



BIBLIOTHÈQUE *du* PARLEMENT

LIBRARY *of* PARLIAMENT

ÉTUDE GÉNÉRALE



Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières

1. Aspects économiques

Publication n° 2012-28-F
Le 30 avril 2012

Maxime-Olivier Thibodeau

Division des affaires juridiques et législatives
Service d'information et de recherche parlementaires

**Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières –
1. Aspects économiques
(Étude générale)**

La présente publication est aussi affichée en versions HTML et PDF sur IntraParl (l'intranet parlementaire) et sur le site Web du Parlement du Canada.

Dans la version électronique, les notes de fin de document contiennent des hyperliens intégrés vers certaines des sources mentionnées.

This publication is also available in English.

Les **études générales** de la Bibliothèque du Parlement présentent et analysent de façon objective et impartiale diverses questions d'actualité sous différents rapports. Elles sont préparées par le Service d'information et de recherche parlementaires de la Bibliothèque, qui effectue des recherches et fournit des informations et des analyses aux parlementaires ainsi qu'aux comités du Sénat et de la Chambre des communes et aux associations parlementaires.

TABLE DES MATIÈRES

1	INTRODUCTION.....	1
2	ÉTAT ACTUEL DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA.....	1
2.1	Contexte du commerce des valeurs mobilières au Canada.....	1
2.2	Le régime de passeport.....	2
3	VERS L'ÉLABORATION D'UN PROJET D'ORGANISME FÉDÉRAL DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES.....	3
3.1	Historique des propositions de gestion fédérale des valeurs mobilières au Canada.....	3
3.2	Le Bureau de transition canadien en valeurs mobilières.....	4
3.3	La <i>Proposition concernant une loi canadienne intitulée</i> <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	4
4	ENJEUX ÉCONOMIQUES : DES ARGUMENTS À DOUBLE TRANCHANT.....	5
4.1	Coût de la réglementation et complexité du régime actuel.....	5
4.2	Coût du capital.....	6
4.3	Coût des nouvelles émissions publiques.....	7
4.4	Participation aux marchés internationaux.....	7
4.5	Économies régionales.....	8
5	CONCLUSION.....	9

PROJET D'ORGANISME FÉDÉRAL DES VALEURS MOBILIÈRES – 1. ASPECTS ÉCONOMIQUES*

1 INTRODUCTION

Au fil des ans, un certain nombre d'intervenants ont encouragé la création d'un organisme fédéral des valeurs mobilières. D'autres sont d'avis qu'il serait préférable de conserver le régime actuel de réglementation des valeurs mobilières, et ce, tout en travaillant en vue d'une meilleure harmonisation des règles.

Plus récemment, le gouvernement fédéral a proposé une loi visant la création d'un organisme fédéral de réglementation responsable de la mise en œuvre d'une loi unique sur les valeurs mobilières. En décembre 2011, la Cour suprême du Canada déclarait inconstitutionnelle cette mesure législative. Quelques mois plus tard, dans le budget de 2012, le gouvernement réitérait ses arguments d'ordre économique en faveur de la création d'un organisme unique¹.

La présente publication se propose de synthétiser le point de vue des tenants du régime actuel et celui des défenseurs de la mise sur pied d'un organisme fédéral des valeurs mobilières. Elle décrit l'état actuel de la réglementation des valeurs mobilières et les démarches liées au projet d'organisme fédéral effectuées par le gouvernement fédéral et par d'autres intervenants.

2 ÉTAT ACTUEL DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

2.1 CONTEXTE DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

Le commerce des valeurs mobilières au Canada s'est transformé plusieurs fois depuis sa naissance en 1832, alors que les actions du premier chemin de fer canadien étaient transigées par un cercle restreint de courtiers au Exchange Coffee House à Montréal².

Aujourd'hui, l'industrie des valeurs mobilières permet aux entreprises et aux administrations publiques de mobiliser des capitaux à l'aide de titres de créance ou d'actions, ce qui est essentiel au développement de l'économie. L'industrie des valeurs mobilières est composée de trois types de firme : les firmes de courtage intégré, les firmes de courtage institutionnel et les firmes de courtage de détail. Les firmes de courtage intégré qui, pour la plupart, sont des filiales des six grandes banques canadiennes détiennent la plus grande part du chiffre d'affaires de l'industrie³.

En 1999 a lieu une réorganisation des marchés financiers canadiens. La Bourse de Toronto et la Bourse de Montréal deviennent respectivement le marché exclusif des titres à grande capitalisation et le marché exclusif des instruments dérivés. La Bourse de croissance du Canada (CDNX), résultat de la fusion des bourses

de Vancouver et de l'Alberta, puis de celle de Winnipeg, devient le marché des titres à petite capitalisation⁴.

En 2001, la Bourse de Toronto fait l'acquisition de la Bourse CDNX, qui a été rebaptisée, en 2002, Bourse de croissance TSX. Elle fait dès lors partie du Groupe TSX, qui comprend également la Bourse de Toronto. En 2008, la Bourse de Montréal et le Groupe TSX s'associent pour créer le Groupe TMX.

2.2 LE RÉGIME DE PASSEPORT

Le Canada dispose d'un « régime de passeport » qui vise à fournir aux participants au marché un guichet unique aux marchés financiers canadiens⁵, et ce, dans un contexte où toutes les provinces et tous les territoires disposent d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières établi en vertu de leur compétence constitutionnelle en matière de propriété et de droits civils⁶. La première démarche en vue de l'établissement d'un tel régime a été faite le 30 septembre 2004, date à laquelle les ministres provinciaux et territoriaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières, à l'exception de celui de l'Ontario, ont conclu un *Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières*⁷.

La première phase du régime de passeport a été réalisée en septembre 2005 par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), au moyen de modifications apportées aux règles et aux politiques, mais la portée du régime est alors limitée en raison du manque d'harmonisation de la réglementation des valeurs mobilières. Au cours des années qui ont suivi, les juridictions participantes ont mis en œuvre des règlements harmonisés sur les valeurs mobilières, conçus pour supporter un régime de passeport entièrement opérationnel et pour compléter les instruments développés par les ACVM⁸. Le 17 mars 2008, le régime de passeport a été mis en place, au moment de l'entrée en vigueur de nouveaux instruments multilatéraux et nationaux visant les émetteurs de valeurs mobilières⁹. Le nouveau régime d'inscription harmonisé¹⁰, qui constitue la dernière étape de la mise en œuvre du régime de passeport¹¹, est en vigueur depuis le 28 septembre 2009.

Au moyen de ce régime de passeport, les participants peuvent faire approuver un prospectus, obtenir une exemption discrétionnaire, ou s'inscrire en tant que courtier ou conseiller en obtenant une décision de l'autorité chargée des valeurs mobilières dans leur province ou territoire, l'« autorité principale », et voir cette décision appliquée dans toutes les autres juridictions participantes. Les participants peuvent également accéder au marché de l'Ontario à l'aide d'un mode d'interaction selon lequel la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) prend sa propre décision, mais s'en remet généralement à l'examen de l'autorité principale. En retour, les autorités participant au régime de passeport acceptent les décisions prises par la CVMO concernant les participants de l'Ontario¹².

Cette reconnaissance mutuelle du régime de passeport ressemble à ce qui est proposé dans le système éventuel de libre-échange des valeurs mobilières avec les États-Unis et les autres pays du G7¹³, qui établirait une forme de reconnaissance internationale des exigences d'inscription pour les émetteurs de valeurs mobilières. Cette approche rappelle également la formule de la délégation réciproque en vigueur

dans l'Union européenne, qui n'a pas de commission unique des valeurs mobilières¹⁴.

3 VERS L'ÉLABORATION D'UN PROJET D'ORGANISME FÉDÉRAL DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES

3.1 HISTORIQUE DES PROPOSITIONS DE GESTION FÉDÉRALE DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

Depuis 1935, plusieurs comités et groupes de travail ont été créés et investis du mandat d'examiner la réglementation des valeurs mobilières dans la perspective de la création éventuelle d'un organisme fédéral.

- En 1935, la Commission royale d'enquête sur les écarts de prix recommande la création d'une Commission des titres pour superviser l'émission des actions par les personnes morales constituées en vertu des lois fédérales;
- En 1964, la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier (la « Commission Porter ») recommande qu'une législation et une gestion uniformes de l'industrie canadienne des valeurs soient confiées à un nouvel organisme de réglementation fondé sur l'idée de coopération entre les gouvernements fédéral et provinciaux;
- En 1967, la CVMO suggère la mise sur pied d'un seul organisme national de réglementation des valeurs mobilières très décentralisé qui aurait fonctionné sur la base d'une participation volontaire des provinces.
- En 1979, le ministère de la Consommation et des Corporations fédéral envisage la création d'une commission fédérale des valeurs mobilières qui coopérerait avec les commissions provinciales et étrangères.
- En 1994, les premiers ministres des provinces atlantiques demandent au gouvernement fédéral de créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières, qui prend la forme d'un projet de protocole d'entente entre le gouvernement fédéral et les provinces participantes.
- En 2002, Harold MacKay, un avocat ayant présidé le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien en 1997-1998, recommande au ministre des Finances du Canada de mettre sur pied un comité chargé d'examiner la réglementation des valeurs mobilières au Canada et de formuler des recommandations pour améliorer le régime en place, qui, selon lui, est inefficace et coûteux.
- En 2003, le Comité des personnes averties recommande l'adoption d'une réglementation fédérale complète des marchés financiers canadiens jumelée à une réglementation provinciale qui incorporerait les mesures législatives fédérales par renvoi et délèguerait les pouvoirs administratifs à une nouvelle Commission canadienne des valeurs mobilières¹⁵.
- En 2005, le gouvernement de l'Ontario constitue le Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada, qui appuie l'adoption d'une réglementation canadienne uniforme en matière de

valeurs mobilières et publie, en 2006, l'*Ébauche d'une commission canadienne des valeurs mobilières*¹⁶.

- En 2006, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (l'ACCOVAM) demande à un groupe de travail de se pencher sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et sur l'amélioration de la compétitivité des marchés financiers canadiens. Dans son rapport final, le Groupe de travail affirme ce qui suit : « [b]ien que nous n'ayons pas directement abordé la question de la fragmentation réglementaire dans notre rapport, nous joignons les rangs de ceux qui demandent la prise de mesures immédiates afin d'améliorer la structure de réglementation des valeurs mobilières inefficace, dépassée et duplicative actuellement en vigueur au Canada¹⁷ ».
- En 2008, le ministre des Finances du Canada, Jim Flaherty, forme un Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières. Dans un rapport présenté en 2009, le Groupe d'experts recommande la création d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières fédéral et présente une ébauche de loi fédérale sur les valeurs mobilières¹⁸, qui allait préparer le terrain pour la *Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières* (la Proposition).

3.2 LE BUREAU DE TRANSITION CANADIEN EN VALEURS MOBILIÈRES

En juillet 2009, le ministère des Finances met sur pied le Bureau de transition canadien en valeurs mobilières¹⁹. Créé aux termes de la *Loi sur le Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières*²⁰, le Bureau de transition a pour mandat de mener des consultations auprès du comité consultatif des provinces et territoires participants²¹ à propos de l'élaboration d'une ébauche de loi fédérale sur les valeurs mobilières – cette loi allait faire l'objet d'un renvoi devant la Cour suprême – ainsi qu'à concevoir un plan de transition vers une commission fédérale des valeurs mobilières²².

Le Bureau de transition élabore ainsi le Plan de transition vers une Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières²³, qu'il présente au ministre des Finances et aux provinces et territoires participants. Ce Plan de transition constitue la première étape du processus visant la création d'une Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières, dont le début des activités est prévu pour le 1^{er} juillet 2012.

3.3 LA PROPOSITION CONCERNANT UNE LOI CANADIENNE INTITULÉE LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

Le 26 mai 2010, le ministre des Finances rend publique la *Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières* (la Proposition)²⁴, qu'il a élaborée dans le but d'instaurer un organisme de réglementation fédéral chargé de l'application d'une seule loi en matière de valeurs mobilières au Canada²⁵. Dans un même élan, il saisit la Cour suprême du *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*²⁶.

La Proposition a une portée semblable à celle des lois provinciales et territoriales portant sur les valeurs mobilières et couvre tous les aspects de la réglementation applicable à ce domaine. Elle prévoit notamment ce qui suit :

- la création d'un organisme de réglementation fédéral, appelé Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières, qui inclurait un tribunal administratif, appelé Tribunal canadien des valeurs mobilières;
- les entités reconnues et les entités désignées;
- l'inscription, les exigences en matière de prospectus et les instruments dérivés;
- la communication de l'information et la procuration;
- les offres publiques d'achat et de rachat et les pratiques du marché;
- l'exécution et le contrôle d'application, ce qui inclurait les infractions de nature criminelle et les peines qui y sont rattachées;
- la responsabilité civile et la responsabilité civile liée aux obligations d'information sur le marché secondaire;
- la mise en œuvre d'un régime transitoire pour les provinces participantes.

En créant de nouvelles infractions criminelles, la Proposition entraîne l'abrogation des dispositions du *Code criminel* concernant les infractions liées aux marchés financiers : par exemple les articles 382 à 384 du *Code criminel*, qui visent les manipulations frauduleuses d'opérations boursières, le délit d'initié, la communication de renseignements confidentiels et autres actes interdits, ainsi que l'article 400, qui vise les faux prospectus.

En avril 2012, le ministre Flaherty a affirmé qu'il se donnait encore un an pour mettre sur pied un organisme fédéral des valeurs mobilières²⁷. Dans le budget de 2012, il réitérait ses arguments selon lesquels un organisme commun de réglementation des valeurs mobilières « procurerait au Canada un avantage concurrentiel en réduisant les coûts de conformité inutiles pour les émetteurs, en renforçant la capacité du pays de remédier à l'instabilité financière, en améliorant l'application des lois et en répondant mieux aux besoins de tous les Canadiens²⁸ ». C'est dans cette optique qu'il a présenté un décret datant du 27 mars 2012 et fixant au 12 juillet 2013 la date de dissolution du Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières²⁹.

4 ENJEUX ÉCONOMIQUES : DES ARGUMENTS À DOUBLE TRANCHANT

4.1 COÛT DE LA RÉGLEMENTATION ET COMPLEXITÉ DU RÉGIME ACTUEL

Dans son rapport, le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières mandaté par le gouvernement fédéral estimait que la réglementation des valeurs mobilières dans la structure actuelle est inefficace et inefficente en raison de la nécessité de « consacrer des ressources au fonctionnement de 13 organismes distincts de réglementation » et du dédoublement d'efforts « qui donne lieu à

des coûts inutiles, à un gonflement des effectifs et à des retards³⁰ ». Le Groupe d'experts argue que :

les investisseurs canadiens, quant à eux, jouissent d'un niveau de protection qui varie selon l'administration dans laquelle ils résident ou investissent. Par ailleurs, les participants au marché continueront de devoir assumer des coûts de conformité trop élevés, même avec la mise en œuvre complète du régime de passeport. Ils seront encore tenus de payer des frais dans plusieurs administrations, parfois même dans les treize. Ils devront continuer de composer avec des pratiques inefficaces associées au fait que les lois et les règlements diffèrent d'une province à l'autre, à l'utilisation persistante de règles locales et aux variations dans l'interprétation des règles nationales³¹.

L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) estime que la présence de 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada nuit à la maximisation de l'efficacité et accroît le risque de voir les entreprises opter pour du financement à l'extérieur du Canada. Selon l'OCDE, la mise en place d'un organisme unique éliminerait les inefficacités inhérentes aux pouvoirs d'application limités des autorités provinciales³².

Par ailleurs, une étude de l'OCDE portant sur la réglementation des marchés des valeurs mobilières dans les pays membres de l'OCDE indique que le Canada se situe au deuxième rang du classement, derrière la Nouvelle-Zélande. Pour son évaluation, l'OCDE s'est servie de la base de données *Doing Business Database* (2005) de la Banque mondiale³³. L'indice global de la réglementation des marchés de valeurs mobilières de l'OCDE est composé de quatre éléments : l'exécution des contrats, l'accès au crédit, la protection des investisseurs et les procédures de faillite. Toujours selon cette évaluation, le Canada se classe devant la Norvège, les États-Unis, la Grande-Bretagne, le Japon et l'Australie³⁴.

D'autres sources sont arrivées à des résultats positifs à l'égard du régime actuel. Une analyse des coûts de la réglementation indique :

qu'il existe peu d'évidences [selon lesquelles] la structure de réglementation actuelle induit des coûts significatifs pour les investisseurs et même pour les émetteurs. Les coûts directs provoqués par les organismes de réglementation sont inférieurs à ceux encourus dans les autres pays, dès qu'on les exprime sur la base du nombre d'émetteurs assujettis³⁵.

Les auteurs en concluent que les arguments selon lesquels une commission unique permettrait des économies importantes ne sont pas convaincants.

4.2 COÛT DU CAPITAL

Le système de réglementation des valeurs mobilières entraîne des répercussions indéniables sur le coût du capital. En théorie, ce dernier est plus élevé dans les marchés encadrés par une réglementation comportant des lacunes, car les actionnaires demandent une prime de risque plus élevée pour compenser les risques, les coûts et le fardeau réglementaire associés à ces lacunes³⁶. Si, selon certains observateurs, le système de réglementation des valeurs mobilières canadien présente des lacunes comparativement à celui d'autres pays, le coût

du capital au Canada devrait être plus élevé que le coût du capital dans ces pays. Or, les résultats d'une étude qui évalue le coût du capital des sociétés dans une quarantaine de pays par rapport au niveau de divulgation, d'efficacité de la réglementation en valeurs mobilières et à la qualité globale du système juridique donne à penser que le coût du capital au Canada est l'un des plus bas au monde et serait très semblable au coût du capital aux États-Unis³⁷.

En revanche, d'autres observateurs sont d'avis que la question n'est pas de savoir comment se compare le coût du capital au Canada par rapport à un autre pays, mais plutôt de savoir si ce coût serait moins élevé advenant l'existence d'un organisme unique³⁸. Force est de constater qu'il existe peu d'évidences empiriques appuyant ou infirmant l'hypothèse selon laquelle la création d'un organisme fédéral de réglementation des valeurs mobilières réduirait le coût du capital au Canada.

4.3 COÛT DES NOUVELLES ÉMISSIONS PUBLIQUES

Selon plusieurs études, le Canada a affiché un bon rendement au cours des dernières années en ce qui concerne les nouvelles émissions publiques d'actions des sociétés, comparativement aux autres pays industrialisés, autant pour l'ensemble des premières émissions publiques que pour les émissions d'entreprises à faible capitalisation³⁹. Les frais financiers associés aux premières émissions publiques seraient même plus bas au Canada qu'aux États-Unis⁴⁰. Il a d'ailleurs été démontré que :

[I]es coûts directs des émissions sont inférieurs à ceux qui prévalent aux États-Unis à taille de placement égale, les délais sont plus courts que ceux observés aux États-Unis et surtout, le coût du financement des petits émetteurs, mesuré par le rendement réalisé par les investisseurs, est favorable aux émetteurs⁴¹.

Comme pour le coût du capital, il serait difficile de se prononcer sur le coût organisme de réglementation unique. Il s'agit moins de comparer le Canada aux États-Unis que de se demander si les coûts seraient moins élevés advenant l'existence d'un organisme unique.

4.4 PARTICIPATION AUX MARCHÉS INTERNATIONAUX

Le Fonds monétaire international (FMI) saluait, en 2010, les progrès accomplis en vue de la mise en place d'une autorité nationale de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Selon le FMI, la création d'une telle autorité :

permettra à la fois de combler les éventuelles lacunes dans la supervision et la réglementation de marchés qui sont essentiellement nationaux et de faire entrer la réglementation des valeurs mobilières dans le cadre des initiatives de coordination nationale visant à promouvoir la stabilité financière⁴².

Toutefois, le FMI a déjà reconnu la qualité du système de réglementation des valeurs mobilières au Canada et les progrès accomplis par le régime de passeport en ce qui concerne l'harmonisation des règles⁴³. Il a confirmé que le système canadien respecte les principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs

(OICV)⁴⁴. Néanmoins le FMI soutient qu'un organisme unique serait mieux à même de combler les lacunes identifiées⁴⁵.

Comme l'ont souligné certains observateurs, le Canada est le seul pays développé, ou industrialisé, à ne pas avoir d'organisme unique de réglementation des valeurs mobilières⁴⁶. Les partisans d'un organisme fédéral font valoir que le Canada ne peut parler d'une seule voix ni exercer de véritable influence sur les politiques internationales en matière de valeurs mobilières. Ils croient également que les possibilités de participer aux marchés internationaux et de prendre part à des transactions internationales intéressantes sont plus rares⁴⁷.

Les tenants du régime actuel soutiennent que les ACVM se sont regroupées pour harmoniser leurs règles et pour offrir un guichet unique aux participants aux marchés. D'autres sont d'avis que la situation actuelle servirait peut-être mieux le Canada. Les tenants du régime actuel font valoir que le Canada est l'un des trois seuls pays – avec la Chine et les États-Unis – à être représenté par deux membres votants à l'OICV⁴⁸. La création d'un organisme unique pourrait entraîner la perte d'un siège pour le Canada, ce qui ne contribuerait probablement pas à accroître son influence.

D'autres observateurs ont laissé entendre que l'adoption de la Proposition n'entraînerait pas nécessairement la mise en œuvre d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières, parce que certaines provinces pourraient choisir de ne pas se joindre à un régime auquel l'adhésion n'est pas obligatoire. Cela donnerait naissance à un régime parallèle, où les participants aux régimes provinciaux continueraient à être assujettis aux autorités provinciales⁴⁹.

4.5 ÉCONOMIES RÉGIONALES

Les tenants du régime actuel affirment que l'un des avantages de ce régime est le soutien qu'il apporte aux économies régionales. En effet, il crée un nombre appréciable d'emplois de qualité au sein des régions – le secteur financier est un employeur majeur direct qui offre des salaires au-dessus de la moyenne dans d'autres secteurs industriels⁵⁰. En outre, une étude a démontré que chaque emploi direct du secteur financier aide à soutenir un autre emploi dans une foule de secteurs industriels, surtout dans les services professionnels à valeur ajoutée⁵¹.

Un autre point soulevé par les défenseurs du système actuel est le soutien que le régime offre aux sociétés à faible capitalisation inscrites à la cote d'une bourse, qui sont très présentes dans le marché financier canadien. Ceux-ci estiment que les relations entre ces sociétés et l'autorité locale responsable de la réglementation des valeurs mobilières permettent à l'autorité d'exercer une surveillance plus étroite et d'agir dans les intérêts des sociétés. De plus, les tenants du régime actuel considèrent que les sociétés à faible et à moyenne capitalisation, qui constituent la majorité des émetteurs inscrits au Canada, ont des besoins auxquels un organisme fédéral pourrait être incapable de répondre de façon appropriée⁵². Par exemple, les petites entreprises à faible capitalisation de la Colombie-Britannique qui œuvrent dans les domaines de l'exploration minière et de la technologie seraient-elles aussi bien représentées dans le cadre d'un organisme fédéral, et leurs chances de survie

seraient-elles aussi bonnes? Les petites entreprises pétrolières et gazières basées en Alberta tireraient-elles leur épingle du jeu?

Certains auteurs ont examiné la place qu'occuperaient les économies régionales ainsi que leurs particularités au sein d'un organisme unique⁵³. Le Plan de transition élaboré par le Bureau de transition canadien en valeurs mobilières semble tenir compte de cet aspect puisqu'il prévoit que l'Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières projetée disposerait d'un bureau dans chaque province participante et fournirait des services reliés à la réglementation dans chaque territoire participant⁵⁴. Cependant, on ignore où se trouverait le siège de l'organisme fédéral – ni le Plan de transition ni la Proposition n'établissent le lieu du siège éventuel de l'Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières. Or, d'aucuns considèrent cet aspect comme non négligeable, car la présence du siège de l'Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières dans une province ou une ville entraîne des bénéfices incontestables pour ces dernières⁵⁵. Plusieurs intéressés ont d'ailleurs déjà plaidé en faveur de l'Ontario et de Toronto⁵⁶.

Au Québec, plusieurs observateurs craignent que la perte de pouvoir décisionnel découlant de l'instauration d'un organisme fédéral entraîne des répercussions négatives au plan économique pour le Québec et affaiblisse Montréal en tant que pôle financier⁵⁷. Une autre source d'inquiétude est liée à l'obligation, à laquelle doivent se conformer les émetteurs québécois, de faire traduire en français l'information devant être rendue publique. La Proposition ne traitait pas de cette question délicate et il n'est pas certain que cette exigence survivrait sous la responsabilité d'un organisme fédéral⁵⁸.

5 CONCLUSION

Les positions à l'égard de la création d'un organisme fédéral de réglementation des valeurs mobilières au Canada sont tranchées. Qui plus est, les mêmes données et parfois les mêmes études empiriques servent d'assises à des arguments appuyant des points de vue différents. Certains sont en faveur d'une harmonisation continue de la réglementation provinciale et territoriale et du maintien du régime de passeport tel qu'il a été établi par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières. D'autres estiment qu'un organisme fédéral de réglementation devrait être mis sur pied.

Le choix n'est pas simple, parce qu'aucune des deux solutions n'est exempte de difficultés. D'une part, le régime de passeport ne peut prétendre à une harmonisation complète des règles concernant les valeurs mobilières dans l'ensemble du Canada sans la participation de l'Ontario. D'autre part, il n'existe aucune preuve selon laquelle un organisme fédéral de réglementation serait plus efficace et moins coûteux que le système actuel. La solution à ces questions économiques et politiques pourrait résider dans une forme quelconque de coopération entre les gouvernements fédéral et provinciaux, tel que l'a proposé la Cour suprême dans le *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*.

NOTES

- * La présente publication est la première d'une série de deux publications portant sur le projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières. La deuxième publication porte sur les aspects constitutionnels liés à l'organisme de réglementation qui ont été examinés par la Cour suprême dans le *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*. Voir : Maxime-Olivier Thibodeau, *Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières – 2. Aspects constitutionnels*, publication n° 2012-29, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, 17 mai 2012.
1. Ministère des Finances, [Emplois, croissance et prospérité à long terme, Le plan d'action économique de 2012](#), 29 mars 2012, p. 146.
 2. La Bourse de Montréal, premier marché boursier canadien, a été constituée en 1874 et la Bourse de Toronto, en 1878. Ministère des Finances, [L'industrie canadienne des valeurs mobilières](#), janvier 2005, p. 2; [Bourse de Montréal – Historique](#).
 3. Ministère des Finances (2005), p. 1. Le propriétaire majoritaire de BMO Nesbitt Burns est la Banque de Montréal; celui de Marchés mondiaux CIBC, la Banque Canadienne Impériale de Commerce; celui de Financière Banque Nationale, la Banque Nationale du Canada; celui de RBC Dominion valeurs mobilières, la Banque Royale du Canada; celui de Scotia Capitaux, la Banque de Nouvelle-Écosse; celui de Valeurs Mobilières TD, le Groupe Financier Banque TD.
 4. *Ibid.*
 5. Projet de réforme provincial-territorial en valeurs mobilières, [Améliorer le système de réglementation des valeurs mobilières au Canada](#).
 6. [Loi constitutionnelle de 1867](#) (R.-U.), 30-31 Victoria, ch. 3, reproduite dans L.R.C. (1985), App. II, n° 5, par. 92(13).
 7. Projet de réforme provincial-territorial en valeurs mobilières, [Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières](#).
 8. *Ibid.*
 9. [Règlement 11-102 sur le régime de passeport, Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus](#) et [Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat](#).
 10. Prévu au [Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites](#).
 11. Projet de réforme provincial-territorial en valeurs mobilières, *Améliorer le système de réglementation des valeurs mobilières au Canada*.
 12. Autorités canadiennes en valeurs mobilières, [Collaboration entre organismes de réglementation](#).
 13. Projet de réforme provincial-territorial en valeurs mobilières, *Améliorer le système de réglementation des valeurs mobilières au Canada*.
 14. Marcel Boyer, « [Commission des valeurs mobilières : organisme unique ou décentralisation?](#) », *Les Notes économiques*, Institut économique de Montréal, janvier 2008, p. 4; Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier, [Enjeux et défis de la réglementation canadienne des valeurs mobilières](#), CIRANO, août 2003, p. 18.
 15. Comité des personnes averties – Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, [C'est le temps d'agir](#), décembre 2003, p. vii.
 16. Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada, [Ébauche d'une commission canadienne des valeurs mobilières](#), document définitif, 7 juin 2006.

17. Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, [Le Canada s'engage](#), rapport final, octobre 2006, p. 19.
18. Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, [Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux](#), rapport final et recommandations, janvier 2009.
19. [Le Bureau de transition canadien en valeurs mobilières](#) a été créé par la [Loi sur le Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières](#), L.C. 2009, ch. 2, art. 297, entrée en vigueur le 13 juillet 2009.
20. La [Loi sur le Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières](#) a été édictée par la [Loi d'exécution du budget de 2009](#), L.C. 2009, ch. 2.
21. Bureau de transition canadien en valeurs mobilières, [Gouvernements participants](#).
22. Le Bureau de transition canadien en valeurs mobilières a reçu un financement de 5,4 millions de dollars pour l'exercice 2009-2010, de 13,2 millions de dollars pour 2010-2011 et de 14,3 millions de dollars pour la période se terminant en juillet 2012.
23. Bureau de transition canadien en valeurs mobilières, [Plan de transition de l'Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières](#), 12 juillet 2010.
24. Ministère des Finances, [Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières](#), mai 2010.
25. Le ministère des Finances a diffusé les documents suivants le 26 mai 2010 : [Le gouvernement du Canada protégera les investisseurs canadiens](#); [Fiche de renseignements sur la Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières](#); [Document d'information : une nouvelle autorité de réglementation des valeurs mobilières](#); [Fiche de renseignements sur le renvoi à la Cour suprême du Canada de la Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières](#).
26. [Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières](#), 2011 CSC 66, par. 134. Le renvoi et l'avis de la Cour suprême du Canada sont exposés dans Thibodeau (17 mai 2012).
27. Tim Kiladze, « [Flaherty sets one-year goal for national regulator plan](#) », *The Globe and Mail [Toronto]*, le 27 avril 2012.
28. Ministère des Finances (2012), p. 146.
29. « [Décret précisant le 12 juillet 2013 comme étant la date de dissolution du Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières](#) », C.P. 2012-341, dans *Gazette du Canada*, Partie I, vol. 146, n° 14, 7 avril 2012.
30. Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières (2009), p. 45.
31. *Ibid.*
32. Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), [Étude économique du Canada 2008 : Résumé](#), 2008.
33. Alain de Serres *et al.*, « [Réglementation des systèmes financiers et croissance économique dans les pays de l'OCDE : une analyse empirique](#) », *Revue économique de l'OCDE*, n° 43, 2006.
34. *Ibid.*, graphique 5, p. 105. Le Canada est deuxième pour les sous-indices de l'accès au crédit et de la protection des investisseurs.
35. Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, [Proposition de commission unique : commentaires et discussion](#), Rapport de projet, CIRANO, Montréal, septembre 2009, p. 51.
36. Pierre Lortie, [Le projet de commission nationale des valeurs mobilières : une analyse critique des idées reçues](#), notes pour une allocution devant la Chambre de commerce de Québec, Québec, 13 octobre 2010, p. 7.

37. Luzi Hail et Christian Leuz, « International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? », *Journal of Accounting Research*, 2006, cité dans *ibid.*
38. Anita I. Anand, « [Another Take on the Lortie Report](#) », *Investment Executive*, décembre 2010.
39. Daniel Denis, [Enjeux économiques associés à la mise en place d'une commission unique](#), avril 2010, p. 20; Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier, [Enjeux et défis de la réglementation canadienne des valeurs mobilières](#), CIRANO, août 2003, p. 13; Carpentier et Suret (2009), p. 51.
40. Denis (2010), p. 20; Maher Kooli et Jean-Marc Suret, « [How Cost-effective are Canadian IPO Markets? – Gauging whether Canadian firms have competitive access to equity capital relative to U.S. firms](#) », *Canadian Investment Review*, hiver 2003, p. 28; Boyer (2008), p. 4.
41. Carpentier et Suret (2009), p. 51.
42. Fonds monétaire international, [Canada : Consultations de 2010 au titre de l'article IV. Conclusions de la mission du FMI](#), le 27 octobre 2010, n° 11.
43. Fonds monétaire international, [Canada: Financial System Stability Assessment – Update](#), IMF Country Report n° 08/59, février 2008, p. 32 [DISPONIBLE EN ANGLAIS SEULEMENT].
44. *Ibid.*, p. 30.
45. *Ibid.*, p. 33.
46. Comité des personnes averties (2003), p. vii.
47. *Ibid.*, p. viii.
48. Lortie (2010), *Le projet de commission nationale*, p. 12.
49. Voir Jeffrey MacIntosh, « Politics, Not Law », *Canadian Business Law Journal*, vol. 52, n° 2, p. 179.
50. Denis (2010), p. 4.
51. *Ibid.*
52. Carpentier et Suret (2009), p. 52.
53. Lortie (2010), *Le projet de commission nationale*, p. 13.
54. Bureau de transition canadien en valeurs mobilières (2010), p. 5.
55. Anita I. Anand et Andrew J. Green, « Side-payments, Opt-ins and Power: Creating a National Securities Regulator in Canada », *Canadian Business Law Journal*, mars 2011, vol. 51, n° 1, p. 22.
56. *Ibid.*; Denis (2010), p. 11.
57. Denis (2010), p. 15.
58. Pierre Lortie, [The National Securities Commission Proposal: Challenging Conventional Wisdom](#), 24 mai 2010, p. 25.