des membres de son conseil d'administration.

La présente publication n'implique aucunement que l'Institut économique de Montréal ou des membres de son conseil d'administration souhaitent l'adoption ou le rejet d'un projet de loi, quel qu'il soit.

Reproduction autorisée à des fins éducatives et non commerciales à condition de mentionner la source.

Institut économique de Montréal  
© 2008

Imprimé au Canada

Illustration :  
Benoit Lafond

Infographie :  
Valna inc.

21. OCDE, *Economic Policy Reforms: Going for Growth*, 2006, p. 125-126. Voir également Luzi Hail et Christian Leuz, « International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? », *Journal of Accounting Research*, vol. 44, no 3 (juin 2006), p. 485-531.

22. Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier, *Enjeux et défis de la réglementation canadienne des valeurs mobilières*, CIRANO, 2003, p. 5.

23. Ralph Simmonds et Ray da Silva Rosa, *op. cit.*, note 20, p. 184.

24. Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier, *op. cit.*, note 22, p. 12.

25. Harris, *op. cit.*, note 5, p. 78.

26. La réglementation a été très largement uniformisée au Canada (un projet d'uniformisation a débuté en 2002) et on estime actuellement que plus de 95 % des éléments sont les mêmes.

27. OCDE, *op. cit.*, note 16, p. 51.