

**Propositions pour un régime de réglementation
efficace et efficient au Canada**

**Mémoire présenté au
Comité de personnes averties**

Juin 2003

Table des matières

	Page
Sommaire	3
I. Introduction	6
II. La nécessité d'une réforme	7
i) L'importance de marchés financiers efficaces	7
ii) Fragmentation et chevauchement du régime actuel	9
iii) Le coût de la réglementation	9
iv) Rapidité, réactivité et souplesse du régime de réglementation	12
v) Répercussions de l'inefficacité réglementaire sur la compétitivité	12
vi) La fragmentation artificielle du marché financier	13
III. Leçons à tirer d'autres pays	16
i) États-Unis	16
ii) Australie	18
IV. Options de réforme	19
i) Régime de passeport et autorité de réglementation unique	19
ii) Considérations de compétence relativement au modèle de l'autorité de réglementation unique	28
iii) Options relatives à une autorité de réglementation nationale unique	30
iv) Détails sur le modèle de réglementation nationale proposé par l'ABC	32
V. Conclusion	35

Sommaire

Un marché financier canadien, robuste et performant, est essentiel à tous les Canadiens, qu'il s'agisse des entrepreneurs et des entreprises à la recherche de capitaux pour prendre de l'expansion et créer de l'emploi, des épargnants et des investisseurs en quête d'occasions de construire leur avenir financier ou des artisans de la politique souhaitant favoriser une économie novatrice et concurrentielle. De nombreux facteurs influent sur la robustesse du marché financier canadien, mais la nature et la structure du régime de réglementation des valeurs mobilières est un élément tout particulièrement important. Dans un contexte commercial qui évolue rapidement, où le Canada (dont le marché financier est relativement petit) doit livrer concurrence à des marchés financiers beaucoup plus vastes et plus liquides (surtout celui des États-Unis), il est essentiel que notre régime de réglementation des valeurs mobilières soit aussi efficace, rentable, souple et capable de s'adapter à l'évolution des marchés que possible.

Ces dernières années, les autorités de réglementation ont pris des mesures fort attendues afin d'améliorer l'efficacité du régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada. Ces mesures comprennent des instructions générales nationales qui ont contribué à atténuer les différences entre les régimes de réglementation ainsi que l'actuel projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières. Soulignons aussi le régime d'examen concerté (qui permet aux provinces et aux territoires de confier le traitement des prospectus et du matériel connexe à un territoire de compétence principal) et la création de systèmes électroniques de gestion de l'information (par ex., SEDAR, SEDI).

Toutefois, comme le reconnaissent les autorités de réglementation, les émetteurs, les inscrits et d'autres observateurs, il reste fort à faire pour améliorer l'efficacité et l'efficience du régime de réglementation. Malgré les efforts précités, les émetteurs, les inscrits et les intermédiaires sont encore tenus de traiter avec 13 autorités de réglementation provinciales et territoriales (en plus d'un certain nombre d'organismes d'autorégulation en valeurs mobilières, tels que l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, Services de réglementation du marché inc., l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels et le Fonds canadien de protection des épargnants), lorsqu'ils exercent des activités à l'échelle nationale, et d'assumer les coûts reliés au soutien de cette infrastructure à multiples organismes de réglementation. Bien que l'on constate une tendance vers l'harmonisation des règles, des divergences persistent entre les territoires de compétence. Chaque province et territoire conserve la capacité d'effectuer des changements qui diffèrent (souvent de façon très nette, comme dans le cas des propositions actuellement présentées par la commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique) des règles des autres territoires de compétence. Qui plus est, étant donné la nécessité de rechercher un consensus entre les multiples territoires de compétence avant de modifier les règles conjointes, le régime de réglementation, dans tout le Canada, s'adapte très lentement à l'évolution du marché – en fait, il faut compter en moyenne au moins 18 mois pour élaborer et mettre en œuvre une règle nationale et, souvent, ce processus est considérablement plus long (comme dans le cas des efforts visant à créer une règle nationale en matière de planification financière).

Bien que les efforts des autorités de réglementation en vue d'améliorer le système soient importants, l'ABC estime nécessaire que les gouvernements et les ministres s'engagent à améliorer le régime de réglementation des valeurs mobilières. Par conséquent, nous

sommes très heureux que les gouvernements soient directement engagés dans l'examen de ce besoin de réforme. La création du Comité de personnes averties du gouvernement fédéral et l'établissement, par les ministres provinciaux, du Comité directeur des ministres témoignent de l'importance que les gouvernements accordent à cette question.

L'amélioration du régime de réglementation s'effectuera nécessairement en plusieurs étapes, avec le temps, au moyen de réformes portant à la fois sur le contenu et sur la structure de la réglementation. Bien que les réformes portant sur le contenu soient très importantes, le présent mémoire est axé sur la nécessité d'un changement de structure pour éliminer les problèmes de multiplicité, de chevauchement et de double emploi de la réglementation des valeurs mobilières du Canada. À cet égard, deux principaux modèles de réforme de la structure ont été proposés (quoique chaque modèle comporte des variations) : le modèle du régime de passeport et le modèle de l'autorité de réglementation nationale. À notre avis, le modèle du régime de passeport (c'est-à-dire, celui proposé par le Comité directeur des ministres) se traduirait par des améliorations importantes et fort attendues au régime actuel. Toutefois, nous croyons que le modèle d'une autorité de réglementation nationale serait encore plus efficace. Par conséquent, notre mémoire expose en détail notre proposition en faveur d'une autorité de réglementation nationale, aux fins d'examen par les gouvernements et les autorités de réglementation. En substance, notre modèle comporte les caractéristiques suivantes :

- l'autorité de réglementation serait une autorité de réglementation des valeurs mobilières unique, autofinancée et nationale, avec participation provinciale et fédérale;
- l'autorité de réglementation relèverait d'un conseil des gouverneurs, auquel chaque territoire de compétence participant nommerait un membre. Par conséquent, la majorité des gouverneurs seraient nommés par les provinces et les territoires. Ce conseil d'administration nommerait le chef de direction de l'organisme, mais n'agirait pas en tant que tribunal de réglementation;
- quoique les provinces participeraient au nouvel organisme, l'autorité de réglementation serait créée en vertu d'une loi fédérale;
- la participation des provinces se ferait par adhésion, les provinces incorporant la loi fédérale par référence et déléguant les fonctions réglementaires à ce nouvel organisme;
- l'autorité de réglementation administrerait une seule série d'exigences législatives et aurait la compétence d'établir des règles;
- l'autorité de réglementation aurait la capacité d'adapter les règles aux besoins du marché (par ex., des règles s'appliquant spécifiquement aux petites entreprises ou à certains secteurs d'activité ou des règles purement locales, d'application intraprovinciale). Qui plus est, des bureaux régionaux, au besoin, assureraient le maintien d'une expertise régionale (par ex., secteur pétrolier et gazier).

L'ABC appuie les efforts actuellement déployés par les gouvernements et les autorités de réglementation afin d'améliorer l'efficacité du régime de réglementation des valeurs

mobilières. Nous croyons que, si elles peuvent être mises en œuvre en temps opportun, des initiatives, telles que le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières et l'utilisation accrue des régimes d'examen concerté et de reconnaissance par le biais d'approches de passeport, peuvent bénéficier grandement aux émetteurs, aux inscrits, aux investisseurs et à l'économie en général. Toutefois, nous avons clairement l'impression que la réforme ne devrait pas se limiter à ces initiatives, mais s'appuyer sur elles pour créer un régime de réglementation encore plus efficace et efficient. À cet égard, le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières est intéressant, car il pourrait constituer le fondement d'une loi unique qui serait administrée par l'autorité de réglementation nationale. Par conséquent, il importe que les artisans de la politique publique du Canada examinent avec soin les moyens de réaliser un régime de réglementation des valeurs mobilières national au Canada.

Propositions pour un régime de réglementation efficace et efficient au Canada

Mémoire présenté au Comité de personnes averties par l'Association des banquiers canadiens

I. Introduction

Fervente partisane du renforcement de l'efficacité et de l'efficience du régime de réglementation des services financiers, l'Association des banquiers canadiens (ABC) apprécie d'avoir l'occasion de présenter au Comité de personnes averties le point de vue du secteur bancaire sur l'amélioration du régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada. Nous reconnaissons que les autorités de réglementation ont accompli des progrès importants ces dernières années dans la résolution des problèmes de chevauchement et de double emploi du régime et dans la réduction des incohérences parmi les règles, les exigences et les normes des territoires de compétence. Néanmoins, nous croyons qu'il y a encore place à une amélioration considérable de la structure du régime de réglementation et que les gouvernements doivent prendre des mesures en ce sens. Par conséquent, nous sommes très heureux que les gouvernements soient directement engagés dans l'examen de ce besoin de réforme. La création du Comité de personnes averties du gouvernement fédéral et l'établissement, par les ministres provinciaux, du Comité directeur des ministres témoignent de l'importance que les gouvernements accordent à cette question.

À notre avis, les circonstances n'ont jamais été plus favorables à un examen approfondi du régime actuel et à l'élaboration d'un plan d'action pour mettre en œuvre les résultats de cette révision. Par exemple, il existe un consensus virtuel entre les gouvernements, les autorités de réglementation, les émetteurs, les investisseurs, les inscrits et les autres observateurs spécialisés, à savoir que le statu quo soulève des préoccupations que l'on doit prendre en compte. En outre, le contexte de la réforme a considérablement changé depuis la dernière série de discussions de 1996 visant à créer une autorité de réglementation des valeurs mobilières nationale, assortie d'une infrastructure nationale responsable des questions reliées aux marchés financiers. Il y a une décennie, par exemple, le Canada comptait plusieurs marchés boursiers (Toronto, Montréal, Vancouver, Calgary, Winnipeg); aujourd'hui, le seul marché boursier du Canada est le Groupe TSX et sa filiale, la Bourse de croissance TSX, la Bourse de Montréal étant responsable de la négociation d'instruments dérivés. Le marché a reconnu la nécessité de réaliser des économies d'échelle pour faire face à la concurrence internationale et les autorités de réglementation ont permis l'avènement des changements qui s'imposaient.

De plus, les autorités de réglementation du pays ont reconnu le rôle important que les organismes d'autorégulation nationaux jouent en matière de réglementation des valeurs mobilières. Outre des organismes bien établis comme l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et le Fonds canadien de protection des épargnants, de nouveaux organismes couvrant d'autres parties de ce secteur d'activité ont été créés. Services de réglementation du marché inc. est un organisme d'autorégulation reconnu par les principaux territoires de compétence, y compris le

Québec. L'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM) est reconnue en tant qu'organisme d'autoréglementation par les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario, de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan et de la Nouvelle-Écosse.

En outre, il semble que la constitution d'une Commission canadienne des valeurs mobilières soit devenue un facteur moins préoccupant que lors des discussions de 1996 (en particulier, la question de la compensation des provinces participantes pour la perte de revenus excédentaires provenant de leur commission des valeurs mobilières). Cette situation tient essentiellement au fait que la plupart des gouvernements du Canada jouissent maintenant d'une situation budgétaire plus favorable (c'est-à-dire que la perte de revenus reliés aux valeurs mobilières est moins préoccupante) et que la plupart des commissions des valeurs mobilières prennent des mesures pour réduire ou éliminer leurs revenus excédentaires.

L'ABC reconnaît qu'il faudra du temps pour mettre en place une nouvelle structure de réglementation plus efficace, qui élimine le chevauchement et le double emploi au sein du régime. Nous croyons que, si elles peuvent être mises en œuvre en temps opportun, des initiatives, telles que le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières et l'utilisation accrue des régimes d'examen concerté et de reconnaissance par le biais d'approches de passeport, peuvent bénéficier grandement aux émetteurs, aux inscrits, aux investisseurs et à l'économie en général. Toutefois, nous avons clairement l'impression que la réforme ne devrait pas se limiter à ces initiatives, mais s'appuyer sur elles pour créer un régime de réglementation encore plus efficace et efficient. À cet égard, le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières est intéressant, car il pourrait constituer le fondement d'une loi unique qui serait administrée par l'autorité de réglementation nationale. Dans le présent mémoire, nous énonçons, aux fins d'examen par le Comité de personnes averties, nos propositions en faveur d'un tel système national.

Le présent mémoire traite d'abord de l'importance de se doter de marchés financiers efficaces et performants. Il porte ensuite sur les préoccupations relatives à la structure et au fonctionnement du régime de réglementation actuel. Puisque les marchés financiers du Canada font face à la compétitivité d'un marché mondial, nous présentons aussi quelques exemples de pays qui ont considérablement réformé leur régime de réglementation des valeurs mobilières, afin de cerner les leçons que le Canada peut en tirer. Enfin, nous examinons diverses options de réforme du régime de réglementation des valeurs mobilières et énonçons une proposition d'autorité de réglementation nationale au Canada.

II. La nécessité d'une réforme

i) L'importance de marchés financiers efficaces

Il importe que le marché financier du Canada soit efficace. Or, un régime de réglementation efficace contribue à assurer l'efficacité du marché financier. Un marché plus efficace, cela signifie que le coût de l'intermédiation, c'est-à-dire la différence entre le coût du capital que les entreprises doivent payer et le montant que les investisseurs reçoivent, est le plus faible possible. Un marché plus efficace, cela signifie aussi que les entrepreneurs ont accès à un capital de faible coût pour favoriser leur croissance, investir

dans la technologie, accroître la productivité et mieux servir les clients. De même, un marché plus efficace, cela signifie que les investisseurs de détail et les investisseurs institutionnels ont accès aux meilleurs rendements sur leurs investissements. Voilà qui est important, à l'heure où les Canadiens assument de plus en plus la responsabilité de leur revenu de retraite et se tournent vers les marchés de capitaux pour acquérir l'actif financier sur lequel ils se fient pour leur procurer ce revenu. Les fonds de retraite, dont le Régime de pensions du Canada, misent aussi sur des investissements sur les marchés financiers pour accroître leurs rendements. Une intermédiation efficace augmente leurs rendements et accroît le revenu de retraite.

Le marché financier canadien comporte certaines caractéristiques qui font de l'efficacité un facteur des plus importants. Ce marché est petit – à la fin de 2001, la capitalisation de la Bourse de Toronto équivalait à 2,6 % de la capitalisation des dix principaux marchés boursiers du monde et à 5,5 % de la capitalisation de la Bourse de New York¹. Dans l'ensemble, le Canada représente entre 2 % et 2,5 % des marchés financiers du monde. En outre, le secteur commercial du Canada compte une proportion relativement plus importante de petites entreprises et de firmes à capital fermé qu'aux États-Unis, ce qui signifie que la profondeur, l'étendue et la liquidité de nombreux segments du marché financier canadien ne sont pas aussi vastes qu'aux États-Unis.

Voilà qui est préoccupant, parce que les entreprises qui ne sont pas desservies adéquatement par le marché financier canadien iront ailleurs pour mobiliser leur capital. En fait, cette situation a déjà cours – selon le ministère des Finances, environ la moitié des 52 milliards de dollars mobilisés sous forme d'actions et de titres d'emprunt en 2001 l'a été à l'extérieur du Canada, surtout aux États-Unis. L'inefficacité de la réglementation, que la Banque du Canada² qualifie d'entrave à l'activité sur les marchés de capitaux au Canada, pourrait cumuler les répercussions d'autres facteurs qui incitent les entreprises canadiennes à emprunter sur d'autres marchés. Dans la mesure où à la faible taille et au manque de liquidité des marchés financiers du Canada s'ajoute l'inefficacité du régime de réglementation, cette tendance pourrait s'accroître. Puisque les grands émetteurs sont plus susceptibles d'avoir accès aux marchés étrangers que les petits émetteurs, la migration soutenue de ces entreprises pourrait transformer le marché financier canadien. Il en résulterait une réduction encore plus grande de la liquidité et une diminution de l'accès aux capitaux pour les petites entreprises.

Un marché financier inefficace inciterait aussi les investisseurs à rechercher des occasions d'investissement à l'extérieur du Canada. De nouveau, les grands investisseurs auraient l'accès le plus important aux marchés étrangers. En bout de ligne, les petites entreprises et les petits investisseurs, qui n'ont pas l'option d'accéder aux marchés financiers étrangers, porteraient la plus grande part du fardeau d'un marché financier canadien inefficace.

En tant que petite économie voisine du plus important et du plus liquide marché financier du monde, le Canada ne peut se permettre la moindre inefficacité sur son marché financier. En effet, pour compenser les désavantages d'une petite taille, le Canada devrait viser l'atteinte d'un marché considérablement plus efficace que celui de ses voisins du

¹ Canada, ministère des Finances, *L'industrie canadienne des valeurs mobilières*, juillet 2002

² Banque du Canada, *Revue du système financier*, juin 2003, p. 80

Sud. Cet objectif ne peut se réaliser sans un régime de réglementation amélioré à l'échelle du pays.

ii) Fragmentation et chevauchement du régime actuel

Le régime de réglementation des valeurs mobilières actuel, qui compte 13 autorités de réglementation provinciales distinctes, administrant 13 lois distinctes, des règles, des règlements, des interprétations, des avis, des lignes directrices, etc., (en plus de quatre organismes d'autoréglementation), se caractérise par une réglementation fragmentée et duplicative. Les émetteurs nationaux et les entreprises qui offrent des services financiers à l'échelle nationale doivent respecter toutes ses 13 lois à la fois. Les auteurs du *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans – Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)* ont décrit le problème comme suit :

Comme la réglementation des valeurs mobilières au Canada est une question de compétence provinciale, elle comporte 13 lois différentes, qui sont administrées par 13 autorités de réglementation provinciales et territoriales. Bon nombre de ces lois se ressemblent. Toutefois, certaines ont des dispositions qui leur sont propres et aucune n'est identique à ses homologues. En outre, même lorsque leurs dispositions sont identiques, ces dernières peuvent s'interpréter et s'appliquer différemment d'un territoire de compétence à l'autre³ [traduction].

Le Comité d'étude de cinq ans a cerné des divergences particulièrement problématiques en ce qui a trait aux émissions par prospectus, aux dispenses relatives aux prospectus et aux exigences d'inscription, aux offres publiques d'achat et à l'information continue. L'une des divergences les plus prononcées concerne l'obligation d'inscription. L'Ontario et Terre-Neuve emploient le concept de l'inscription universelle, qui englobe un plus vaste éventail de participants que dans le cas des autres territoires de compétence. Dans la même veine, dans tous les territoires de compétence, à l'exception du Québec, l'obligation d'inscription est attachée au fait que l'on effectue une opération sur valeurs mobilières. Par contre, au Québec, l'obligation d'inscription est attachée à l'exercice de l'activité de courtier ou de conseiller⁴. Le rapport indique aussi que le prix de cette structure est « une approche balkanisée en matière de réglementation des valeurs mobilières qui, pour les émetteurs, rend plus fastidieuse et coûteuse la mobilisation des capitaux dans tout le pays »⁵ [traduction].

iii) Le coût de la réglementation

Incidence pratique du fait que notre pays compte 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières distincts : le coût du maintien des organismes de réglementation des valeurs mobilières existants est démesuré, comparativement à celui des autres pays qui

³ *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans – Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)*, 21 mars 2003, p. 30 (version anglaise)

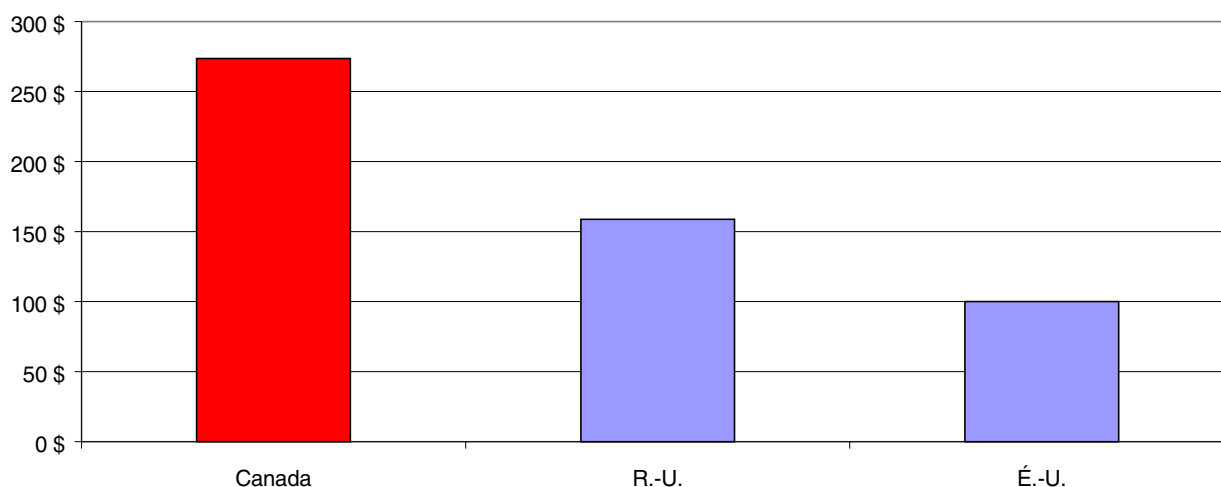
⁴ Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), *Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*, 30 janvier 2003, p. 17-18

⁵ *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans – Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)*, 21 mars 2003, p. 31 (version anglaise)

nous font concurrence, en raison du double emploi et de l'absence d'économies d'échelle. Une recherche préliminaire, menée par le professeur Howell Jackson de la Harvard Law School, indique que le coût du maintien des organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada (par rapport à la capitalisation boursière canadienne) est plus de 1,5 fois celui du Royaume-Uni et plus de 2,5 fois celui des États-Unis⁶ (figure 1). Ces coûts sont directement assumés par les participants au marché, y compris le public investisseur, sous forme de frais et de droits, ce qui augmente le coût de participation au marché financier canadien et va à l'encontre des intérêts visant à rendre nos marchés les plus attrayants et concurrentiels possible.

Figure 1

Coût de la réglementation des valeurs mobilières par 1 million de dollars de capitalisation boursière (\$US)



Source : Professeur Howell E. Jackson, Harvard Law School, An American Perspective on the FSA: Politics, Goals & Regulatory Intensity, présentation lors de la conférence intitulée Do Financial Supermarkets Need Superregulators?: Conference of Centre for the Study of International Business Law and the Brooklyn Journal of International Law, 20 septembre 2002

Il est également intéressant de souligner que la même recherche, menée par le professeur Jackson, indique que le coût du régime de réglementation du secteur bancaire du Canada est inférieur à celui des États-Unis et l'est encore plus dans le cas du Royaume-Uni. Ce constat reflète l'avantage concurrentiel dont bénéficie le Canada en raison de la très forte consolidation du régime de réglementation de son secteur bancaire. Il indique aussi que l'on pourrait réaliser des gains similaires, dans le cas du régime de réglementation des valeurs mobilières, par la création d'un régime national rationalisé.

⁶ Professeur Howell E. Jackson, Harvard Law School, An American Perspective on the FSA: Politics, Goals & Regulatory Intensity, présentation lors de la conférence intitulée Do Financial Supermarkets Need Super Regulators?: Conference of Centre for the Study of International Business Law and the Brooklyn Journal of International Law, 20 septembre 2002

Ce n'est pas uniquement le coût des organismes de réglementation qui influe sur l'efficacité des marchés – les coûts de conformité sont également importants. En effet, des observateurs les estiment considérablement supérieurs au coût de l'infrastructure de réglementation et ce, par plusieurs ordres de grandeur⁷.

Au Canada, où les sociétés minières représentent plus du quart des émetteurs inscrits au Groupe TSX, notre régime de réglementation fragmenté augmente le coût de mobilisation des capitaux. Une petite société minière qui tenterait de mobiliser 600 000 \$ en capital dans deux territoires de compétence ou plus devrait verser 300 000 \$ en coûts de réglementation secondaires, surtout sous forme de frais juridiques et comptables et d'autres honoraires professionnels⁸.

Bien que des efforts visant à harmoniser le contenu de la réglementation, tel l'actuel projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières des ACVM, tentent de réduire l'asymétrie réglementaire imputable aux 13 lois distinctes et ainsi diminuer les coûts de conformité, ces efforts d'harmonisation ne permettront pas d'éliminer complètement le fardeau découlant de la conformité à de multiples autorités de réglementation. Ceci tient au fait que les conseillers juridiques et le personnel responsable de la conformité doivent malgré tout assurer la conformité à toutes les lois, règles, lignes directrices, etc. Même des dispositions *considérablement similaires* ne sont pas *identiques* et le personnel responsable de la conformité ne peut se fier à une similarité importante pour réduire le nombre de points de conformité à respecter. En effet, dans l'actuelle *Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada* des ACVM, les auteurs soulignent que « la législation en valeurs mobilières contient en outre des règles administratives et procédurales qui reflètent les lois du territoire [de compétence] intéressé et ne peuvent être facilement harmonisées⁹. »

L'expérience américaine (dont il est question à la partie IV ci-après) est instructive à cet égard – le passage à un régime de réglementation plus national a réduit le fardeau de la conformité, surtout dans le cas des petites entreprises cherchant à mobiliser des fonds sur les marchés financiers.

iv) Rapidité, réactivité et souplesse du régime de réglementation

⁷ Bien qu'il soit difficile d'obtenir une évaluation précise des coûts de conformité associés à la réglementation financière, il existe plusieurs études qui utilisent des paramètres généraux relativement à l'éventail des coûts. Une étude menée par l'American Bankers Association (Survey of Regulatory Burden: Summary of Results, juin 1992) estime que les coûts de conformité représentent 12,6 % des frais autres que d'intérêt. Une étude plus récente, qui porte sur les sociétés de gestion de placements du Royaume-Uni, estime que les coûts directs et les coûts de conformité équivalent à 6 % des frais d'exploitation (J. Franks, S. Schaefer et M. Staunton, The direct and compliance costs of financial regulation, Journal of Banking and Finance, 1998). Enfin, un sondage mené en 2002 auprès des responsables de la conformité des sociétés de services financiers du Royaume-Uni a conclu que les coûts de conformité correspondaient à 5 % de la totalité des coûts. (UK Financial Services Practitioners Panel, survey of the FSA's Regulatory Performance Report, novembre 2002)

⁸ Terrance K. Salman, Promoting Growth through the Capital Markets, allocution prononcée devant le Vancouver Board of Trade, 27 février 2003

⁹ ACVM, *Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*, 30 janvier 2003, p. 5

Le processus d'établissement des règles des ACVM n'est pas compatible avec le monde des services financiers d'aujourd'hui qui change rapidement. Il faut compter au moins 18 mois pour rédiger et mettre en œuvre une règle multilatérale¹⁰. Qui plus est, la nature conseil des ACVM signifie souvent que le sort d'une proposition d'instruction générale multilatérale est très incertain au début du processus d'établissement. Citons l'exemple de la proposition de règle sur les exigences de compétences pour les planificateurs financiers – MI 33-107. Au départ, le secteur des services financiers s'est engagé dans un processus de collaboration avec les autorités de réglementation des valeurs mobilières afin d'élaborer une norme nationale sur les exigences de compétences en planification financière visant à simplifier la conformité et à établir une norme de base en la matière. Après des années de négociation, plusieurs provinces ont choisi de ne pas mettre en œuvre cette règle. À l'évidence, ce résultat n'est souhaitable pour aucune des parties – c'est une perte de temps, de ressources et de bonne volonté pour tous les participants.

Autre exemple des défis que pose le régime actuel lorsqu'il s'agit de réagir rapidement : les difficultés auxquelles les autorités de réglementation en valeurs mobilières du Canada ont fait face pour répondre collectivement aux pressions de changement exercées par la Sarbanes-Oxley Act aux États-Unis. Dans un discours prononcé devant le Cercle canadien d'Ottawa, Barbara Stymiest, chef de la direction, Groupe TSX¹¹, a cité l'exemple suivant : la Securities Exchange Commission (SEC) aux États-Unis a écrit aux ACVM, le 18 octobre 2002, afin d'obtenir leurs observations à l'égard de la Sarbanes-Oxley Act. Les ACVM n'ont pu réagir rapidement et n'ont fourni leur réponse qu'après la date limite à laquelle la SEC devait rendre une décision. De façon plus générale, il existe de fortes divergences d'opinion entre les commissions provinciales sur la question de savoir si et comment les autorités canadiennes doivent proposer des règles de régie d'entreprise pour contrer les types d'abus auxquels a donné lieu la Sarbanes-Oxley Act aux États-Unis.

v) Répercussions de l'inefficacité réglementaire sur la compétitivité

Les conséquences défavorables de l'actuelle structure de réglementation sur les marchés boursiers canadiens se répercutent sur l'ensemble de l'économie canadienne. L'actuelle structure de réglementation des valeurs mobilières au Canada réduit la compétitivité de l'économie canadienne en augmentant le coût que les émetteurs et les investisseurs doivent assumer pour mobiliser des capitaux ou effectuer des placements. Plus l'entrepreneur doit payer un coût élevé pour mobiliser des capitaux, moins il sera enclin à le faire. Une récente étude américaine a évalué que, pour chaque augmentation de 1 % du coût d'acquisition du capital, le montant que les entreprises et les particuliers tentent d'acquérir diminue de 0,25 %¹². À l'évidence, les entreprises à la recherche de fonds accordent de l'importance au coût de mobilisation des capitaux. Le choix du type de capitaux à acquérir, de leur provenance et du montant à mobiliser repose en partie sur ce coût.

¹⁰ *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans – Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)*, p. 76 (version anglaise)

¹¹ Barbara Stymiest, allocution prononcée devant le Cercle canadien d'Ottawa, 15 avril 2003, p. 11 (version anglaise)

¹² Robert Chirinko, Steven Fazzari et Andrew Meyer, How Responsive is Business Capital Formation to its User Cost?: An Exploration with Micro Data, *Journal of Public Economics*, volume 74(1), octobre 1999

L'importance de la formation du capital et des investissements en actions pour assurer le développement économique est bien documentée. Une récente étude menée par Statistique Canada sur la relation entre les structures de financement des petites entreprises indique que le manque de capital-actions constitue souvent une entrave majeure à l'innovation¹³. L'investissement est aussi un facteur clé de la croissance de la productivité. Dans une récente étude menée par Industrie Canada, l'économiste Richard Harris de l'Université Simon Fraser a souligné ce fait, déclarant que « la croissance de la productivité affiche une corrélation robuste et élevée avec l'investissement en matériel et outillage, mesuré en termes de part du PIB »¹⁴. Il poursuit en disant que les données portant sur le lien entre l'investissement et la productivité « ...appuient fortement le rôle de l'investissement comme cause probable de la croissance de la productivité »¹⁵. Pour devenir plus productif et améliorer sa capacité d'innovation, le Canada doit consacrer une partie de ses efforts à la prise de mesures visant à réduire le coût d'acquisition et d'utilisation du capital-actions, y compris la rationalisation du régime de réglementation des valeurs mobilières. Les entreprises qui se fient sur le marché financier canadien pour assurer leur financement sont celles pour lesquelles l'efficacité de la réglementation est la plus cruciale.

vi) La fragmentation artificielle du marché financier

En plus d'être inefficace et d'imposer des coûts inutiles aux entreprises qui exercent déjà des activités à l'échelle nationale, l'existence de 13 environnements de réglementation distincts semble également avoir un effet inhibiteur sur les entreprises qui tentent de mobiliser des capitaux dans plus d'un territoire de compétence et crée ainsi une fragmentation artificielle de notre marché financier.

Une analyse de la base de données SEDAR sur les émetteurs assujettis au Canada indique que seulement 5 % des émetteurs assujettis au Canada déclarent leurs activités aux 13 territoires de compétence et que seulement 16 % des entreprises déclarent leurs activités dans au moins dix provinces ou territoires. Les petites entreprises, qui éprouvent souvent le plus de difficulté à mobiliser des capitaux, sont les plus désavantagées par le régime actuel (figure 2). L'incidence de ces résultats comporte deux volets.

- Les coûts supplémentaires qu'entraîne l'actuel régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada ont des répercussions défavorables sur la capacité des entreprises à exercer des activités à l'échelle nationale et à mobiliser des capitaux à l'échelle nationale.
- Bien que de petites entreprises mobilisent des capitaux à l'échelle nationale, les grandes entreprises jouissent d'un avantage, car elles peuvent répartir les coûts de réglementation plus élevés sur une plus vaste base. Par conséquent, les petites entreprises sont moins susceptibles d'utiliser le marché financier national que les grandes entreprises.

¹³ John Baldwin, Guy Gellatly et Valérie Gaudreault, *Financement de l'innovation dans les nouvelles petites entreprises : nouveaux éléments probants provenant du Canada*, Statistique Canada, mai 2002

¹⁴ Richard Harris, *Les déterminants de la croissance de la productivité canadienne : enjeux et perspectives*, Industrie Canada, document de discussion n° 8 (décembre 1999), p. 15

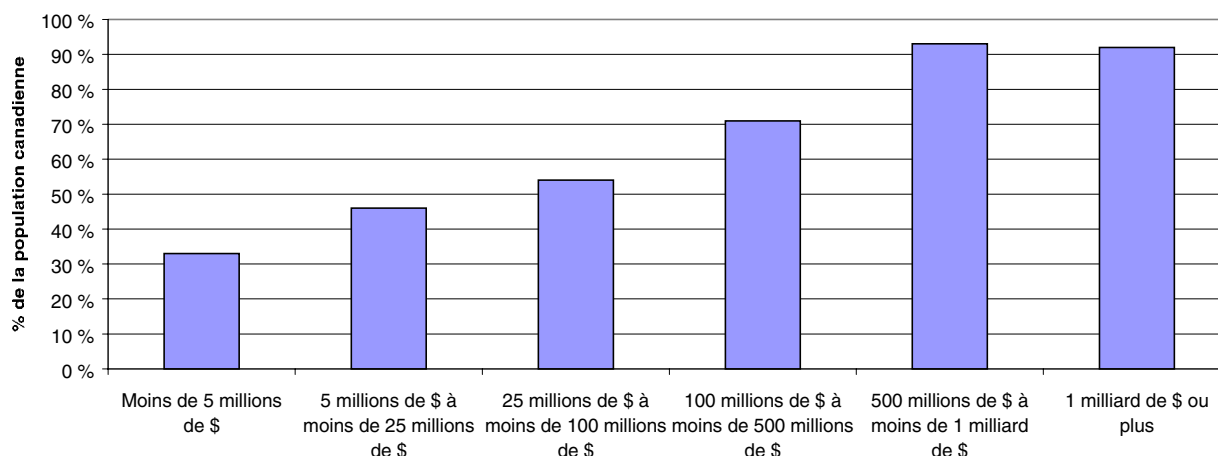
¹⁵ *Ibid.* p. 16

Bien qu'il soit probable que des facteurs d'échelle, et non uniquement la capacité d'assumer les coûts de réglementation, incitent les grandes entreprises à rechercher des capitaux sur le plus vaste marché canadien, il n'est pas évident que les entreprises, dont l'actif totalise 25 millions de dollars ou moins, limiteraient en général leur base d'investisseurs potentiels à 10 ou 12 millions de Canadiens dans un environnement réglementaire plus efficace. C'est précisément là où réside sans doute le coût le plus élevé de la fragmentation réglementaire.

Voilà qui influe sur les options offertes aux investisseurs. Selon Neil Mohindra de l'Institut Fraser, l'actuelle structure de réglementation crée une situation où « les investisseurs de détail peuvent se voir interdire l'accès aux émissions publiques à cause de l'endroit où ils résident »¹⁶ [traduction]. Cette conclusion repose sur une recherche portant sur les émissions de droits (catégorie spéciale d'émission publique qui se limite aux actionnaires existants d'une entreprise), menée par l'Institut Fraser, laquelle a révélé qu'en 2000 et 2001, « ...des investisseurs dans chaque territoire et dans les provinces autres que l'Alberta, la Colombie-Britannique et l'Ontario ont été exclus de la majorité des émissions »¹⁷ [traduction]. Il ajoute que les « territoires et les petites provinces, comme l'Île-du-Prince Édouard, affichent les pires résultats »¹⁸ [traduction].

Figure 2

Part moyenne de la population à laquelle on peut commercialiser une émission publique (d'après la population des territoires de compétence assujettis), selon la taille de l'actif de l'émetteur assujetti



Certains font parfois valoir que la fragmentation du marché financier reflète en partie le fait qu'il existe des marchés locaux ou régionaux ayant des caractéristiques ou des besoins uniques, ce qui justifie la nécessité d'autorités de réglementation distinctes dans les différents territoires de compétence du pays. Toutefois, l'information de la base de données SEDAR indique que, bien qu'il existe de modestes variations du profil des émetteurs dans les quatre grandes provinces du Canada (Ontario, Québec, Alberta et

¹⁶ Neil Mohindra, Investors Sanctioned for Living in PEI, *Fraser Forum* (mars 2002), p. 32

¹⁷ *Ibid.*

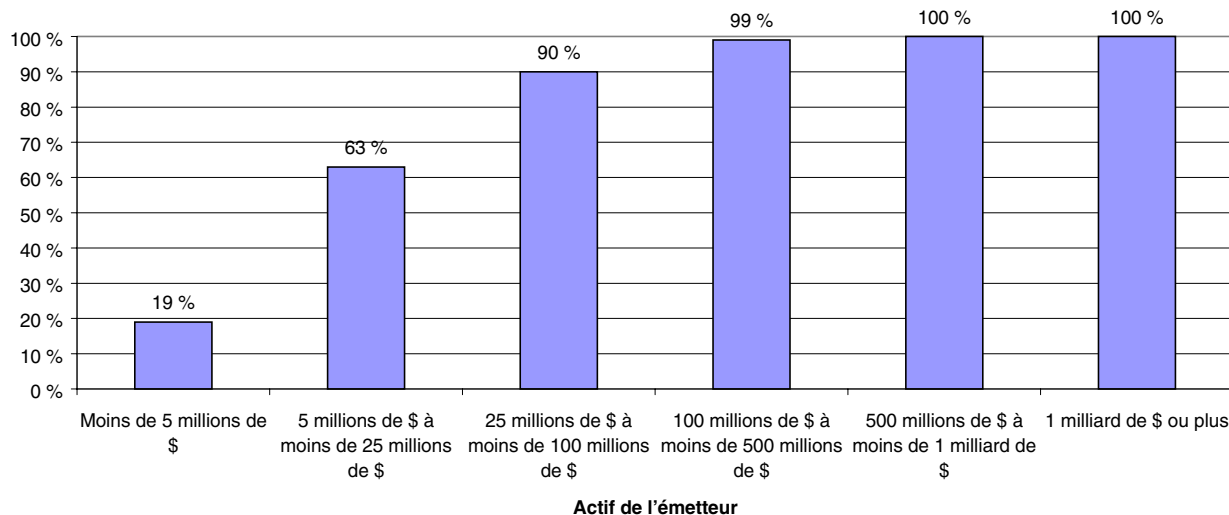
¹⁸ *Ibid.*

Colombie-Britannique), les différences en termes de taille et de composition sectorielle sont étonnamment faibles. De façon générale, le profil des émetteurs des quatre grandes provinces du Canada est le même – de petites entreprises exerçant surtout leurs activités dans le secteur primaire, le secteur industriel et le secteur des finances, de l’assurance et de l’immobilier. Une telle homogénéité entre les profils des émetteurs assujettis ayant leur siège social dans les grandes provinces permet de douter de la nécessité des variations régionales au chapitre de la réglementation des valeurs mobilières.

À l’évidence, il existe un certain nombre de marchés financiers locaux au Canada, surtout dans le domaine des dispenses applicables aux placements privés. Cependant, dans l’ensemble, le marché financier du Canada est national. Près des deux tiers des émetteurs déclarent leurs activités dans plus d’un territoire de compétence. Qui plus est, la plupart des émetteurs concentrent leurs efforts sur les grands marchés du Canada, ce qui reflète en partie le calcul coûts-avantages que les émetteurs doivent faire, étant donné les coûts de réglementation additionnels associés à la déclaration des activités dans les territoires de compétence supplémentaires. Il en résulte que le citoyen moyen au Canada a accès à près de la moitié (47 %) de toutes les émissions publiques.

Figure 3

Pourcentage des émetteurs assujettis de l’industrie pétrolière et gazière en Alberta qui déclarent aussi leurs activités en Ontario



Même les industries qui sont en général associées à une région en particulier ont principalement recours au marché financier national. Dans l’industrie pétrolière et gazière, par exemple, la majorité des producteurs (dans toutes les catégories, à l’exception de la plus petite) qui déclarent leurs activités en Alberta le font aussi en Ontario (figure 3). La majeure partie de la capitalisation boursière des émetteurs de l’industrie pétrolière et gazière est donc financée sur le marché national, plutôt que sur un marché local.

Dans l'ensemble, la preuve présentée ci-dessus montre que, s'il n'en tenait qu'à eux, les émetteurs du Canada rechercheraient des capitaux sur une base nationale afin d'avoir accès au plus important bassin de capitaux et les investisseurs investiraient au-delà des frontières provinciales pour obtenir les meilleurs rendements et la plus vaste diversification possible. La fragmentation du marché financier canadien tient, non pas à un quelconque régionalisme propre au marché financier canadien, mais plutôt aux coûts supplémentaires que l'actuelle structure de réglementation impose aux émetteurs souhaitant exercer des activités dans de multiples territoires de compétence. Les transactions entre territoires de compétence sont au cœur du marché financier du Canada.

III. Leçons à tirer d'autres pays

Tant les États-Unis que l'Australie offrent des études de cas utiles sur la manière dont les régimes fédéraux décentralisés peuvent s'appliquer à une forme nationale de réglementation des valeurs mobilières.

i) États-Unis

Aux États-Unis, la réglementation des valeurs mobilières relevait traditionnellement des États. Toutefois, avec le temps, le gouvernement fédéral a joué un rôle croissant, ce qui a créé une double structure, fédérale et d'État. Soucieux de prendre en compte les préoccupations de l'industrie relativement à la complexité et au coût de conformité élevé associés aux différentes réglementations des valeurs mobilières des États, le rôle du gouvernement fédéral est devenu plus présent ces dernières années. En réponse à l'inefficacité de la réglementation, le gouvernement fédéral a décidé de prendre la priorité sur la réglementation d'État dans certains cas et d'exiger que la réglementation des États soit conforme à la réglementation fédérale dans d'autres domaines. La *National Securities Market Improvement Act of 1996 (NSMIA)* reflète la plupart des réformes de la réglementation des valeurs mobilières. En termes généraux, la NSMIA :

- a priorité sur la réglementation des États applicable aux émetteurs inscrits aux bourses nationales;
- a priorité sur les exigences d'inscription des États dans le cas des sociétés d'investissement enregistrées au palier fédéral (y compris les sociétés de fonds communs de placement);
- dispense des exigences d'inscription des États certaines catégories de petites émissions;
- a priorité sur les exigences d'inscription des États dans le cas des conseillers en placement qui travaillent pour de grandes entreprises exerçant des activités dans de multiples États;
- exige que les États harmonisent des sections clés de leurs exigences applicables aux courtiers en valeurs mobilières avec celles de la SEC, y compris les normes de fonds propres et de déclaration.

Les efforts de rationalisation des États-Unis se sont traduits par une diminution des coûts pour les participants au marché, surtout les petits émetteurs. Un sondage auprès de petits émetteurs et membres de professions libérales prenant part à l'élaboration et à la commercialisation de petites émissions, mené par la SEC après la mise en œuvre de la NSMIA, a conclu que la priorité exercée par le gouvernement fédéral dans le domaine des petites émissions a permis de réduire considérablement les coûts de conformité¹⁹. L'un des répondants a souligné qu'en raison de la priorité du gouvernement fédéral dans ce domaine, le temps consacré aux activités juridiques et parajuridiques pour se conformer à la réglementation des États a diminué, passant de 146 heures à 41,7 heures²⁰.

Autre leçon à tirer de l'expérience américaine : les entreprises préfèrent être assujetties à la réglementation nationale, plutôt qu'à la réglementation des États, toutes choses étant égales. Les répercussions de la NSMIA sur la popularité relative de deux catégories similaires de petites émissions offertes aux petits émetteurs – les émissions de la règle 506 (exemptées de la réglementation des États en vertu de la NSMIA) et les émissions de la règle 505 (non exemptées) – offrent un bon exemple de cette préférence.

La National Securities Market Improvement Act (NSMIA) a priorité sur les États en ce qui a trait à la réglementation des émissions de la règle 506, mais non des émissions de la règle 505. Comme les exigences de la règle 505 et de la règle 506 sont quasi identiques, à l'exception des normes de qualification applicables aux investisseurs, la plupart des spécialistes avisent leurs clients d'opter pour les émissions de la règle 506, plutôt que pour celles de la règle 505. Étant donné l'utilité limitée de la règle 505 depuis l'adoption de la NSMIA, la SEC devrait envisager l'annulation de la règle 505²¹ [traduction].

Le passage aux émissions de la règle 506 témoigne d'une préférence envers la réglementation nationale. Depuis l'adoption de la NSMIA, on constate une baisse marquée de l'utilisation de la règle 505 – en 1994, on comptait 2 163 émissions de la règle 505; en 1999, elles ne totalisaient plus que 1 016. Par contre, le nombre d'émissions de la règle 506 a radicalement augmenté, passant de 5 414 en 1994 à 13 112 en 1999²². En dépit des efforts visant à rationaliser et à harmoniser la réglementation des États dans le secteur des valeurs mobilières, la préférence des émetteurs va au recours à une autorité de réglementation unique et à une seule série de règles.

Le Canada peut en tirer une leçon évidente – les émetteurs préfèrent la certitude qu'offre une seule série de normes nationales. Cela simplifie la conformité et réduit le fardeau réglementaire associé à la mobilisation des capitaux. Cela démontre aussi que les

¹⁹ SEC, Report on the Uniformity of State Regulatory Requirements for Offerings of Securities that are not 'Covered Securities' (11 octobre 1997). Section IV(A.): Benefits of Pre-emption and State Efforts Towards Uniformity (<http://edgar.sec.gov/news/studies/uniformy.htm#seciv>)

²⁰ Report on the Uniformity of State Regulatory Requirements for Offerings of Securities that are not 'Covered Securities', note de bas de page 93 (http://edgar.sec.gov/news/studies/uniformy.htm#FOOTNOTE_93)

²¹ SEC, *Final Report of the SEC Government-Business Forum on Small Business Capital Formation*, juillet 1999 (www.sec.gov/info/smallbus/finrep17.htm)

²² United States General Accounting Office, *Small Business: Efforts to facilitate equity Capital Formation*, (GAO/GGD –00-190, septembre 2000) p. 29-30

émetteurs perçoivent une différence importante entre la réglementation *harmonisée* et la réglementation *nationale* et qu'ils accordent une grande importance à l'application uniforme d'une seule série de normes dans tous les territoires de compétence.

ii) Australie

En Australie, la réforme s'est déroulée sur plusieurs décennies et de manière progressive²³. Le droit des sociétés et la réglementation des valeurs mobilières relevaient traditionnellement des États. La frustration des entreprises, en raison des coûts associés à une réglementation fragmentée, a contraint les États à rechercher des améliorations. Dans les années 1960, ils ont adopté une législation uniforme qui a fini par diverger de nouveau, car les territoires de compétence ont réagi individuellement aux événements.

Dans la foulée des scandales financiers de 1970, un comité sénatorial a recommandé la création d'une commission nationale. En 1978, un régime à trois paliers a été adopté. On y prévoyait que les États adoptent une loi fédérale par référence et que l'on procède à la création d'un organisme fédéral (la National Companies and Securities Commission), outre les Corporate Affairs Commissions existantes. Cette approche procurait une législation uniforme, mais en fragmentait l'administration et l'application. Le juge R. P. Austin de la Cour suprême de New South Wales a décrit cette uniformité des textes législatifs comme suit : «... une coquille vide, à moins qu'elle s'accompagne d'une uniformité de l'administration législative »²⁴ [traduction]. Ce compromis s'est aussi révélé insatisfaisant et a été remplacé par une commission nationale, l'Australian Securities Commission, établie sous l'égide de la législation fédérale, sans la participation des États. Cette situation s'est révélée inconstitutionnelle à certains égards et le régime qui en a découlé fut composé d'une autorité de réglementation unique, s'appuyant sur une loi fédérale que chaque État a fait sienne.

Les éléments qui caractérisent l'évolution du régime australien sont pertinents pour le Canada. Les difficultés liées au maintien d'une législation harmonisée et à la dilution de l'importance de l'harmonisation lorsque l'administration et l'application demeurent fragmentées sont des enjeux du contexte canadien. De même, au Canada, des observateurs ont reconnu la nécessité de s'assurer que les activités d'une autorité de réglementation sont bien fondées en termes d'autorité constitutionnelle. L'expérience australienne fournit aussi un exemple pratique de la manière dont un modèle de délégation peut servir à créer une commission des valeurs mobilières nationale unique, sans qu'il soit nécessaire d'entrer dans le domaine de la réforme constitutionnelle. Ian Ramsey, Harold Ford, professeur de droit commercial à l'Université de Melbourne, résume cette réalisation australienne en soulignant que « peu de gens doutent de la réussite du fonctionnement du régime fédéral du droit des sociétés en Australie au cours de la dernière décennie. Tous ne sont peut-être pas entièrement satisfaits, mais nous n'entendons plus les nombreuses plaintes des années 1980 quant au manque d'uniformité de l'administration de la législation des sociétés et à l'inefficacité de son application »²⁵.

²³ *Comité d'étude de cinq ans*, p. 293-295 (version anglaise)

²⁴ R. P. Austin, *The Role of the Courts following Referral of Power – Some Brief Comments*, document présenté lors de la Corporate Law Teachers Association Conference, 3 novembre 2000

²⁵ Ian Ramsey, *Challenges to Australia's Federal Corporate Law*, Centre for Corporate Law and Securities Regulation, Université de Melbourne (document de recherche)

Il importe aussi de souligner que, tant aux États-Unis qu'en Australie, l'avènement d'un appareil national en matière de réglementation des valeurs mobilières tient en partie à la frustration découlant de l'absence de progrès relativement aux processus d'harmonisation de la réglementation des valeurs mobilières à l'échelle des États. Dans les deux cas, l'harmonisation était perçue comme progressant trop lentement, comme trop sélective et fragmentée et comme difficile à maintenir dans les domaines où elle était atteinte.

IV. Options de réforme

i) Régime de passeport et autorité de réglementation unique

Le Comité de personnes averties demande aux intervenants d'envisager deux grandes options aux fins d'une réforme en profondeur de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, à savoir une autorité de réglementation unique et un régime de passeport. La grille ci-après représente notre évaluation des forces de ces deux modèles. Nous avons examiné divers attributs qui devraient caractériser un modèle de réglementation et déterminé dans quelle mesure ces deux modèles reflètent ces attributs.

Dans cette comparaison, le modèle de l'autorité de réglementation unique est la structure que propose l'ABC (voir ci-après la page xx). Le modèle du régime de passeport utilisé aux fins de comparaison est celui énoncé dans le document de discussion du Comité directeur des ministres, en date du 11 juin. Il importe de souligner que ces deux modèles envisagent la possibilité que certaines provinces ne participent pas à un régime restructuré, du moins à court terme (c'est-à-dire, dans le modèle de l'autorité de réglementation unique, certaines provinces peuvent refuser de participer et de déléguer leurs pouvoirs; dans le modèle du régime de passeport, certaines provinces peuvent refuser de signer des ententes de reconnaissance avec d'autres provinces). Comme cette possibilité est commune aux deux modèles, elle ne fait pas partie de l'évaluation ci-après.

Quoique le Comité directeur des ministres propose le modèle utilisé aux fins de comparaison ci-après, il est utile de souligner que l'Union européenne constitue le principal exemple d'utilisation de l'approche du passeport. La structure de la réglementation européenne des valeurs mobilières est ce qu'elle est en raison du contexte dont elle est issue. Au contraire du Canada, qui possède une base législative et culturelle relativement homogène pour réaliser un régime national de réglementation des valeurs mobilières, l'Union européenne repose sur une base où « ... la plupart des 12 États membres de la Communauté européenne ont leurs propres langue (ou langues), monnaie, système juridique et règles comptables »²⁶ [traduction]. Compliquant les choses encore davantage, les systèmes financiers des États membres ont évolué différemment les uns des autres, ce qui a donné lieu à une situation où « ...le degré de propriété de l'État, tant de l'industrie que du système bancaire, l'étendue des services bancaires universels et l'importance relative de la participation de détail par rapport à la participation institutionnelle dans le marché boursier varient d'un pays à l'autre au sein de la Communauté » [traduction]. Qui plus est, « ...la structure du secteur des valeurs mobilières et le type de mécanismes de marché utilisés (en particulier, l'étendue de la

²⁶ Brian Scott-Quinn, *European Community Regulation of Securities Markets, Ministry of Finance (Japon) Financial Review*, vol. 32, p. 4 (de l'article)

tenue de marché sur le marché boursier) varient considérablement »²⁷ [traduction]. Le contexte européen est tel, que les options étaient limitées – le modèle du régime de passeport est ce que l’on pouvait réaliser de mieux dans ces circonstances – tandis que le contexte canadien ne crée pas de contraintes similaires.

L’analyse qui suit n’est axée que sur le changement de structure - elle ne tient pas compte des réformes applicables au contenu. La réforme du contenu de la réglementation des valeurs mobilières ne peut se substituer à un modèle d’autorité de réglementation unique ou de régime de passeport – elle sert plutôt de complément et pourrait améliorer l’efficacité et l’efficience de l’un ou l’autre des modèles de structure.

Selon les 20 critères énoncés ci-après, l’analyse indique que le modèle du régime de passeport obtient une cote de 10,5 sur 20 (52,5 %) et le modèle de l’autorité de réglementation unique, une cote de 19 sur 20 (95 %). À l’évidence, le modèle de l’autorité de réglementation unique donnerait les meilleurs résultats en termes d’efficacité, d’efficience et de souplesse ainsi qu’en termes de compétitivité du régime de réglementation des valeurs mobilières.

Attribut	Autorité de réglementation unique	Régime de passeport
ÉMETTEURS		
1. Cadre législatif unique pour chaque émetteur individuel	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une autorité de réglementation unique serait responsable d’appliquer et d’administrer une seule loi nationale en matière de valeurs mobilières. Les émetteurs ne feraient donc face qu’à un seul cadre de réglementation.</p>	<p style="text-align: center;">1/2 ✓</p> <p>Vrai en partie. Le régime de passeport permettrait le maintien de cadres législatifs distincts dans chaque province, mais prévoit qu’un seul cadre législatif s’appliquerait à un émetteur donné, c’est-à-dire celui de la province de l’émetteur.</p> <p>Toutefois, comme les investisseurs auraient le droit de déposer une plainte auprès du territoire de compétence de l’investisseur (et non de l’émetteur), lequel en assurerait le règlement, il ne serait pas nécessaire que les émetteurs se familiarisent avec les règles de tous les territoires de compétence et aient la capacité de s’y conformer.</p> <p>En outre, le modèle du régime de passeport prévoit que l’autorité hôte se réserve le droit de prendre des mesures d’application si elle n’est pas satisfaite des mesures d’application prises par l’autorité principale, c’est-à-dire que les émetteurs font toujours face à la</p>

²⁷ *Ibid.*

		possibilité d'avoir à traiter avec plus d'un territoire de compétence.
2. Le même cadre législatif pour tous les émetteurs appartenant à la même catégorie	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Bien que le cadre législatif puisse diverger selon les différentes catégories d'émetteurs – par ex., les PME ou les sociétés pétrolières ou gazières – tous les émetteurs d'une même catégorie sont traités de manière égale. Il n'y aurait aucune variation d'un bout à l'autre du pays.</p>	<p>Le régime de passeport n'assurerait pas l'uniformité pour tous les émetteurs d'une même catégorie. Quoique l'harmonisation des règles soit importante pour assurer le fonctionnement du modèle, le régime de passeport prévoit que l'harmonisation ne se traduirait pas nécessairement par des règles identiques. Le cadre législatif peut diverger d'un territoire de compétence à l'autre, de sorte que les entreprises peuvent recevoir un traitement différent si elles exercent des activités dans plus d'un territoire de compétence. Même si les cadres législatifs sont essentiellement similaires, l'exercice du pouvoir discrétionnaire peut différer et donner lieu à des exigences différentes.</p>
3. Simplifie la conformité pour les émetteurs	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une autorité de réglementation unique administrant une seule série de règles</p>	<p style="text-align: center;">1/2 ✓</p> <p>Vrai en partie. Les émetteurs multiterritoriaux n'auraient en général à se conformer qu'à une seule loi en matière de valeurs mobilières.</p> <p>Le régime de passeport prévoit toutefois que l'autorité hôte se réserve le droit de prendre des mesures d'application si elle n'est pas satisfaite des mesures d'application prises par l'autorité principale, c'est-à-dire que les émetteurs font toujours face à la possibilité d'avoir à traiter avec plus d'un territoire de compétence.</p>
4. Satisfaction des besoins à l'échelle locale et régionale	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Bien que certaines provinces estiment que le modèle de l'autorité de réglementation unique est celui qui tiendrait le moins compte des intérêts locaux, la structure de régie du modèle proposé par l'ABC est conçue de manière à respecter ce critère (c'est-à-dire, qu'il prévoit la capacité d'adopter des règles</p>	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Les provinces et les territoires peuvent rédiger des règles locales, s'ils le jugent approprié. Toutefois, les règles locales seraient assujetties à certaines contraintes : elles devraient être conformes aux principes (à être élaborés) visant à préserver l'intégrité du régime de passeport et à réduire au minimum</p>

	locales d'application intraprovinciale).	les répercussions sur les autres territoires de compétence.
INSCRITS		
5. Un cadre législatif unique pour les inscrits	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une autorité de réglementation unique créerait une structure législative nationale uniforme relativement à tous les aspects de la réglementation des valeurs mobilières, y compris les inscrits.</p>	<p style="text-align: center;">1/2✓</p> <p>Vrai en partie. Le régime de passeport permettrait le maintien de cadres législatifs distincts dans chaque province, mais prévoit qu'un seul cadre législatif s'appliquerait à un inscrit donné, c'est-à-dire celui de la province de l'inscrit.</p> <p>Toutefois, comme les investisseurs auraient le droit de déposer une plainte auprès du territoire de compétence de l'investisseur (et non de l'inscrit), lequel en assurerait le règlement, il ne serait pas nécessaire que les inscrits se familiarisent avec les règles de tous les territoires de compétence et aient la capacité de s'y conformer.</p> <p>En outre, le régime de passeport prévoit que l'autorité hôte se réserve le droit de prendre des mesures d'application si elle n'est pas satisfaite des mesures d'application prises par l'autorité principale, c'est-à-dire que les inscrits font toujours face à la possibilité d'avoir à traiter avec plus d'un territoire de compétence.</p>
6. Simplifie la conformité pour les inscrits	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une autorité de réglementation unique assurerait l'uniformité des exigences d'inscription, de l'administration et de l'application à l'échelle nationale.</p>	<p style="text-align: center;">1/2✓</p> <p>Vrai en partie. Les inscrits n'auraient en général à se conformer qu'à une seule loi en matière de valeurs mobilières. Le régime de passeport prévoit toutefois que l'autorité hôte se réserve le droit de prendre des mesures d'application si elle n'est pas satisfaite des mesures d'application prises par l'autorité principale. De plus, les investisseurs ont le droit de prendre des mesures dans leur propre territoire de compétence (et en vertu des règles de ce dernier), c'est-à-dire que les inscrits font toujours face à la possibilité d'avoir à traiter avec plus d'un territoire de compétence.</p>

INVESTISSEURS		
7. Assure une protection uniforme des investisseurs	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une autorité de réglementation unique procurerait un mécanisme unique d'application uniforme à l'échelle du pays, sans incertitude de compétence.</p>	<p>En vertu du régime de passeport, la responsabilité incomberait au territoire de compétence de l'investisseur (en ce qui a trait aux plaintes des investisseurs) et à l'autorité principale (en ce qui a trait aux mesures d'application). De plus, le territoire de compétence de l'investisseur pourrait prendre des mesures d'application s'il n'est pas satisfait des mesures prises par l'autorité principale. Par conséquent, dans la pratique, la protection des investisseurs pourrait varier d'une province à l'autre.</p> <p>En outre, quoique le modèle prévoit que les provinces chercheraient à conclure des ententes d'application entre eux, on se heurterait aux mêmes difficultés qu'à l'heure actuelle en ce qui a trait aux questions d'application et de conformité interterritoriales.</p>
TOUS LES PARTICIPANTS AU MARCHÉ FINANCIER		
8. Un seul régime administratif et une application uniforme des règles en valeurs mobilières	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une autorité de réglementation unique administrant une seule série de règles, alliée à l'efficacité et à l'uniformité de l'application administrative</p>	<p>Étant donné que le régime de passeport fait intervenir de multiples autorités de réglementation, il se peut que l'on constate des variations dans l'administration et l'interprétation de lois distinctes en matière de valeurs mobilières.</p>
9. Réduit le coût de la structure de réglementation	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>L'autorité de réglementation unique remplacerait les autorités de réglementation provinciales existantes en matière de valeurs mobilières. On pourrait ainsi réaliser des économies d'échelle et répartir plus efficacement les ressources réglementaires.</p>	<p>Dans le régime de passeport, les organismes de réglementation existants demeureraient en place, ce qui maintiendrait le double emploi de la fonction et de la structure (et les coûts qui en découlent) à l'échelle du pays.</p> <p>De plus, malgré l'approche d'une autorité principale, chaque territoire de compétence continuerait de prélever des droits pour maintenir sa propre structure administrative. Par conséquent, on ne réaliserait aucune économie d'échelle.</p>

10. Réduit le volume de la réglementation	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une loi unique en matière de valeurs mobilières remplacerait la législation existante dans ce domaine.</p>	<p style="text-align: center;">1/2✓</p> <p>Le même nombre de lois et de règles continueraient d'exister. Quoique l'on s'efforcerait d'harmoniser la législation, le régime de passeport prévoit que l'harmonisation ne se traduirait pas nécessairement par des lois identiques, c'est-à-dire que des différences persisteraient probablement. Bien que les participants au marché n'auraient en général à traiter qu'avec leur autorité principale, l'approche du modèle en matière de protection des investisseurs (c'est-à-dire relevant du territoire de compétence de l'investisseur) signifie que les participants devraient se familiariser avec les régimes de tous les territoires de compétence.</p>
11. Favorise une réponse rapide et coordonnée aux changements du marché	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une autorité de réglementation unique rationaliserait considérablement le processus d'établissement des règles.</p>	<p style="text-align: center;">1/2✓</p> <p>Vrai en partie. Chaque territoire peut réagir rapidement, mais doit le faire dans le cadre des paramètres de l'entente du régime de passeport. Toute réponse coordonnée exigerait beaucoup plus de temps, comme en témoigne le processus actuel des ACVM.</p> <p>En outre, le régime de passeport repose sur la capacité de tous les territoires de compétence de maintenir une législation et des règles harmonisées. Par conséquent, les modifications importantes qu'il serait nécessaire d'apporter aux règles et à la législation en réponse au changement devraient être effectuées dans tous les territoires de compétence, si l'on souhaite que le régime de passeport fonctionne comme prévu.</p>
12. Accessibilité au système pour tous les participants au marché	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Comme le propose l'ABC, une autorité de réglementation nationale aurait des bureaux régionaux, composés en grande partie des ressources humaines des commissions existantes.</p>	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Les commissions existantes demeureraient en place et des processus seraient en place pour assurer l'accès aux émetteurs, aux inscrits et aux investisseurs par le biais du régime de passeport.</p>

<p>13. Favorise des changements réglementaires novateurs</p>	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>L'autorité de réglementation unique peut rédiger des règles, si elle le juge approprié.</p>	<p style="text-align: center;">1/2✓</p> <p>Les provinces et les territoires peuvent rédiger des règles novatrices, s'ils le jugent approprié.</p> <p>Toutefois, ces règles seraient assujetties à certaines contraintes : elles devraient être conformes aux principes (à être élaborés) visant à préserver l'intégrité du régime de passeport et à réduire au minimum les répercussions sur les autres territoires de compétence.</p> <p>En outre, le régime de passeport repose sur la capacité de tous les territoires de compétence de maintenir une législation et des règles harmonisées. Par conséquent, les modifications novatrices importantes, qui seraient apportées dans un territoire de compétence, devraient l'être dans tous les territoires de compétence, si l'on souhaite que le régime de passeport fonctionne comme prévu.</p>
AUTRES CONSIDÉRATIONS DE POLITIQUE PUBLIQUE		
<p>14. Un cadre clair de reddition des comptes</p>	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>L'autorité de réglementation unique que propose l'ABC serait régie par un conseil de gouverneurs composé de particuliers nommés par tous les gouvernements participants. Les provinces délégueraient leurs pouvoirs au nouvel organisme, lequel serait créé par une loi fédérale. En vertu de cette loi, le ministre des Finances nommerait officiellement les membres du conseil sur l'avis des provinces (comme ci-dessus) et rendrait compte de l'autorité de réglementation.</p>	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Le cadre de reddition des comptes en vertu du régime de passeport serait essentiellement similaire au cadre actuel – chaque autorité de réglementation provinciale rend compte au gouvernement provincial.</p>
<p>15. Améliore le profil international</p>	<p style="text-align: center;">✓</p> <p>Une autorité de réglementation nationale unique ferait figure de voix nationale en ce qui a trait au régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada.</p>	<p style="text-align: center;">1/2✓</p> <p>Le statu quo s'appliquerait : divers organismes provinciaux siègeraient auprès d'organismes internationaux.</p> <p>Toutefois, si tous les territoires de compétence participent, le régime</p>

		pourrait évoluer au point où les ACVM joueraient le rôle de voix nationale unique sur le plan international.
16. Procure une voix internationale pour tous les Canadiens	✓ Une autorité de réglementation nationale unique ferait figure de voix nationale en ce qui a trait à la <u>totalité</u> du régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada et servirait les intérêts de la totalité du marché financier.	1/2✓ Le statu quo s'appliquerait : divers organismes provinciaux siègeraient auprès d'organismes internationaux. Toutefois, si tous les territoires de compétence participent, le régime pourrait évoluer au point où les ACVM joueraient le rôle de voix nationale unique sur le plan international.
17. Mise sur l'expertise réglementaire actuelle en matière de valeurs mobilières	✓ L'autorité de réglementation unique puiserait ses connaissances et ses ressources humaines principalement chez les autorités de réglementation provinciales existantes.	✓ Le régime de passeport maintient essentiellement l'expertise réglementaire existante.
18. Fonctionne d'après la division des pouvoirs constitutionnels actuelle	✓ L'autorité de réglementation se fonderait sur les pouvoirs existants pour déléguer sa compétence ou légiférer par référence ainsi qu'au moyen des pouvoirs fédéraux sur le commerce interprovincial.	✓ La compétence continue de relever des gouvernements provinciaux.
19. Facilité de passage à une structure et à un régime de réglementation des valeurs mobilières plus efficaces à l'échelle du pays	Le passage à une autorité de réglementation unique exige un processus de transition plus complexe, prévoyant la création d'un nouvel organisme, le transfert d'employés entre organisations et le transfert de l'autorité réglementaire à de nouveaux territoires de compétence.	✓ Le régime de passeport nécessiterait une législation harmonisée et des ententes entre les provinces participantes. Toutefois, puisqu'il maintient l'infrastructure existante, il est plus facile à mettre en œuvre que l'autorité de réglementation unique.
20. Procure une plate-forme pour passer à une autorité nationale unique en matière de surveillance de la conformité	✓ Ce modèle crée une infrastructure qui pourrait couvrir tous les aspects de la réglementation en matière de surveillance de la conformité dans les services financiers. La réglementation des banques pourrait passer d'un régime fédéral à un régime de collaboration fédéral-	En vertu du régime de passeport, cette responsabilité incomberait au territoire de compétence du consommateur (en ce qui a trait aux plaintes des consommateurs) et à l'autorité principale (en ce qui a trait aux mesures d'application). De plus, le territoire de compétence du consommateur pourrait prendre des

	provincial.	<p>mesures d'application s'il n'est pas satisfait des mesures prises par l'autorité principale. Par conséquent, dans la pratique, la protection des consommateurs pourrait varier d'une province à l'autre.</p> <p>En outre, quoique le modèle prévoit que les provinces chercheraient à conclure des ententes d'application entre elles, on se heurterait aux mêmes difficultés qu'à l'heure actuelle en ce qui a trait aux questions d'application et de conformité interterritoriales.</p> <p>De plus, comme le modèle du régime de passeport maintient les commissions provinciales, toute tentative visant à créer un régime de réglementation national en matière de surveillance de la conformité dans le cadre du régime de passeport se traduirait par un accroissement de la fragmentation et du double emploi réglementaires pour les banques qui sont actuellement assujetties à une autorité de réglementation fédérale unique en matière de surveillance de la conformité (l'ACFC).</p>
--	-------------	---

D'après l'analyse qui précède, il est manifeste que la mise en œuvre du modèle du régime de passeport se traduirait par des améliorations importantes par rapport au statu quo, surtout en ce qui a trait à la simplification des exigences en matière de conformité applicables aux émetteurs et aux inscrits. Par ailleurs, nous sommes aussi d'avis qu'une autorité de réglementation nationale procurerait des avantages plus importants et une efficacité accrue pour le marché financier et les participants au marché. Elle mérite donc un examen approfondi de la part des artisans de la politique et des gouvernements du pays. Lorsqu'il s'agit d'évaluer ces options, il importe d'examiner les facteurs suivants :

- La structure de réglementation devrait correspondre à la taille et à l'envergure du marché et de ses participants. Le Canada possède un marché financier national qui est bien intégré aux marchés mondiaux. Par conséquent, nous sommes d'avis qu'il serait plus efficace de se doter d'une autorité de réglementation nationale unique, qui reflète la réalité financière et est ouverte à des modifications en vue de répondre aux préoccupations locales, plutôt que d'avoir recours au régime existant, composé de multiples autorités de réglementation qui doivent sans cesse modifier et rajuster leurs règles locales pour refléter la réalité financière. En termes simples, il est préférable de recourir à une autorité de réglementation nationale unique pour desservir un marché national, plutôt qu'à une multitude d'organismes locaux qui se donnent beaucoup de

mal, souvent sans succès, pour atteindre les résultats d'une autorité de réglementation nationale.

- Une autorité de réglementation unique, administrant une seule série de règles, permettrait de réduire la complexité du cadre de réglementation ainsi que les coûts de réglementation directs et indirects. À un premier degré, elle permettrait de réduire le nombre de dépôts de prospectus, les frais à verser et le nombre d'employés. Mais surtout, elle permettrait de réduire le degré de l'incertitude réglementaire à laquelle les participants au marché font face et d'améliorer la capacité d'adaptation du cadre de réglementation. Chaque participant saurait quelles règles s'appliquent et qu'elles seront administrées uniformément.
- Une autorité de réglementation unique serait davantage en mesure de répartir les ressources efficacement et de réaliser des économies d'échelle. Au lieu de nombreuses autorités de réglementation travaillant pour différentes commissions et examinant les mêmes enjeux, les ressources réglementaires pourraient être utilisées efficacement au sein d'un organisme de réglementation unique. Tous les territoires de compétence auraient accès aux services d'employés chevronnés, un peu partout au pays. Des bureaux régionaux, au besoin, pourraient offrir une expertise régionale.
- Une autorité de réglementation unique procurerait au Canada une voix unique sur le plan international et un mécanisme permettant de réagir aux événements en temps opportun. Elle serait responsable de protéger les intérêts du marché financier canadien.

Par conséquent, même si nous apprécions les avantages supplémentaires qui découleraient de la mise en œuvre d'un régime de passeport et reconnaissons qu'un tel régime pourrait se concrétiser plus rapidement, l'ABC recommande que les gouvernements du Canada se donnent pour objectif de mettre en place une autorité de réglementation nationale afin de se doter d'une structure de réglementation efficace.

ii) Considérations de compétence relativement au modèle de l'autorité de réglementation unique

Ces dernières années, plusieurs façons de créer une autorité de réglementation nationale unique ont été identifiées dans le cadre des débats de politique publique portant sur la réforme de la réglementation des valeurs mobilières. L'une des considérations clés qui sous-tend les différents modèles consiste à déterminer comment s'assurer qu'une autorité de réglementation unique aurait des pouvoirs constitutionnels clairs pour exercer sa compétence de réglementation à l'égard de toutes les questions reliées aux valeurs mobilières. Comme nous l'indiquons clairement ci-après, nous sommes d'avis que a) la manière dont la réglementation des valeurs mobilières s'exerce actuellement ne reflète pas nécessairement la répartition réelle du pouvoir constitutionnel en matière de valeurs mobilières entre les paliers de gouvernement et que b) l'engagement du gouvernement fédéral est nécessaire si l'on veut s'assurer qu'une autorité de réglementation nationale a l'autorité réglementaire nécessaire.

Nous désirons soulever les deux questions suivantes :

1. Bien que les questions reliées aux valeurs mobilières, qui sont purement intraprovinciales, relèvent de la compétence des provinces et des territoires, leur compétence peut-elle aussi s'exercer clairement lorsqu'il s'agit de questions reliées aux valeurs mobilières, qui comportent des aspects interprovinciaux et internationaux?

Il existe une certaine incertitude en ce qui a trait à l'autorité légale des provinces et des territoires de réglementer des transactions interterritoriales. Dans son examen de la jurisprudence et de la documentation dans ce domaine, le professeur Jeffrey MacIntosh de l'école de droit de l'Université de Toronto souligne que « ...*les provinces ne peuvent déléguer à une commission nationale que l'autorité qu'elles possèdent sur le plan constitutionnel. [...] La capacité des provinces de réglementer des transactions de nature interprovinciale ou internationale est de plus en plus problématique. Une commission nationale exerçant ses activités sous l'autorité d'une délégation provinciale conjointe n'aurait pas plus de pouvoir pour réglementer des transactions interterritoriales que n'en possèdent les provinces*²⁸ » [traduction]. Qui plus est, comme le souligne le rapport Crawford, « *jusqu'à présent, les provinces ont revendiqué la compétence en matière de réglementation des valeurs mobilières en vertu de leur pouvoir en matière de droit de propriété et de droits civils dans leur province. Toutefois, au cours des dernières décennies, les activités reliées aux valeurs mobilières ont progressivement acquis une nature qui est davantage interprovinciale ou nationale. Par conséquent, le gouvernement fédéral a sans doute une compétence qui chevauche celle des provinces relativement aux questions de réglementation des valeurs mobilières en vertu de son « pouvoir en matière de commerce » ou en vertu de son pouvoir général de créer des lois pour assurer la paix, l'ordre et le bon gouvernement du Canada' »* [traduction]. En effet, comme il est souligné ci-dessus, le marché financier canadien n'est pas de nature essentiellement locale, car les deux tiers des émetteurs déclarent leurs activités dans plus d'une province. Même dans l'industrie pétrolière et gazière, où il existe une distorsion régionale évidente quant à la localisation de l'activité économique, le marché financier approprié est national – dans toutes les catégories, à l'exception de la plus petite, les émetteurs déclarent leurs activités aussi bien en Ontario qu'en Alberta. Tout ceci laisse suggérer que les modèles d'autorité de réglementation unique qui reposent uniquement sur la délégation par les gouvernements provinciaux sont problématiques.

2. Bien qu'il soit clair que les questions de réglementation des valeurs mobilières, qui comportent des aspects interprovinciaux et internationaux, relèvent de la compétence du gouvernement fédéral, nonobstant la pratique passée du gouvernement fédéral de ne pas exercer cette autorité, peut-on tirer une conclusion similaire relativement à la réglementation de questions purement intraprovinciales?

²⁸ Jeffrey G. MacIntosh, A National Securities Commission for Canada?, in T.J. Courchene and E.H. Neave eds. *Reforming the Canadian Financial Sector: Canada in Global Perspective*, John Deutsch Institute for the Study of Economic Policy, 1997, p. 208. Joyce Maykut fait aussi valoir « qu'un modèle interterritorial qui englobe le territoire de compétence fédéral sera inévitablement plus sécuritaire sur le plan constitutionnel qu'un modèle qui ne l'englobe pas » [traduction]. Joyce C. Maykut, An Alternative Regulatory Model for Canada, 8th Annual Queen's Business Law Symposium, 16 novembre 2001, p. 13

L'analyse juridique existante²⁹ indique que le gouvernement fédéral est en droit de revendiquer l'exercice de sa compétence relativement aux opérations de valeurs mobilières interprovinciales et internationales. Toutefois, cette autorité est moins claire dans le cas des transactions intraprovinciales qui semblent davantage relever de la compétence des gouvernements provinciaux en vertu de leur pouvoir en matière de droit de propriété et de droits civils dans leur province. Par conséquent, un modèle d'autorité de réglementation unique excluant la participation provinciale pourrait aussi être problématique.

iii) Options relatives à une autorité de réglementation nationale unique

Nous analysons ci-après trois modèles d'autorité de réglementation nationale unique.

Modèle de la délégation interprovinciale : Les provinces pourraient, sans la participation du gouvernement fédéral, établir une commission de réglementation pancanadienne, à laquelle elles délégueraient leur compétence en matière de réglementation des valeurs mobilières. Ce modèle permettrait d'atténuer les préoccupations politiques quant à l'ingérence fédérale dans un domaine que les provinces considèrent de leur compétence. Il permettrait aussi de réaliser une grande part de l'efficacité associée à une autorité de réglementation unique. Par contre, il souffrirait de l'incertitude juridique associée aux pouvoirs de l'organisme sur les questions reliées aux valeurs mobilières, qui comportent des aspects interprovinciaux et internationaux.

Un tel organisme pancanadien serait probablement créé en vertu de la législation des valeurs mobilières de tous les territoires de compétence participants. Par conséquent, il ne pourrait procurer un mécanisme clair de reddition des comptes, car tous les territoires de compétence participants seraient responsables de cette commission. En outre, bien que la législation des territoires de compétence participants serait harmonisée, cette option risque de présenter des difficultés administratives en ce qui a trait aux modifications législatives à venir, afin d'assurer que chaque territoire de compétence autorise la commission à administrer des mesures législatives uniformes.

Modèle fédéral unilatéral : Le gouvernement fédéral pourrait adopter unilatéralement une loi en matière de valeurs mobilières et créer une commission des valeurs mobilières. Une commission fédérale unilatérale établirait un cadre clair de reddition des comptes : une commission fédérale en vertu d'une loi fédérale, relevant du Parlement du Canada par le biais d'un ministre approprié. Elle procurerait au Canada une voix unique sur le plan international. En outre, une présence fédérale dans le domaine des valeurs mobilières favoriserait une meilleure coordination des questions de politique économique à l'échelle nationale – la politique monétaire, la politique bancaire et la politique budgétaire et fiscale nationale relèvent du gouvernement fédéral. Jusqu'à présent, la réglementation du marché financier fait exception.

Par contre, cette loi pourrait être contestée par certaines provinces ou certains territoires, ce qui risque d'être source d'incertitude sur le marché. Le gouvernement fédéral pourrait réduire le degré d'incertitude en adoptant la loi appropriée et en la soumettant aux tribunaux avant de créer la commission. La capacité du gouvernement d'aller de l'avant

²⁹ MacIntosh, A National Securities Commission for Canada?

dépendrait du résultat. On peut prévoir un résultat qui confirmerait la compétence fédérale sur les activités interprovinciales et internationales, mais non sur les questions intraprovinciales. Par conséquent, ce modèle ne procure sans doute pas un régime de réglementation complet, englobant tous les aspects des activités reliées aux valeurs mobilières et pourrait se traduire par une augmentation du nombre d'organismes de réglementation des valeurs mobilières, soit un organisme fédéral en plus des organismes provinciaux existants.

Modèle de collaboration fédérale-provinciale : Dans ce modèle, les gouvernements fédéral et provinciaux conviennent d'établir un organisme de réglementation unique pour assurer la supervision du « marché financier national ». Ce marché national comprendrait tous les territoires de compétence qui participent au modèle.

La commission ainsi créée relèverait d'un conseil des gouverneurs. Chaque territoire de compétence participant nommerait une personne au conseil pour y siéger de manière à créer un degré de confiance élevé sur le marché financier canadien, en protégeant les intérêts des investisseurs et en favorisant l'efficacité du marché financier. En vertu de leur majorité, les personnes nommées par les provinces pourraient exercer un contrôle sur le conseil. Les territoires de compétence participants délégueraient leur compétence réglementaire à cette commission.

Par ailleurs, ce modèle procurerait un régime de réglementation exempt de conflit de compétence, puisqu'il s'agit d'un effort de collaboration. Il procurerait aussi un régime de réglementation complet, englobant tous les aspects des questions reliées aux valeurs mobilières dans les territoires de compétence participants. Cette représentativité permettrait aussi à l'autorité de réglementation unique de servir de mécanisme d'administration des exemptions et des règles locales et ce, d'une manière coordonnée qui protège la nature nationale du marché. En outre, ce modèle procurerait au Canada une voix nationale sur les tribunes internationales en matière de valeurs mobilières. Bien que les provinces non participantes puissent souhaiter maintenir une voix internationale, la présence du gouvernement fédéral dans ce modèle améliorerait son envergure sur la scène internationale. Il importe dans un tel modèle de s'assurer qu'il existe un cadre clair de reddition des comptes, ce qui pourrait se faire par l'enchâssement du modèle dans une seule loi relevant d'un seul territoire de compétence.

Toutefois, comme ce modèle implique qu'une province peut refuser d'y participer, il se peut qu'il ne couvre pas la totalité du marché financier canadien.

D'après l'analyse qui précède, nous croyons qu'une autorité de réglementation unique, fondée sur un modèle de collaboration fédérale-provinciale, constitue le meilleur choix pour le Canada. Nous incitons donc les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux à opter pour ce modèle.

iv) Détails sur le modèle d'autorité de réglementation nationale proposé par l'ABC

Dans ce modèle, le gouvernement fédéral jouerait un rôle, mais le **contrôle de la Commission canadienne des valeurs mobilières (CCVM) serait assuré par un conseil des gouverneurs, composé d'une majorité de personnes nommées par les**

provinces et les territoires. La participation du gouvernement fédéral faciliterait la coordination avec les autres autorités de réglementation et artisans de la politique du Canada et procurerait certains avantages sur le plan international.

Voici une présentation détaillée de la structure de la CCVM proposée.

- La CCVM serait un organisme national, auquel les provinces et les territoires accepteraient de participer. Elle débiterait ses opérations lorsqu'une masse critique de provinces et de territoires serait atteinte. La totalité des territoires de compétence participants constitueraient le « marché national des valeurs mobilières », sur lequel la CCVM exercerait une compétence entière et exclusive en matière de réglementation. Si tous les territoires de compétence acceptaient de participer à cet organisme, il n'existerait plus qu'une seule autorité de réglementation des valeurs mobilières au Canada et le « marché national des valeurs mobilières » engloberait le pays tout entier.
- Une fois opérationnelle, la CCVM obtiendrait son financement auprès des participants de l'industrie, par le biais de droits. Elle fonctionnerait selon le principe de la récupération des coûts et ne transférerait aucun excédent à aucun palier de gouvernement. Tout excédent constant reviendrait en bout de ligne aux actionnaires. Tout excédent d'un budget donné pourrait aussi servir à réduire les frais d'un cycle subséquent, comme la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario propose de le faire. La CCVM démarrerait à neuf sur le plan financier.
- La CCVM serait responsable de tous les aspects de la réglementation des valeurs mobilières qui relèvent actuellement du palier provincial et territorial, y compris la reconnaissance et la supervision des organismes d'autoréglementation, tels que l'ACCOVAM. La CCVM aurait une vaste compétence en matière d'établissement des règles, d'envergure similaire à la pratique actuelle des principaux territoires de compétence provinciaux, et détiendrait de pleins pouvoirs d'application. Les gouvernements provinciaux et territoriaux qui participent à la CCVM délégueraient toute autorité à cette commission.
- La CCVM aurait l'autorité d'adapter ses règles aux besoins du marché en établissant des règles nationales pour répondre aux besoins particuliers de certains secteurs, tels que l'industrie minière, le secteur pétrolier et gazier ou le secteur de la petite entreprise. En outre, les provinces estiment de longue date qu'un organisme national ne répondrait pas aux besoins locaux des petites entreprises en quête de capitaux. La plupart des propositions de réforme de la structure réglementaire reconnaissent qu'il s'agit d'une préoccupation légitime. Par conséquent, la CCVM devrait avoir l'autorité d'administrer des règles locales au nom des provinces et des territoires. Afin de ne pas altérer la nature nationale du marché financier, ces règles locales **ne s'appliqueraient pas** automatiquement aux participants. Ces derniers devraient plutôt choisir qu'elles soient appliquées et toute transaction reposant sur ces règles locales devrait être clairement identifiée, avec déclaration complète dans le cas des investisseurs. En règle générale, une règle locale serait plus permissive que restrictive. Par exemple, elle pourrait prévoir des dispenses relatives aux prospectus pour faciliter la

mobilisation des capitaux. Les émetteurs qui ne choisiraient pas que ces règles s'appliquent à eux seraient automatiquement assujettis aux règles nationales.

Chaque fois qu'une règle locale serait appliquée, les trois scénarios suivants pourraient survenir.

- La CCVM approuve la règle locale, mais exige que la promotion de toutes les valeurs mobilières vendues en vertu de cette disposition ne puisse s'adresser à des résidents de l'extérieur du territoire de compétence visé, que ce soit sur le marché primaire ou secondaire.
- Plus d'un territoire de compétence adopte la même règle locale. Dans ce cas, des transactions transfrontalières pourraient avoir lieu entre ces territoires.
- Les mérites de la règle locale deviennent évidents pour tous les participants et le conseil des gouverneurs l'adopte en tant que règle nationale.

Chaque fois que la CCVM recevrait une demande en vue d'administrer des règles locales, elle devrait d'abord examiner si les objectifs peuvent plutôt être atteints au moyen d'une règle nationale. La décision finale appartiendrait à la CCVM, laquelle pourrait refuser d'administrer une règle locale, si elle juge que la proposition nuirait aux investisseurs ou au marché financier canadien.

Comme il est souligné ci-dessus, l'administration des règles locales se fonderait sur les principes suivants : la règle locale ne doit pas nuire aux investisseurs ou au marché financier national. En outre, les règles locales ne devraient pas ajouter de la complexité ou de la confusion à la tâche administrative, entraînant des coûts de réglementation inutiles, tant au niveau de la CCVM que de la conformité.

- La CCVM représenterait le Canada auprès d'organismes internationaux (tels que l'OICV) et dans les relations ou négociations internationales, comme celles avec la SEC. L'existence de la CCVM procurerait une véritable solution de rechange nationale qui n'existe pas présentement.
- La supervision de la CCVM relèverait d'un conseil des gouverneurs, auquel le gouvernement de chaque territoire de compétence participant serait autorisé à nommer un membre.

Ce conseil assurerait, à l'instar d'un conseil d'administration, la supervision de la CCVM (par ex., approbation du budget, politiques d'exploitation de la CCVM, etc.), mais ne s'engagerait pas dans le fonctionnement quotidien de la CCVM. Le conseil serait également responsable d'autoriser les règles (élaborées par la CCVM) à être rendues publiques aux fins d'observation du public. Le conseil n'agirait pas en tant que tribunal de réglementation et n'entendrait pas les appels interjetés contre les décisions de la CCVM en matière de réglementation. Les membres du conseil devraient posséder une expérience appropriée du marché financier pour aider la CCVM à atteindre efficacement ses objectifs et devraient assumer leurs responsabilités de

manière à satisfaire les intérêts de tous les intervenants – ils **ne représenteraient pas** le gouvernement qui les a nommés.

Tous les membres du conseil auraient les mêmes rôles et les mêmes pouvoirs. Le conseil élirait le président. Dans tous les cas, le contrôle du conseil relèverait des gouverneurs nommés par les gouvernements provinciaux et territoriaux, en vertu de leur représentativité majoritaire.

Dans des circonstances ordinaires, les gouverneurs exerceraient un droit de vote égal et une majorité simple s'appliquerait. Dans le cas de questions particulières et exceptionnelles, il pourrait être approprié d'obtenir un niveau de consensus plus élevé. Dans un tel cas, il serait sans doute plus approprié d'utiliser un mécanisme de vote qui soit pondéré par la population ou l'activité du marché financier ou de maintenir la règle « un membre, un vote », mais d'exiger une majorité qualifiée (deux tiers) pour passer au vote. Des règles spécifiques devraient être établies afin de déterminer dans quels cas ce vote spécial s'appliquerait.

Le conseil nommerait le commissaire et les commissaires délégués de la CCVM, qui seraient responsables de transmettre la réglementation, d'élaborer les règles aux fins d'examen par les gouverneurs et d'agir en tant que tribunaux de réglementation.

Comme les gouverneurs devraient avoir une expérience du marché financier, les provinces puiseraient sans doute dans leur structure de réglementation existante pour nommer leur premier membre au conseil.

- La CCVM déposerait, de concert avec les ministres désignés de chaque territoire de compétence participant, un énoncé de priorités pour l'année à venir. Avant ce dépôt, une ébauche serait rendue publique aux fins de commentaires. En outre, la CCVM remettrait un rapport annuel aux ministres désignés, lequel serait déposé dans les législatures respectives.
- La CCVM formerait un centre d'expertise en matière de réglementation des valeurs mobilières et utiliserait cette expertise pour établir des règles et élaborer des modifications à la loi sur les valeurs mobilières.
- La CCVM mettrait à contribution l'expertise des commissions des valeurs mobilières participantes existantes et aurait un réseau de bureaux régionaux. Pendant la transition, les provinces participantes maintiendraient leurs bureaux, lesquels seraient rationalisés en centres régionaux. Par la suite, le conseil rendrait des décisions relativement à la dotation en personnel et à l'emplacement des bureaux, d'après les besoins du marché financier et les besoins administratifs.
- Quoique les provinces délégueraient leur autorité au nouvel organisme, la CCVM serait enchâssée dans une loi fédérale et sa responsabilité incomberait au ministre fédéral des Finances. À ce titre, le ministre des Finances aurait la responsabilité d'approuver les règles rédigées par la CCVM.

Pour élaborer cette proposition, l'ABC a examiné différents modèles visant à concrétiser l'engagement fédéral, c'est-à-dire, un modèle où chaque territoire de compétence

participant adopte une loi sur les valeurs mobilières, que la CCVM administre en déléguant l'autorité à la CCVM, et un modèle où une loi fédérale sur les valeurs mobilières constitue la loi enchâssant la CCVM. Dans le premier cas, tous les territoires de compétence participants (fédéral et provinciaux) adoptent une loi sur les valeurs mobilières identique, comme le prévoit le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, et délèguent leur autorité réglementaire à la CCVM. Ce modèle traiterait chaque participant de manière égale et, ainsi, serait sans doute plus acceptable pour les provinces et les territoires. Toutefois, ce serait au prix d'une complexité administrative accrue. Cette complexité pourrait être évitée en faisant de la loi sur les valeurs mobilières une sorte de « loi plate-forme » qui laisserait bon nombre de détails aux règles que la CCVM aurait le pouvoir de rédiger. La complexité administrative pourrait aussi être quelque peu atténuée si les ministres n'approuvaient que les règles les plus importantes. Toutefois, le véritable défi de cette approche est l'absence de responsabilité politique directe et non équivoque.

Le modèle que l'ABC recommande, c'est-à-dire l'enchâssement de la CCVM dans une loi fédérale, allié à la responsabilité d'un ministre fédéral, comporte l'avantage d'établir une chaîne claire et non équivoque de responsabilité parlementaire. Le ministre fédéral désigné serait responsable des actions de la CCVM. En outre, ce modèle offrirait aussi des avantages administratifs. Lorsqu'il faudrait modifier la loi ou approuver des règles, une seule législature serait directement en cause, assurant que la CCVM serait assujettie à une loi uniforme et pourrait administrer les mêmes règles dans tous les territoires de compétence participants.

V. Conclusion

Le secteur bancaire estime que nous avons une occasion unique d'entreprendre une réforme en profondeur de la manière dont nous réglementons les valeurs mobilières au Canada. L'appel au changement provient d'une vaste éventail de participants au marché, qui observent directement les coûts supplémentaires associés à un régime de réglementation qui ne répond pas aux besoins de l'économie canadienne et du marché financier canadien.

Le régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada est le fruit de notre histoire. Le Canada n'est pas unique à cet égard – l'Australie et les États-Unis ont connu un parcours historique similaire. Pourtant, alors que le régime de réglementation du Canada n'a pas suivi l'évolution de l'économie, du marché financier et des institutions financières, les régimes australiens et américains ont réussi à mener à bien une importante réforme et à établir un régime de réglementation reflétant les meilleures pratiques internationales. Dans ces pays, la réforme n'a été ni rapide, ni facile, mais ses avantages sont manifestes.

Nous croyons que les Canadiens méritent un régime de réglementation doté de normes aussi élevées. Bien que nous reconnaissons qu'une réforme en profondeur exige du temps et beaucoup d'efforts, nous croyons également que les Canadiens ne devraient se contenter que des meilleurs résultats qu'ils peuvent atteindre. Le modèle d'autorité de réglementation, fondée sur une collaboration fédérale-provinciale, qui est proposé ici constitue, à notre avis, la meilleure solution qui soit.

En bout de ligne, ce modèle engloberait la totalité des provinces et des territoires. Entre temps, il est peu probable que ce soit le cas. Par conséquent, il faut tenir compte de deux importants éléments – la masse critique nécessaire pour créer la CCVM et la relation de travail que la CCVM aurait avec les provinces et les territoires non participants.

Notre mémoire est axé sur un modèle final, pleinement mise en œuvre. Les questions de transition sont une préoccupation légitime et doivent être prises en compte. Par exemple, la structure du conseil des gouverneurs serait-elle différente aux premiers stades? Quel type de relation existerait-il entre la CCVM et les territoires de compétence non participants? Il faudrait répondre à ces questions au moyen d'un modèle de collaboration, y compris un régime de passeport. Les questions de transition ne sont pas insurmontables et ne sont pas un obstacle à la création d'une autorité de réglementation nationale unique, fondée sur une collaboration fédérale-provinciale. Par conséquent, nous croyons qu'il est dans le meilleur intérêt des Canadiens que nos gouvernements travaillent ensemble pour atteindre cet objectif.