

Améliorer la compétitivité canadienne en réformant la réglementation des valeurs mobilières au Canada

Mémoire de l'Association des banquiers
canadiens présenté au Groupe d'experts sur
la réglementation des valeurs mobilières

Le 15 juillet 2008



L'Association des banquiers canadiens (ABC), qui représente les 51 banques à charte du Canada, les filiales et les succursales de banques étrangères y exerçant des activités et leurs 257 000 employés, apprécie d'avoir l'occasion de faire connaître son point de vue au Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières. Comme nous le soulignons ci-après, la réforme de la structure des marchés des capitaux du Canada et de l'approche visant à en assurer la surveillance est d'une importance cruciale pour la compétitivité de notre économie.

La structure de la réglementation des valeurs mobilières fait l'objet de fréquents débats au Canada depuis plusieurs décennies. La fréquence de ces débats ainsi que le volume des études et des initiatives se sont clairement accélérées dans le nouveau millénaire. Depuis 2003, nous avons eu le Comité de personnes averties, le Projet interprovincial de réforme du régime de réglementation des valeurs mobilières, le Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada, le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et, présentement, le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières. Deux de ces initiatives ont été établies par le gouvernement fédéral, deux par les gouvernements provinciaux et une par l'industrie. De plus, la GRC a commandé un rapport sur les travaux de son Équipe intégrée de la police des marchés financiers (EIPMF), et la Colombie-Britannique a déposé un avant-projet de loi visant à réviser en profondeur la réglementation des marchés des valeurs mobilières, en passant à une approche axée sur des principes en matière de réglementation.

Traditionnellement, ces questions étaient examinées dans le contexte du fonctionnement et de la réglementation des différents aspects des marchés des valeurs mobilières. Bien qu'utile, cette approche était trop étroite lorsqu'il s'agissait de justifier une réforme. Il peut être plus approprié d'examiner ces questions dans un contexte plus large, envisageant la réforme du régime de réglementation des valeurs mobilières comme l'un des nombreux facteurs contribuant à accroître l'efficacité et la productivité de l'économie en général, et à améliorer ainsi notre compétitivité internationale.

Le contexte général – Améliorer la compétitivité mondiale

La compétitivité mondiale exige que nous utilisions nos ressources – qu'il s'agisse de la main-d'œuvre, des capitaux, des compétences en gestion, etc. – le plus efficacement possible. Toutefois, le Canada est ralenti à cet égard par une foule d'obstacles internes à la circulation des biens, des services, des gens et des capitaux. Ces obstacles signifient que la production au Canada n'est pas aussi efficace qu'elle pourrait l'être. Un pour cent de la population du Canada traverse les frontières provinciales chaque année. Le commerce interprovincial de biens et de services équivaut à 20 % du PIB national, et environ 9 % de cette proportion représente le commerce dans les services financiers. Plus de 90 % des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) mobilisent des fonds dans plus d'une province. Bon nombre de ces transactions sont moins efficaces et plus coûteuses en raison des obstacles internes du Canada.

Rôle du secteur des services financiers et réglementation des valeurs mobilières

Un peu partout dans le monde, des organismes de réglementation et des législateurs examinent des moyens d'améliorer la compétitivité de leur secteur des services financiers. Ce faisant, ils accroissent la compétitivité de leur économie dans l'ensemble, parce que le secteur financier constitue une part importante et croissante

des économies modernes. Le secteur financier est en soi une part importante (et croissante) de l'économie et, en facilitant le fonctionnement des secteurs des biens et des services, il est un moteur clé de la croissance économique. Aux États-Unis, le secteur financier représente 8 % du PIB et 5 % de tous les emplois. Au Royaume-Uni, il correspond à 10 % du PIB et au cinquième de tous les nouveaux emplois. L'excédant commercial du secteur financier dépasse 19 milliards de livres. Au Canada, le secteur financier constitue 6 % du PIB, en hausse par rapport à 4 % il y a 20 ans. Il représente 4 % de tous les emplois actuels.

Bien que de nombreux facteurs influent sur la compétitivité du secteur des services financiers, et sur sa capacité de soutenir la croissance économique, l'efficacité, la souplesse, la réceptivité et l'efficience du régime de réglementation constituent un élément clé (étant donné l'ampleur de la réglementation de ce secteur). De plus, en raison du rôle clé que jouent les marchés financiers dans le développement économique, il importe de mettre l'accent - en matière de réforme - sur la réglementation des valeurs mobilières. En effet, le Fonds monétaire international (FMI) a reconnu que le Canada a besoin d'une nouvelle structure de réglementation des valeurs mobilières, affirmant qu'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières permettrait au Canada de réagir plus rapidement aux événements locaux et mondiaux, de réduire les coûts pour les participants des marchés, d'abolir les manques d'efficacité créés par l'autorité limitée des provinces individuelles et de contribuer à simplifier la coordination avec les autres organismes d'application des lois¹.

De même, la récente Étude économique du Canada 2008 de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ajoute : [traduction] « Une autorité de réglementation unique permettrait l'élaboration d'une politique rationalisée, permettant au Canada de réagir plus rapidement aux événements locaux et mondiaux, et éliminerait les inefficiences inhérentes aux pouvoirs d'exécution limités des différentes agences provinciales »². De plus, le mois dernier, le Groupe d'étude sur les politiques en matière de concurrence a demandé au gouvernement fédéral de faire preuve de leadership et de mettre en œuvre un organisme de réglementation des valeurs mobilières national dans le contexte de la poursuite d'une politique publique axée sur la compétitivité³.

Dans le présent mémoire, nous examinerons comment la structure et l'approche actuelles en matière de réglementation des valeurs mobilières ajoutent à cette inefficacité, et nous suggérerons des moyens de corriger cette situation.

Efficacité réglementaire et compétitivité économique

Une réglementation inefficace et inefficente impose des coûts inutiles aux participants des marchés, mine la confiance envers les marchés qui est nécessaire pour attirer l'investissement et inhibe l'innovation par manque d'occasions et de capacité de réaction. Nous présentons ci-après un examen des différents aspects de la manière dont le régime actuel influe défavorablement sur l'efficacité, sur la confiance envers les marchés ainsi que sur la capacité du régime et des participants individuels de réagir aux occasions et aux conditions changeantes des marchés.

¹ Fonds monétaire international (FMI), *Financial System Stability Assessment*, 2008, p. 7. Disponible dans Internet à l'adresse www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr0859.pdf.

² Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *Étude économique du Canada*, 2008, p. 52 (pour l'extrait anglais seulement).

³ Groupe d'étude sur les politiques en matière de concurrence, *Foncer pour gagner*, 2008, p. 95. Disponible dans Internet à l'adresse http://www.ic.gc.ca/epic/site/cprp-gepmc.nsf/fr/h_00040f.html.

Économies d'échelle dans les marchés des capitaux du Canada

L'efficacité et la compétitivité du régime de réglementation sont proportionnellement plus importantes au Canada que dans de nombreux autres pays, surtout aux États-Unis et au Royaume-Uni. Le coût de la conformité à la réglementation se caractérise très clairement par des économies d'échelle – la réglementation impose un coût disproportionnellement élevé aux économies et aux firmes de plus petite taille. En outre, non seulement les plus petits marchés souffrent-ils d'un manque d'échelle, mais aussi d'un manque de liquidité, laquelle est nécessaire au bon fonctionnement des marchés. La réglementation ne devrait pas aggraver ces désavantages.

Selon la mesure utilisée, le marché des capitaux du Canada représente entre 2 % et 3,5 % du total mondial. La structure de la réglementation au Canada aggrave ce manque de taille relatif en réduisant encore davantage un marché déjà petit. Si le Canada était réglementé et considéré à l'échelle internationale en tant que marché unique, il se classerait derrière des pays comme les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, la France et la Chine. Notre marché national est plus grand que celui de l'Allemagne. Alors que morcelé en provinces individuelles (effet que produit notre régime actuel), le marché de l'Ontario est plus petit que celui de l'Italie, le marché de l'Alberta se situe entre celui de la Belgique et des Pays-Bas, le marché du Québec est comparable à celui du Danemark ou de la Finlande, et le marché de la Colombie-Britannique se compare à celui de l'Irlande.

De plus, la taille moyenne des firmes enregistrées au Canada est plus petite que celle des entreprises d'autres pays. La taille moyenne au Canada correspond à moins de la moitié d'une firme enregistrée au Royaume-Uni, au quart d'une firme au Japon ou en Allemagne, et à moins d'un sixième d'une firme aux États-Unis. Les firmes canadiennes sont même plus petites, en moyenne, que celles de l'Australie. Voilà précisément pourquoi l'efficacité réglementaire est importante.

Puisque la taille des firmes canadiennes est plus petite, l'inefficacité réglementaire a un impact proportionnellement plus grand sur elles. Notre structure réglementaire limite la capacité des petites et moyennes entreprises (PME) de tirer partie de la totalité du marché des capitaux du Canada, et elle leur impose des coûts élevés. En particulier, notre recherche⁴ a montré que :

- le développement et le dépôt d'appels d'offre comportent clairement des économies d'échelle. Une offre d'un million de dollars est quatre fois plus coûteuse, relativement aux capitaux mobilisés, qu'une offre de 10 millions de dollars;
- si une firme veut mobiliser des capitaux dans toutes les 13 autorités de compétence, plutôt que dans une seule, les coûts liés à la réglementation doublent, selon notre estimation, passant à 16 % du capital dans le cas d'une firme voulant mobiliser un million de dollars, et à 4 % du capital dans le cas d'une firme cherchant à mobiliser 10 millions de dollars;
- dans la pratique, ces coûts réglementaires limitent le nombre de juridictions dans lesquelles les firmes cherchent à mobiliser des capitaux.

⁴ Association des banquiers canadiens, *The impact of multiple regulators on the cost of raising capital for small and medium-sized businesses*. Disponible en anglais seulement dans Internet, à l'adresse www.cba.ca.

Une réglementation axée sur des principes : les réformes structurelles soutiennent les réformes du contenu

Les capitaux sont très mobiles, et il y a tout lieu de penser qu'ils se déplacent là où la réglementation procure un avantage concurrentiel – non pas où la réglementation est la plus faible, mais plutôt où les aspects de la réglementation permettant d'établir la confiance et d'améliorer l'innovation compensent les coûts de la conformité. Il y a consensus général sur le fait que la réglementation axée sur des principes, bien qu'il ne s'agisse pas d'une panacée, comporte manifestement plusieurs avantages par rapport à une approche reposant davantage sur des règles. La Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni, qui a établi 11 principes d'affaires définissant la relation entre les institutions réglementées et l'organisme de réglementation, est fréquemment citée comme modèle exemplaire à cet égard.

▪ Avantages de la réglementation axée sur des principes

La réglementation axée sur des principes est davantage en accord avec une approche prospective en matière de réglementation. Elle favorise le dynamisme et l'innovation, tandis que les règles semblent souvent être mises en place pour régler des préoccupations réglementaires d'hier. De plus, les principes semblent plus propices à une culture de la conformité – on peut respecter les règles à la lettre, mais non leur esprit, tandis que la conformité à des principes porte entièrement sur l'esprit de la réglementation.

Il est clairement reconnu que l'approche prescriptive en matière de réglementation fait obstacle à la compétitivité des marchés financiers. Il importe de souligner que même les dirigeants de la ville de New York - régulièrement reconnue comme l'un des deux grands centres financiers mondiaux – envisage la réglementation axée sur des principes pour soutenir son statut en matière de services financiers. Le rapport Bloomberg-Schumer de 2007, intitulé *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, a recommandé qu'une série commune de principes soit mise en œuvre pour établir des normes de réglementation exemplaire dans les marchés financiers, et fournir une meilleure orientation aux institutions financières afin qu'elles procurent aux participants des marchés des résultats plus équilibrés et plus prévisibles. Ces principes sous-tendraient une vision partagée quant à l'importance et à l'orientation du secteur financier ainsi qu'à son impact sur la compétitivité mondiale, l'innovation visant à répondre aux besoins des clients, la gestion des risques systémiques, la conduite éthique des affaires, le financement d'une économie en croissance et la création de nouveaux emplois⁵.

▪ Les difficultés de la mise en œuvre d'une réglementation axée sur des principes en matière de valeurs mobilières dans un régime de réglementation fragmenté

La poursuite, par le gouvernement fédéral, d'une approche axée sur des principes en ce qui a trait à la réglementation, comme en témoigne en partie le mandat du Groupe d'experts, offre la possibilité d'un profond changement en matière de réglementation. Bien qu'elle ne soit pas facile à mettre en place, la réglementation axée sur des principes offre la perspective d'un régime réglementaire plus souple. Malheureusement, la nature fragmentée de notre structure réglementaire pose d'importantes difficultés à l'adoption de cette avenue. Par conséquent, cette option, que de nombreux observateurs considèrent être la voix évidente vers une meilleure compétitivité, fait face à plus d'obstacles au Canada que dans d'autres pays. Plutôt que de créer un avantage canadien, notre structure de réglementation peut susciter un désavantage réglementaire par rapport à d'autres pays.

⁵ Rapport conjoint, The City of New York, Office of the Mayor- United States Senate, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, p. 104. Disponible dans Internet à l'adresse www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf.

La mise en œuvre d'un régime axé sur des principes dans le cadre de l'actuel régime fragmenté de réglementation des valeurs mobilières ferait en sorte qu'il serait difficile pour des entreprises d'exercer des activités dans de multiples juridictions, tout en bénéficiant d'une certitude réglementaire. Sous le régime de passeport, les firmes se fient uniquement à l'organisme de réglementation de leur propre juridiction pour avoir accès à de multiples juridictions, mais elles doivent être prêtes à se conformer aux règles des juridictions hôtes avec lesquelles elles n'ont aucun contact initial. Voilà qui serait problématique. Même si les principes étaient uniformes à l'échelle du pays, il est probable que leur interprétation serait différente. Les principes sont larges de par leur nature, et même s'ils sont soutenus par des règles, par du matériel d'orientation et par des communications avec le personnel, les interprétations réglementaires seront obligatoirement contradictoires. En effet, la FSA souligne qu'un élément clé pour mettre en œuvre la réglementation axée sur des principes est la communication soutenue entre l'organisme de réglementation et les entités réglementées. Ce type d'évolution continue entraînera inévitablement des différences d'une juridiction à l'autre.

En revanche, un régime réglementaire axé sur des principes dans le cadre d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières serait plus cohérent. Voilà qui est absolument nécessaire, car les participants des marchés ont besoin d'avoir un degré de confiance élevé envers les interprétations des organismes de réglementation. Des principes, tels que « traiter les clients de manière équitable », « exercer ses activités avec intégrité » et « gérer les conflits d'intérêt avec équité », sont difficiles à interpréter de manière cohérente, lorsqu'il n'existe aucune orientation générale à l'intention des organismes de réglementation.

Libre-échange des valeurs mobilières

Les Canadiens augmentent leur demande de titres étrangers. En effet, en 2006, les investisseurs canadiens détenaient 737,7 milliards de dollars en titres étrangers, ce qui représente une hausse de près de 77 % par rapport à 2003.

Le libre-échange des valeurs mobilières avec d'autres juridictions clés permettrait aux Canadiens d'acquérir ces titres de manière efficiente et efficace. Ils auraient un accès direct aux marchés étrangers et aux courtiers étrangers. Voilà qui augmenterait la disponibilité de l'information sur les occasions d'investissement étranger, favoriserait une diversification accrue et un plus grand choix d'investissement, réduirait les coûts de négociation et de transaction par l'intégration de la technologie, et augmenterait la coordination en matière de surveillance parmi les organismes de réglementation. Le libre-échange des valeurs mobilières contribue aussi à surmonter certains obstacles à l'atteinte d'objectifs de politique publique, comme fournir plus d'options d'investissement étranger aux Canadiens qui épargnent au moyen de véhicules d'investissement exonérés d'impôt.

Sur cette toile de fond, le gouvernement fédéral s'est engagé à promouvoir le libre-échange des valeurs mobilières de façon bilatérale avec les États-Unis et le G-7. De même, la Securities and Exchange Commission (SEC), aux États-Unis, a conclu des accords de reconnaissance mutuelle internationaux. L'an dernier, la SEC a tenu une table ronde sur la reconnaissance mutuelle. De plus, en mars de cette année, la SEC a déclaré qu'elle explorerait des occasions de mener des évaluations de comparabilité avec d'autres

juridictions, ce qui se traduira par un processus formel favorisant l'engagement sur la base de la reconnaissance mutuelle.

Le régime actuel de réglementation des valeurs mobilières du Canada rend plus difficile la négociation d'accords de libre-échange des valeurs mobilières solides et complets. Voilà qui se reflète dans la décision de la SEC d'annoncer des discussions formelles avec l'Australian Securities and Investment Commission (ASIC) avant ses homologues canadiens, malgré le fait que le Canada ait des liens beaucoup plus étroits avec les États-Unis par le biais du commerce, de l'investissement, de l'immigration et d'accords formels (ALENA, régime d'information multinational). Il ne fait aucun doute qu'il existe une demande de la part des investisseurs canadiens à l'égard des titres américains, puisque 52 % de la valeur totale des titres étrangers détenus par des Canadiens concernent des titres américains totalisant 380 milliards de dollars.

Le communiqué de presse du 29 mai, entre la SEC et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), faisant état de travaux sur un processus qui orienterait les discussions sur l'établissement d'un régime de reconnaissance mutuelle entre le Canada et les États-Unis, est le bienvenu. Il indique que le Canada est toujours dans la course en ce qui a trait à un tel accord. Par ailleurs, il y a de nombreux risques qui ne peuvent être ignorés ainsi que des obstacles à surmonter.

- La SEC adopte une approche à deux volets en matière d'accords de reconnaissance mutuelle, concluant des accords initiaux avec des organismes de réglementation nationaux sélectionnés, tout en ne développant qu'un cadre de discussions avec de multiples juridictions de réglementation des valeurs mobilières.
- Le Canada est encore loin d'un accord de reconnaissance mutuelle – cette annonce fait simplement référence à un accord visant à développer un processus de discussion.
- Tout accord éventuel reposera sur une évaluation de la comparabilité des régimes de réglementation des deux pays.
- Comme ces accords seraient bilatéraux, il est possible que leur portée et leur envergure varient d'un pays à l'autre.

L'ABC est fermement en faveur du libre-échange des valeurs mobilières et encourage les gouvernements et les organismes de réglementation à veiller à la réussite de ces négociations. Nous voulons aussi nous assurer que tout accord de reconnaissance mutuelle soit aussi vaste et solide que possible, et que la structure actuelle de la réglementation n'entrave pas la réalisation d'un tel accord.

Mise en application de la législation des valeurs mobilières

Un élément clé qui sera pris en considération au moment de comparer le Canada et les États-Unis est l'efficacité de la mise en application de la législation des valeurs mobilières. La réglementation des valeurs mobilières devrait être assortie de programmes de mise en application et de conformité équitables, vigoureux et en temps opportun, afin d'assurer la confiance des investisseurs envers les marchés financiers. En l'absence d'une telle confiance, les investisseurs exigeront une prime de risque, ce qui augmentera le coût des capitaux.

De nombreux observateurs ont remis en question l'efficacité de la mise en application de la législation des valeurs mobilières au Canada, suggérant qu'elle est lente, que les organismes de réglementation ont négligé

un certain nombre de cas délicats et que les ressources affectées à la mise en application de la loi sont insuffisantes. Ces préoccupations sont souvent liées au régime de réglementation fragmenté du Canada. Une étude menée en 2006 par Cory-Pilkington a observé ce qui suit : [traduction] « À moins que la mise en application de la loi soit perçue comme étant efficace, sa valeur dissuasive est minée. En fait, les perceptions de l'efficacité d'un régime de mise en application de la loi sont souvent aussi importantes que la réalité »⁶.

Plus récemment, Nick LePan, dans son rapport au Commissaire de la GRC, a indiqué ce qui suit :

L'atteinte d'un consensus peut s'avérer un processus long et difficile en raison de la présence de multiples organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières au Canada. Il a notamment fallu beaucoup de temps pour choisir une approche en matière de partage de l'information entre les organismes de réglementation et les autorités policières au Canada, et entre les autorités canadiennes et leurs partenaires internationaux. Ce problème n'est pas entièrement résolu. Le Canada n'avait pas adopté une position uniforme vis-à-vis de ses partenaires internationaux. Rappelons que différents organismes provinciaux de réglementation interprètent différemment les décisions des tribunaux, ce qui a nui au processus concerté avec la GRC de création d'unités mixtes de renseignements en valeurs mobilières dans certaines provinces, alors que dans d'autres provinces, ces unités ont été mises sur pied avec succès⁷.

La mise en application de la législation des valeurs mobilières par une réglementation locale comporte des lacunes, comparativement à une approche nationale : elle a tendance à ne pas recevoir l'expertise et les ressources nécessaires, et n'est pas prioritaire. Les organismes de mise en application de la loi provinciaux et locaux établissent leurs propres priorités et peuvent ne pas faire de la protection des investisseurs, ainsi que des enquêtes et des poursuites relatives aux infractions touchant les valeurs mobilières, une priorité. De nombreux organismes de réglementation provinciaux et la plupart des autorités de mise en application de la loi locales manquent d'expertise en matière d'enquêtes et de poursuites relatives aux infractions touchant les valeurs mobilières, et ont peu d'occasions d'acquérir cette expertise. De plus, les enquêtes et les poursuites formelles, lorsqu'elles sont entreprises par des organismes de mise en application de la loi provinciaux et locaux, ne traversent pas, en général, les frontières provinciales.

Le régime de passeport : insuffisant il y a cinq ans, tout comme aujourd'hui

Bien que le régime de passeport soit présenté comme étant un « organisme de réglementation unique virtuel », parce qu'il vise à fournir un accès unique à de multiples juridictions relativement à de nombreux aspects de la réglementation des valeurs mobilières (mais pas à tous, soulignons-le), il ne répond toujours pas aux attentes à de nombreux égards. Il ne permet pas de réaliser, et en fait ne peut pas réaliser, les réformes nécessaires pour faire face à l'environnement économique et financier actuel.

⁶ L'honorable Peter de C. Cory, C.C. & Marilyn L. Pilkington, *Critical Issues in Enforcement*, commandé par le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, disponible dans Internet à l'adresse [www.tfmsl.ca/docs/V6\(4\)%20CoryPilkington.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/V6(4)%20CoryPilkington.pdf), p. 191.

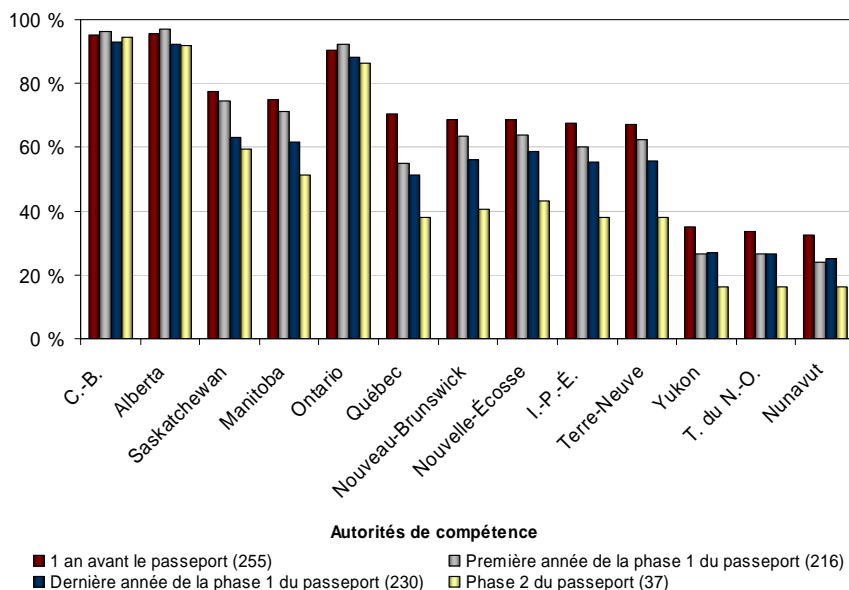
⁷ Nick LePan, *Rapport au Commissaire sur la façon d'améliorer les équipes intégrées de la police des marchés financiers pour une répression efficace de la criminalité des marchés financiers*. Disponible dans Internet à l'adresse www.rcmp-grc.gc.ca/imets/report_lepan2007_f.htm, chapitre 6.

Le régime de passeport ne crée pas un marché unique pour les investisseurs

L'ABC a souligné ci-dessus que le régime existant fait en sorte qu'il est coûteux pour les PME de mobiliser des capitaux. Il est également contre-productif pour les investisseurs, qui font face à des limites relativement à leurs options d'investissement dans notre régime de réglementation. Il s'agit d'un véritable handicap pour les investisseurs canadiens, qui se fient de plus en plus sur leurs placements personnels pour épargner en vue de la retraite. Nous avons examiné les données des PAPE disponibles sur le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR), afin d'évaluer quel est le type d'occasions d'investissement à la portée des Canadiens du pays, et si le régime de passeport a accru leurs options. Celles des investisseurs des plus petites provinces n'ont pas augmenté, et ont en fait diminué quelque peu depuis la mise en œuvre du régime de passeport.

- Malgré l'accès unique que permet le régime de passeport, les investisseurs particuliers à l'extérieur de la Colombie-Britannique, de l'Alberta et de l'Ontario continuent d'être limités en ce qui a trait à l'accès aux PAPE. Dans l'année précédant la mise en œuvre du régime de passeport, les investisseurs particuliers de la Colombie-Britannique, de l'Alberta et de l'Ontario ont pu participer à plus de 90 % des PAPE. Les investisseurs particuliers des autres provinces ont pu participer à entre 67 % et 77 %, tandis que les investisseurs particuliers des Territoires n'ont pu participer qu'au tiers des PAPE. Avec le temps, les options n'ont pas augmenté, mais ont progressivement diminué. Au cours des trois premiers mois de la phase 2 du régime de passeport, des indications préliminaires reposant sur un petit échantillon révèlent que les investisseurs particuliers des plus petites provinces ont pu participer à entre 38 % et 60 % des PAPE, et que les investisseurs des Territoires ont participé à 16 % des PAPE.

Répartition des premiers appels publics à l'épargne
(par province / territoire)⁸



⁸ Les données ont été obtenues par l'examen des prospectus finaux détaillés de tous les PAPE ainsi que des reçus finaux connexes émis par les diverses commissions des valeurs mobilières et déposés dans le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR). Cet examen a été effectué à quatre périodes différentes, en utilisant le 19 septembre 2005 comme premier jour de la phase 1 du régime de passeport, et le 17 mars 2008 comme premier jour de la phase 2 du régime de passeport. Le nombre de PAPE examiné par période est représenté par (n).

Le régime de passeport n'élimine pas l'incertitude

Une façon de tester les allégations des protagonistes du régime de passeport consisterait à se demander si les émetteurs et les courtiers attirés qui exercent des activités dans tout le Canada peuvent se fier, en toute confiance, uniquement aux connaissances, à l'expertise et aux conseils de l'organisme de réglementation principal, en étant restreint aux lois et aux règles de leur juridiction principale, lorsqu'ils déposent des notices d'offre, des demandes d'inscription, de l'information continue et des demandes de dispense. Le Canada allie-t-il vraiment le meilleur des deux mondes, en offrant la simplicité et l'homogénéité d'un organisme de réglementation national unique, tout en respectant l'autonomie locale de chaque juridiction? Il est clair que la réponse est non. Sous le régime actuel, la réalité est la suivante : **toutes** les règles locales doivent être respectées, qu'il s'agisse des règles de la juridiction de l'organisme de réglementation principal ou des autres juridictions.

Le régime de passeport ne permet pas de réagir rapidement, ni de garantir l'harmonisation

La difficulté de coordonner 13 juridictions différentes dans un régime de passeport entraîne un ralentissement de la prise de décision et de la mise en œuvre, et implante un manque d'harmonisation dans le régime de réglementation.

▪ **Lenteur**

Sous le régime de passeport, la réforme s'effectue de façon fragmentaire et peut être retardée par des élections, un changement de gouvernement, les calendriers législatifs et des priorités divergentes. Le processus par lequel le régime de passeport a été mis en place reflète cette lenteur. Dans le Plan d'action⁹ qui accompagnait le Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières, on s'engageait à terminer l'élaboration et l'adoption de lois sur les valeurs mobilières hautement harmonisées avant le 31 décembre 2006. Le 19 juin 2008 – plus de trois ans après les premiers amendements apportés par la Nouvelle-Écosse à la législation des valeurs mobilières et environ 18 mois après l'objectif, les Territoires du Nord-Ouest ont été la première juridiction à adopter la législation requise.

De même, l'adoption des lois sur le transfert des valeurs mobilières – visant à réduire les coûts et les risques liés au système de compensation des valeurs mobilières – promet d'être tout aussi fastidieuse. L'Ontario fut la première à adopter une législation en décembre 2005, suivi de l'Alberta en avril 2006. Bien que d'autres provinces aient emboîté le pas, le Conseil reconnaît que les autres juridictions devraient présenter des projets de loi semblables en 2009¹⁰. Voilà ce que promet le régime actuel.

▪ **Manque d'harmonisation**

Les défis présentés par le régime de passeport sont manifestes, à l'examen des récentes réformes proposées au règlement NI 31-103 (Obligations d'inscription) et au règlement NI 45-106 (Dispenses de prospectus et d'inscription). Malgré les Instruments nationaux, la fragmentation soutenue de la réglementation est source de complexité et de confusion qui peuvent miner la compréhension des

⁹ Conseil des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières, *Projet provincial-territorial de réglementation des valeurs mobilières : Plan d'action visant à améliorer le cadre réglementaire des valeurs mobilières au Canada*. Disponible dans Internet à l'adresse www.valeursmobilières.org/2004_0930_action_plan_francais.pdf, p. 6.

¹⁰ Conseil provincial-territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières (le Conseil), *Rapport d'étape de fin d'exercice*, de janvier 2007 à décembre 2007. Disponible dans Internet à l'adresse www.valeursmobilières.org/2008_0122_progress_report_francais.pdf, p. 4.

participants des marchés et leur conformité aux exigences applicables dans chaque juridiction. À l'heure actuelle, il y a des sections des Instruments nationaux proposés qui ne seront pas appliquées à l'échelle nationale, car il existe une foule de méthodes de mise en œuvre, de dispenses et de restrictions reposant sur la juridiction, notamment :

- incertitude entourant la possibilité que les juridictions adoptent et administrent l'Instrument de différentes façons;
- mise en œuvre de différents déclencheurs, reposant sur le commerce ou les affaires et favorisant l'inscription des courtiers; de plus, incertitude entourant les facteurs pris en compte pour interpréter les déclencheurs commerciaux;
- manque de clarté quant à l'application des exigences concernant les courtiers, les conseillers et les gestionnaires de fonds d'investissement, aux institutions financières de régie fédérale à l'extérieur de l'Ontario;
- manque d'harmonisation relativement au régime d'inscription applicable à la dette à court terme;
- normes différentes permises quant à l'inscription des courtiers des marchés dispensés;
- maintien de limites quant au nombre de clients à l'extérieur de la province que les courtiers et les représentants peuvent desservir;
- mise en œuvre d'exigences différentes en matière de procédures de règlement des plaintes, et incertitude entourant l'autorité de réglementation des valeurs mobilières à laquelle les courtiers attitrés sont tenus de se rapporter;
- exigences différentes permises en matière d'inscription dans le cas des sous-conseillers;
- exigences différentes relativement aux prospectus en ce qui a trait aux notices d'offre.

Malgré le désir d'une harmonisation, il est surprenant que les commissions des valeurs mobilières provinciales puissent proposer un si grand nombre de variations notables.

Aucune voix internationale unique

Un élément important de l'amélioration de la compétitivité internationale est la capacité d'influer sur le régime de réglementation international d'un marché, de sorte qu'il soutienne les institutions de ce pays. Une critique courante du régime de réglementation fragmenté est que le Canada ne parle pas d'une seule voix sur la scène internationale et que, par conséquent, il n'est peut-être pas aussi efficace pour protéger ses intérêts.

Dans presque chaque tribune internationale, la communauté internationale tient en haute estime le régime canadien de réglementation du secteur financier, lequel, pour employer une phrase populaire, peut jouer dans les cours des grands et avoir un niveau d'influence excédant la taille du marché financier. Qu'il s'agisse des services bancaires ou d'assurance-vie, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) est reconnu comme étant l'égal des meilleurs organismes de réglementation du monde. Le rôle du Canada dans la mise en œuvre de l'accord de Bâle II en est un exemple. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières du Canada sont également bien respectés, mais la nature fragmentée de celle-ci limite leur influence. La fragmentation du marché des capitaux canadien et de sa structure réglementaire est un excellent moyen de rendre non pertinente la voix du Canada sur la scène internationale, laquelle se perd dans la cacophonie des voix provinciales.

À l'heure actuelle, les ACVM ne parlent pas au nom du Canada sur la scène internationale, et ne sont pas en mesure de le faire. Cet organisme n'est pas membre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), et on ne dispose d'aucune référence sur l'engagement des ACVM à l'échelle internationale. Rien de tout ceci ne devrait être surprenant, puisque les ACVM ne peuvent parler au nom du Canada, n'ayant aucun pouvoir de s'engager sur quoi que ce soit. Il s'agit simplement d'une organisation d'organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux et territoriaux qui vise une plus grande harmonisation de la réglementation des valeurs mobilières. Elle n'a aucune autorité pour parler au nom des organismes de réglementation individuels, ni pour prendre des engagements au nom de ceux-ci ou de leurs gouvernements.

Bien que les ACVM puissent être l'oreille du Canada sur la scène internationale, en acceptant de soumettre les suggestions à un examen, cet organisme n'a aucun pouvoir pour être la voix du Canada. Le régime de passeport ne fait rien pour régler cette situation.

Événements des marchés financiers

Les organismes de réglementation des marchés financiers ont un rôle crucial à jouer pour réduire au minimum le risque systémique et préserver la stabilité du système financier, comme l'a démontré la récente agitation mondiale des marchés financiers. Les marchés des capitaux et les marchés financiers ne sont pas séparés et distincts. Par conséquent, les organismes de réglementation exercent de plus en plus dans un environnement où les événements d'un marché ont un impact important sur d'autres marchés.

Au Canada, par le truchement du Comité de surveillance des institutions financières (CSIF), les organismes fédéraux ont une tribune pour échanger de l'information sur les institutions financières. Cette tribune est présidée par le Surintendant des institutions financières et comprend le gouverneur de la Banque du Canada, le président de la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC), le sous-ministre des Finances et le commissaire de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada (ACFC). Le CSIF cerne les problèmes potentiels, évalue l'impact des événements imprévus, partage l'information et examine des stratégies applicables aux institutions financières présentant de graves difficultés.

L'architecture formelle du CSIF ne reflète pas les liens entre les marchés des capitaux et les institutions financières. Bien qu'il y ait un échange d'information entre les organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux et les membres du CSIF – et nous nous attendons à encore plus de collaboration en réaction aux recommandations du Forum sur la stabilité financière – une architecture plus formelle serait utile pour contribuer à assurer que tous les organismes de réglementation peuvent partager efficacement et de manière prévisible tous les renseignements nécessaires pour accomplir efficacement leurs tâches.

Bien que les organismes de réglementation des valeurs mobilières du Canada communiquent avec les organismes de réglementation fédéraux, il ne s'agit pas d'un processus aussi formel et transparent que celui d'autres juridictions, comme l'Australie et les États-Unis, ou assujettis à un régime de responsabilisation unifié, relevant d'un seul ministre. En Australie, le Council of Financial Regulators agit en tant que tribune pour faciliter la collaboration entre la Reserve Bank of Australia, l'Australian Prudential Regulation Authority, l'Australian Securities and Investments Commission et l'Australian Treasury. Ses objectifs ultimes sont de contribuer à l'efficacité et à l'efficience de la réglementation, et de promouvoir la stabilité du système financier australien.

De même, aux États-Unis, il existe un organisme de coordination des organismes de réglementation du secteur financier, qui comprend des organismes de réglementation s'appliquant à la fois aux marchés des capitaux et aux institutions financières. Le President's Working Group on Financial Markets (PWG) sert de mécanisme pour assurer la coordination et la communication entre les organismes en ce qui a trait aux questions de politique et de réglementation touchant les marchés financiers de plus d'une juridiction. Le PWG comprend le Treasury Secretary, le Chairmen of the Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB), la Securities and Exchange Commission (SEC) et la Commodity Futures Trading Commission (CFTC). À l'occasion, ce groupe travaille en collaboration avec le Federal Financial Institutions Examinations Council (FFIEC), établi par la loi¹¹.

À notre avis, la fragmentation actuelle des structures de responsabilisation et de coordination applicables à la réglementation des services financiers et à la réglementation des marchés des capitaux pourrait être résolue plus efficacement et plus rapidement s'il existait un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières dans ce pays. Nous croyons que cette solution pourrait améliorer la qualité de notre régime de réglementation.

Sur la voie de la réforme

L'Association des banquiers canadiens appuie la création d'un organisme de réglementation national unique qui permettrait aux émetteurs, aux investisseurs et aux courtiers enregistrés de participer au marché dans le cadre d'une seule série de règles administrées, interprétées et mises en application par un organisme unique, et assujetties à une seule série de frais. La justification d'une telle réforme est évidente – les marchés canadiens des capitaux sont, pour la plupart, d'envergure nationale et, en fait, internationale. L'analyse de l'ABC relativement aux activités de mobilisation des capitaux indique que plus de 90 % des transactions ont lieu dans plus d'une province ou plus d'un territoire. Nous croyons que la structure de réglementation devrait refléter cette réalité économique.

Au cours des cinq dernières années, un certain nombre de modèles d'organisme unique/commun/national ont été mis de l'avant, chacun comportant un élément de collaboration fédérale-provinciale. Il s'agit du modèle fédéral-provincial de l'ABC, présenté dans notre mémoire de 2003 au Comité de personnes averties¹², de la Commission des valeurs mobilières canadiennes du Comité de personnes averties et de son « architecture de collaboration » ainsi que du modèle du Groupe Crawford reposant sur les provinces avec participation fédérale.

À l'exception de l'Ontario, aucune province n'a publiquement exprimé un solide intérêt envers la création d'un nouvel organisme de réglementation. Même la proposition Crawford, avec son modèle de gouvernance générale où chaque province et territoires a une voix égale, n'a pas recueilli l'appui public des autres provinces, malgré son effort en vue de créer une structure conçue pour répondre à toutes les préoccupations provinciales qui avaient été articulées. Les autres provinces ont plutôt adopté l'approche qui consiste à

¹¹ Similaire au CSIF du Canada en termes de membres, le FFIEC est un organisme interagences formel de régie fédérale qui vise à promouvoir l'uniformité et la cohérence de la supervision des institutions financières par la prescription de principes, de normes et de formulaires de déclaration aux fins d'examen fédéral des institutions financières. La FRB, la Federal Depository Insurance Corporation (FDIC), la National Credit Union Administration (NCUA), l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC) et l'Office of Thrift Supervision (OTS) siègent au FFIEC.

¹² Association des banquiers canadiens, *Propositions pour un régime de réglementation des valeurs mobilières efficace et efficient au Canada*. Disponible dans Internet à l'adresse www.cba.ca

élaborer le régime de passeport, lequel maintient le régime des multiples organismes de réglementation. Comme nous l'avons souligné ci-dessus, nous croyons que le régime de passeport est déficient à de nombreux égards.

L'ABC a toujours soutenu la création d'un organisme de collaboration fédéral-provincial pour régler les questions de valeurs mobilières. Toutefois, étant donné l'impasse qui semble maintenant exister, il est peut-être temps d'envisager une autre approche demeurant cohérente avec le fédéralisme coopératif.

En 2003, trois avis juridiques commandés par le Comité de personnes averties ont conclu que le gouvernement fédéral avait compétence constitutionnelle sur les valeurs mobilières et que, en cas de différend entre la législation fédérale et provinciale, contraire aux objectifs fédéraux, le gouvernement fédéral pourrait affirmer sa suprématie dans ce domaine. Par conséquent, l'ABC presse le Groupe d'experts d'explorer des mécanismes permettant au gouvernement fédéral d'affirmer son autorité sur les questions de valeurs mobilières. L'un des moyens d'atteindre cet objectif consiste à ce que le Groupe d'experts, au moment de rédiger le modèle de loi commune sur les valeurs mobilières, inclut les dispositions nécessaires pour créer une Commission des valeurs mobilières canadienne (CVMC) qui relèverait du ministre des Finances fédéral, qui aurait une structure de gouvernance désignée par le gouvernement fédéral et visant à protéger les marchés des capitaux et toute autre expertise pertinente, tout en reflétant les intérêts régionaux, et qui serait responsable d'administrer la loi dans tout le Canada. La loi devrait préciser que l'un de ses objectifs est d'assurer que les participants des marchés des capitaux, assujettis à cette loi, peuvent avoir accès à la totalité du marché canadien, sous réserve seulement de leur conformité aux termes de la loi. Le gouvernement fédéral devrait être encouragé à faire adopter cette loi devant le Parlement du Canada dans les plus brefs délais suivant le dépôt du rapport du Groupe d'experts.

Reconnaissant que les provinces régissent maintenant des activités qui seraient, dans l'avenir, assujetties à la CVMC fédérale, le gouvernement fédéral pourrait fixer une période – disons entre 18 et 24 mois – avant l'entrée en vigueur de la loi, afin de permettre des discussions et des négociations de transition avec les provinces. Ces discussions pourraient porter sur des questions de compensation pour les provinces qui subiraient une perte de revenus en l'absence de frais liés aux valeurs mobilières, des concessions dans d'autres domaines de compétence fédérale-provinciale (dans le contexte de renforcer l'union économique sous la sphère fédérale et de clarifier les rôles provinciaux dans les questions sociales) ainsi que des questions de logistique et de transfert de responsabilité.

Bien qu'il soit à espérer que toutes les questions de transition se règlent pendant la période du 18 à 24 mois, il est réaliste de s'attendre à ce que certains enjeux touchant certaines provinces demeurent en suspens. Toutefois, au lieu de reporter indéfiniment la mise en œuvre de la CVMC, le Groupe d'experts pourrait envisager de recommander que le gouvernement fédéral mette en application la CVMC dans les régions du Canada où les enjeux avec les provinces sont réglés à la fin de la période de 24 mois, qu'il retarde la mise en application de la loi dans les régions du Canada où des enjeux sont encore en suspens avec les provinces, et qu'il poursuive les discussions avec ces provinces. Il est manifeste qu'il faudra mettre en place des mesures incitatives afin de faciliter la résolution des enjeux pendant la période de transition initiale, et il est clair que les discussions avec les provinces restantes ne pourront se poursuivre indéfiniment. Bien qu'une situation où, pendant une certaine période, une CVMC s'appliquerait dans la plupart des régions du pays et où des organismes de réglementation provinciaux demeureraient dans d'autres parties du pays, ne serait pas idéale, elle serait préférable à la fragmentation des 13 juridictions qui existe actuellement, et ne serait

probablement que temporaire, puisqu'elle se traduirait par l'exercice d'une importante pression, provenant de l'étranger et des marchés, sur les provinces restantes afin qu'elles emboîtent le pas.

Conclusion

Le Comité de personnes averties a intitulé son rapport de 2003 *C'est le temps d'agir*. Cinq ans plus tard, il est clair qu'aucun des modèles proposés jusqu'à présent par le Comité ou par les autres groupes de travail n'a incité les provinces à passer à un organisme de réglementation unique. Par conséquent, nous avons suggéré, aux fins d'examen par le Groupe d'experts, une approche qui pourrait briser l'embâcle. D'autres approches pourraient être envisagées. Toutefois, ce qui importe, à notre avis, c'est que, peu importe comment elle est structurée, une action plus affirmative de la part du gouvernement fédéral est nécessaire pour faire de la Commission des valeurs mobilières canadienne une réalité. Nous croyons qu'il est temps que le gouvernement fédéral agisse de manière décisive afin de briser l'impasse qui existe actuellement.