

Supplément au Bulletin
2003-08-08 Vol. XXXIV n° 31

Réglementation des valeurs mobilières au Canada

RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier
CIRANO

29 juillet 2003

Sommaire du document de travail préparé pour la Commission des valeurs mobilières du Québec

-
- Jean-Marc Suret, Ph.D., MBA, CBV, Fellow CIRANO,
Jean-Marc.Suret@fsa.ulaval.ca
 - Cécile Carpentier, Docteur en finance, Expert-comptable, CFA,
Cecile.Carpentier@fsa.ulaval.ca

RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA

SOMMAIRE

L'idée d'instaurer une commission nationale des valeurs mobilières au Canada a été récemment remise de l'avant. En octobre 2002, le Vice-premier ministre et ministre des Finances du Canada mandatait Monsieur MacKay afin qu'il définisse un processus qui permettrait de déterminer le meilleur système de réglementation des valeurs mobilières correspondant aux besoins du Canada. Au terme d'un constat qui révèle « un éventail de problèmes avec le système actuel », MacKay préconise et obtient la mise en place d'un comité chargé de « procéder à l'examen qui s'impose et de faire des recommandations (...) aux décideurs ». Le constat est sévère : « le système actuel, tel qu'il est appliqué, doit être amélioré sensiblement et ce, sans perdre de temps ». Dans le même sens, le Rapport quinquennal de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario recommande, en tout premier lieu, la création d'une commission des valeurs mobilières unique au Canada. Le premier chapitre de ce rapport est d'ailleurs intitulé : « La nécessité de créer un seul organisme de réglementation ».

La cause semble donc être entendue. Pourtant, Harris (2002) souligne que le débat ne repose sur aucune étude empirique rigoureuse et il déplore la connaissance très limitée que nous avons des problèmes réels du marché canadien des valeurs mobilières. Nous avons mené une analyse approfondie des diverses dimensions du problème afin de comprendre cet apparent paradoxe, où l'absence de connaissances rigoureuses n'exclut ni le constat de problèmes graves ni des recommandations d'actions rapides et importantes. Les arguments avancés pour justifier la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières ne sont pas nouveaux. Ils ont été mis de l'avant à plusieurs reprises au cours des vingt dernières années :

- La réglementation du secteur financier au Canada est trop complexe et notamment l'existence de treize autorités des valeurs mobilières (dix provinces et trois territoires) est préjudiciable au bon fonctionnement du marché.
- Cette situation augmenterait les coûts d'émission et de conformité et donc, de façon générale, nuirait à la compétitivité du marché canadien. Les coûts globaux de la réglementation, plus élevés que dans d'autres pays, seraient particulièrement dommageables au Canada, en raison de la taille réduite du marché.
- La réglementation serait confuse, parfois non appliquée, et cette situation nuirait autant au secteur du courtage qu'au financement des entreprises en croissance. Le cloisonnement des autorités de valeurs mobilières au Canada rendrait ingérables

les situations complexes mettant en cause des investisseurs, intermédiaires et émetteurs situés dans diverses juridictions.

- Les coûts liés à l'existence de différences dans les lois provinciales et la multiplicité des juridictions pénaliseraient les entreprises, les intermédiaires et globalement les marchés au Canada. Cette situation aurait peu évolué, et serait même inchangée depuis le rapport Porter de 1964, en raison de l'inefficacité relative des efforts d'harmonisation entrepris au Canada.
- La globalisation des marchés plaiderait en faveur d'une réglementation unique des valeurs mobilières au Canada et il serait indispensable que le Canada parle d'une seule voix.
- Le système réglementaire canadien répond lentement aux changements rapides de l'environnement, en raison de la nécessité de concertation des différents organismes impliqués. Seule une commission unique pourrait faire face aux problèmes comptables et financiers de type Enron et la multiplication de ces problèmes plaide en faveur d'une réglementation centralisée. Finalement une réglementation uniforme éviterait une course aux minima, qui se produit lorsque plusieurs juridictions réglementaires entrent en concurrence.

La majorité des arguments avancés pour appuyer cette thèse de l'inefficacité de la réglementation des valeurs mobilières sont peu développés sur le plan de la théorie de la réglementation ainsi que sur celle de la finance, et ne reposent généralement que sur des affirmations. Le débat qui anime actuellement le secteur est une nouvelle illustration du phénomène que décrit Lacasse (1995) : les décisions de politiques économiques et réglementaires canadiennes ont plus souvent été pilotées par des mythes, mis de l'avant par des groupes de pression, que par l'exploitation réelle du savoir, c'est-à-dire des recherches indépendantes et rigoureuses. Il est donc inquiétant de constater que l'on puisse envisager de réformer un système qui n'a pas été analysé rigoureusement et sur la base d'affirmations provenant essentiellement de groupes de pression. Il importait donc de fournir les éléments de base d'une analyse structurée pour répondre aux propositions et affirmations relatives à la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Nous discutons en premier lieu l'un des principaux arguments des tenants de la centralisation, qui porte sur l'existence et le manque de concertation des 13 commissions des valeurs mobilières. C'est l'occasion de montrer comment est répartie l'activité des valeurs mobilières au Canada et de présenter les importants progrès réalisés vers l'harmonisation de la réglementation canadienne dans ce domaine.

Nous analysons en seconde partie les arguments et évidences relatifs au manque d'efficacité du marché canadien des valeurs mobilières en termes de coût de

transaction, sur les marchés primaires et secondaires. Nous présentons également nos propres estimations des coûts comparés des émissions initiales au Canada et aux États-Unis.

L'analyse des divers autres arguments généralement invoqués pour justifier la révision en profondeur du système de réglementation, soit la faiblesse du Canada au niveau des instances internationales, les conflits de juridiction, les délais de réponse, les scandales financiers américains et l'inefficacité des efforts d'harmonisation fait l'objet de la troisième partie.

À l'approche d'une centralisation réglementaire, nous opposons, en quatrième partie, une approche de concurrence réglementaire, qui prévaut notamment dans le domaine de la loi des sociétés aux États-Unis. Nous présentons également la formule intermédiaire de la délégation réciproque sur laquelle est fondé le système de passeport européen.

Nous mettons ensuite en évidence les différences très importantes qui séparent les marchés canadiens et américains et rendent difficile la transposition, au Canada, du schéma réglementaire américain parfois cité comme référence.

Enfin, nous étudions l'évolution du marché canadien des valeurs mobilières au cours de la dernière décennie, et présentons les principaux défis qu'il devra relever. Le débat entourant le dynamisme du marché canadien est actuellement limité à une seule de ses composantes, soit la dimension réglementaire. Sans nier l'importance de cette dimension, il est bien établi que le dynamisme d'un marché boursier dépend de bien d'autres facteurs, dont les mécanismes et coûts de transaction et, de façon plus générale, de la qualité de ce marché. Une réflexion sur la réglementation ne saurait en effet exclure l'évolution et la nature même de l'industrie réglementée.

1) Le débat et ses principaux enjeux

Le principal argument avancé par les promoteurs de la centralisation des valeurs mobilières au Canada est que les intervenants ont à faire face à treize commissions des valeurs, ce qui occasionne des coûts supplémentaires et nuit à la compétitivité du marché canadien. Sur les 4 131 entreprises inscrites, 20 % doivent être considérées comme inactives. Il ressort également que quatre provinces monopolisent la quasi-totalité des émissions (97 %), des sociétés inscrites en Bourse (90 %), de la population (85 %) et de l'activité économique au Canada. La très grande majorité des émetteurs ne s'adresse donc, en fait, qu'à une ou deux commissions de valeurs et il est donc difficile de prétendre que l'émetteur canadien aura à faire face à 13 commissions. Dans les faits, et pour s'adresser à la quasi-totalité des investisseurs, il devra satisfaire quatre juridictions. Les divergences qui subsistent ne concernent plus, en 2003, que des éléments relativement limités du droit des valeurs mobilières.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont instaurés divers mécanismes pour limiter les problèmes posés par l'existence de juridictions multiples. Il s'agit :

- du protocole d'entente relatif aux régimes d'examen concerté des demandes de dispense, d'une part et du prospectus et de la notice annuelle, d'autre part, mis en place par l'adoption du *Memorandum of Understanding* entre toutes les commissions de valeurs mobilières du Canada. Le décideur d'une autorité en valeurs mobilières donnée peut se baser principalement sur l'analyse et l'examen effectués par le personnel d'une autre autorité en valeurs mobilières. Ce système est connu sous l'acronyme de REC (Régime d'examen concerté).
- du protocole d'entente entre les différentes autorités en valeurs mobilières canadiennes, destiné à encadrer et à simplifier la surveillance des Bourses, le « SuperMOU ». Chaque bourse reconnue et chaque système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu relève d'une autorité principale, chargée de sa surveillance, et d'une ou plusieurs autorités de dispense. L'autorité principale s'engage à informer l'autorité de dispense de ses activités de surveillance, et à lui fournir toute information utile demandée par l'autorité de dispense.
- du régime simplifié d'inscription du représentant d'un courtier, permettant d'inscrire efficacement les représentants des firmes de valeurs mobilières auprès de plusieurs autorités de valeurs mobilières.
- des normes et autres textes de portée canadienne, fruit d'un travail de concertation réalisé par l'intermédiaire des ACVM. La proportion des normes qui ne sont pas harmonisées est actuellement très faible. La plupart des opérations qui relèvent des valeurs mobilières sont désormais régies par les normes nationales, dont une liste se trouve sur les sites des commissions provinciales.
- du projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, destiné à éliminer les différences subsistant entre les lois provinciales et territoriales. Ce projet a été déposé au début de 2003.

Les procédures mises en place ne vont pas encore jusqu'au principe, accepté en Europe, de la reconnaissance mutuelle et l'effort d'harmonisation des lois des valeurs mobilières n'est pas totalement complété. Les quelques différences qui subsistent touchent des articles qui n'ont pu être encore harmonisés en raison du caractère très diversifié du marché canadien, où des centaines de titres miniers de l'Ouest côtoient les titres de grande capitalisation basés surtout en Ontario. Elles découlent aussi de la présence, au Canada, de deux systèmes de Loi différents. Toutefois, le système de passeport reposant sur une réglementation harmonisée est au cœur de la proposition faite par les Ministres des provinces et territoires responsables des valeurs mobilières, qui figure dans le document de consultation de juin 2003.

2) Les coûts de la réglementation et l'inefficacité

Selon les promoteurs de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières, il existerait de graves problèmes d'efficacité, en termes de coûts excessifs et de délais découlant de l'observation des lois et des règlements.

Il convient tout d'abord de souligner l'absence de toute analyse rigoureuse des coûts de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, ainsi d'ailleurs qu'aux États-Unis, vraisemblablement en raison des difficultés de leur estimation. La réglementation implique en effet trois types de coûts : les coûts directs des organismes, les coûts indirects ou supplémentaires subis par les agents pour se conformer à cette réglementation et les coûts de distorsion. L'estimation comparée des coûts directs est difficile en raison des différences qui séparent les structures de réglementation du secteur financier des différents pays. Alors que le Royaume-Uni ne comporte plus qu'une autorité unique, de nombreux autres pays réglementent de façon distincte les secteurs de la Banque, des assurances et des valeurs mobilières. Très peu de travaux empiriques portent sur la mise en évidence des coûts supplémentaires liés à la réglementation, et ils concernent très majoritairement des éléments particuliers des réglementations américaines. Nous n'avons connaissance d'aucune étude rigoureuse des coûts supplémentaires induits par la réglementation canadienne. Il est cependant important de mentionner trois dimensions importantes. Il s'agit de la mise en perspective des coûts réglementaires, de la prise en compte des bénéfices de la réglementation et enfin des effets de la réglementation sur les émissions initiales.

Mise en perspective : Même si les coûts de la réglementation des valeurs mobilières sont importants, ils méritent d'être mis en perspective. Les émetteurs et les investisseurs subissent en effet, lors des transactions, diverses formes de coûts sur les marchés primaires et secondaires, dont la réglementation n'est qu'une composante. Ces coûts ont quatre origines : l'écart ou fourchette qui sépare les prix offerts et demandés, l'effet prix qui résulte de l'annonce des ordres importants sur le prix et se substitue à la fourchette lorsque les blocs sont échangés sur un marché direct (*upstairs market*), la rémunération des courtiers et enfin les coûts de règlement des transactions.

Au Canada, les seuls coûts de transactions peuvent être estimés, pour l'année 2001, à 5,7 milliards de \$, si on se base sur les taux en vigueur aux États-Unis, ce qui conduit certainement à sous-évaluer les frais canadiens. La réglementation intervient relativement peu à ce niveau, et les frais sont essentiellement liés à la rémunération des intermédiaires. Les dépenses des 4 principales commissions des valeurs mobilières canadiennes peuvent être estimées à 104,09 millions pour la même année. Imputer aux seuls coûts de la réglementation l'inefficacité relative des marchés canadiens revient à négliger le fait que l'essentiel des coûts de transaction est lié au

fonctionnement des marchés et aux commissions de courtage, qui relèvent principalement de l'industrie du courtage elle-même.

Coûts et bénéfices : Les coûts de la réglementation devraient être mis en perspective par rapport à leurs bénéfices. La réglementation optimale est celle dont le coût marginal égale le bénéfice marginal. Plusieurs auteurs considèrent que cet équilibre ne peut être atteint que par le jeu de la concurrence entre les juridictions, et dénoncent l'approche du monopole réglementaire. Il ne semble pas exister d'études coûts - bénéfices de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Les émissions initiales : Les émissions initiales sont probablement l'aspect du commerce des valeurs mobilières où la réglementation a les effets les plus importants. Le passage du statut de société fermée à celui d'émetteur assujéti s'accompagne d'exigences élevées, alors que la taille des entreprises est relativement modeste. Le poids relatif des exigences est donc potentiellement élevé. Quatre études montrent que le coût des émissions initiales est sensiblement moins élevé au Canada qu'il ne l'est aux États-Unis, qui ne souffrent pas de la présence de Commissions des valeurs mobilières multiples. Le processus d'émission initiale est non seulement moins coûteux au Canada, mais il est également plus rapide. Il est donc difficile de défendre que la présence de plusieurs autorités des valeurs mobilières au Canada pénalise fortement la compétitivité du marché primaire des valeurs mobilières, d'autant que dans les deux pays, les commissions de courtage constituent la part la plus importante des coûts directs totaux. En outre, nos propres estimations montrent que les coûts imputables à la sous-évaluation, non liés à la réglementation mais associés au comportement des courtiers, sont en moyenne très supérieurs au total des coûts directs, en particulier aux États-Unis. L'avantage du Canada en termes de coûts directs est de l'ordre de 2 % du produit brut pour une émission d'un montant inférieur à 1 million. Il est de 1 % environ pour les émissions dont le produit brut est compris entre 1 et 100 millions. Il semble donc peu vraisemblable que les frais liés à la réglementation puissent être un facteur significatif d'augmentation des coûts et une barrière aux émissions.

Il existe bien peu d'évidences à l'effet que la structure actuelle de réglementation canadienne désavantage fortement ce pays : les émetteurs subissent des coûts moins élevés qu'aux États-Unis, les coûts directs semblent inférieurs à ceux de l'Australie qui a regroupé les commissions des valeurs mobilières et les coûts directs de réglementation ne sont qu'une fraction minime des frais encourus par les investisseurs et émetteurs. Il est possible que le niveau global de la réglementation ne soit pas optimal. Nous ne disposons toutefois pas d'études qui pourraient le confirmer.

3) Les arguments divers

Un certain nombre d'arguments divers sont régulièrement évoqués pour justifier une révision du mode canadien de réglementation des valeurs mobilières. Nous les discutons ci-après successivement.

Le Canada est affaibli au niveau des instances internationales, et devrait parler d'une seule voix, en raison de la mondialisation des marchés. Cet argument peut difficilement être considéré comme majeur. L'existence et les initiatives des ACVM montrent que le niveau de concertation entre les commissions des valeurs mobilières est élevé et la communauté de vues importante. Il est donc possible de retourner l'argument. Le poids du Canada n'est-il pas plus important parce qu'il dispose de quatre représentants sur l'instance internationale que constitue l'Organisation internationale des commissions de valeurs, alors que ces représentants collaborent étroitement sur la plupart des dossiers?

Les conflits de juridiction existent dans la mesure où les intervenants peuvent faire face à treize juridictions différentes en termes de procédures pénales. Ce problème des compétences interjuridictionnelles se pose au niveau mondial et pas seulement au niveau du Canada, et a d'ailleurs conduit à la Directive européenne sur les services d'investissement (DSI 93). L'une des réponses aux problèmes de juridictions multiples est le principe de coopération, ainsi que le projet d'établir une réglementation harmonisée des valeurs mobilières au Canada.

Les délais de réponse aux changements rapides de l'environnement sont longs, en raison de la nécessité de concertation des différents organismes impliqués. Même s'il existe des possibilités pour que l'implantation des solutions soit plus rapide dans un système centralisé, il n'est pas évident que la détection des problèmes et la proposition des solutions soient accélérées par la création d'une commission unique. Ici encore, les tenants de la concurrence réglementaire insistent sur le fait que seules des organismes placés en situation de concurrence réagiront rapidement aux changements des conditions des marchés.

Les manipulations comptables ayant conduit aux scandales financiers américains seraient évitées dans un système centralisé de valeurs mobilières. Il semble paradoxal d'invoquer les scandales financiers, qui ont touché principalement les entreprises américaines, pour invoquer la centralisation des valeurs mobilières au Canada. En effet, ces abus ont eu principalement lieu dans un pays où l'essentiel de la réglementation des valeurs mobilières relatives aux grandes entreprises est sous la responsabilité du gouvernement fédéral et d'une commission unique, la SEC. De plus, la volonté du gouvernement fédéral américain d'imposer une loi uniforme des valeurs mobilières semble avoir eu des effets indirects négatifs, incluant, pour certains chercheurs, les scandales financiers récents. Ces effets ont été renforcés par l'inaction et le manque de moyens de la SEC. D'ailleurs, les observateurs s'entendent

généralement pour estimer que ce ne sont pas les réglementations, mais bien leur absence de mise en application, notamment par la SEC, qui sont à l'origine des scandales récents. Sur la base de l'exemple américain, il ne semble pas que l'affaire Enron puisse être un argument très solide pour exiger la création d'une commission unique.

Pour les tenants de la centralisation, les efforts d'harmonisation seraient inefficaces. En dépit des normes canadiennes et des initiatives en cours, la législation des valeurs mobilières n'est pas totalement harmonisée. Le processus de collaboration structuré par l'intermédiaire des ACVM est relativement récent et certaines initiatives importantes ont été mises en place après 1997. Le processus d'harmonisation se poursuit. Il n'est cependant pas évident qu'une uniformisation parfaite soit souhaitable, en raison du caractère très hétérogène du marché canadien dont les spécificités locales permettent de le considérer comme un ensemble de marchés plutôt que comme un marché unique. La plupart des écrits semblent toutefois minimiser le niveau d'harmonisation auquel sont parvenues les ACVM. L'étude des normes nationales montre toutefois qu'elles régissent maintenant une très grande partie des activités de valeurs mobilières.

Le fardeau réglementaire empêcherait les entreprises en croissance d'accéder au financement. Les dispositions qui entourent le placement privé sont encore divergentes suivant les juridictions canadiennes, en particulier en matière d'investisseur averti. Des efforts d'harmonisation importants ont été réalisés et se poursuivent. Le nombre élevé des émissions initiales, notamment dans le cadre des sociétés de capital de démarrage, la mortalité importante et les performances comptables et boursières très faibles des sociétés nouvellement inscrites inciteraient d'ailleurs à penser que la réglementation canadienne permet trop facilement l'accès du marché boursier aux entreprises en démarrage.

Les divers arguments qui sont avancés pour justifier la création d'une commission unique ne semblent donc pas très convaincants. Les avantages du système actuel sont systématiquement omis du débat, et la centralisation souvent présentée comme l'unique solution aux divers problèmes évoqués. Or, cette solution conduit au monopole réglementaire, modèle décrié par de nombreux chercheurs.

4) La concurrence réglementaire

Les arguments mis de l'avant par les promoteurs de la centralisation de la réglementation supposent qu'une autorité unique serait en mesure de réglementer le secteur des valeurs mobilières de façon optimale et à un coût inférieur. Une réglementation parfaitement homogène serait préférable à la situation qui prévaut actuellement. À cette vision s'oppose une approche de type marché, qui prévaut notamment dans le domaine de la loi des sociétés aux États-Unis. Suivant cette approche, la concurrence interne et externe entre les organismes de réglementation

devrait finir par provoquer une harmonisation moins totale et stable que celle qui prévaut par la centralisation mais plus conforme aux besoins réels des intervenants. Entre les deux positions extrêmes apparaissent des formules intermédiaires, telle celle de la délégation réciproque, sur laquelle est fondé le système de passeport européen.

Pour de nombreux auteurs, la concurrence réglementaire est une situation nécessaire pour contrebalancer un pouvoir excessif des instances centrales qui n'agissent pas forcément de façon à maximiser le bien-être collectif ainsi que pour permettre la mise en place de mécanismes pouvant conduire à un optimum en termes d'utilité collective. Le contre argument à cette proposition repose sur la notion de course aux minima : placés en situation de concurrence, les organismes seraient incités à réduire leurs exigences pour attirer des transactions et des émetteurs. Au-delà du fait qu'un tel comportement défavorise à terme le marché local en augmentant le risque et le coût du capital des émetteurs, il existe divers mécanismes qui permettent de limiter cette course, notamment l'établissement de normes minimales communes. Plusieurs évidences suggèrent cependant que la course au sommet, et non aux minima, prévaut dans le domaine des valeurs mobilières où, traditionnellement, les juridictions les plus exigeantes ont attiré un nombre élevé d'émetteurs et d'investisseurs.

La situation de concurrence en termes de lois des sociétés aux États-Unis semble avoir conduit à l'émergence de lois relativement uniformes dans les différents États, même si certains auteurs critiquent ce modèle. La concurrence a été menée par l'État du Delaware, où sont incorporées plus de la moitié des sociétés américaines et qui, de 1996 à 2000, a incorporé 90,22 % des nouvelles entreprises qui ont choisi un État autre que leur État d'origine. Ce mouvement ne semble pas se faire au détriment des investisseurs, puisque les changements de lieu d'incorporation vers le Delaware semblent être perçus positivement par le marché boursier. Des spécialistes américains, tels que Roberta Romano, de l'université Yale, suggèrent que l'on applique au droit des valeurs mobilières les principes de concurrence qui prévalent en droit des sociétés.

Dans le secteur des valeurs mobilières, soumis à des changements constants, la rapidité d'adaptation des lois et règlements ainsi que la prompte détection des problèmes et tendances est essentielle. Le système européen de reconnaissance mutuelle permet une certaine forme de concurrence qui favorise les innovations. Ce système n'entraîne pas la disparition des autorités locales, dont plusieurs pays assurent actuellement le renforcement. Il permet en outre l'existence de différences qui peuvent rendre compte de réalités distinctes dans les différents pays. Comme le marché européen, le marché des valeurs mobilières canadien est hétérogène, sur le plan des caractéristiques des entreprises et des initiatives provinciales. En raison de la structure de sa réglementation, le Canada se trouve depuis des années dans un système de concurrence réglementaire imparfaite. Les diverses juridictions peuvent élaborer des réglementations différentes, mais les émetteurs et intermédiaires demeurent soumis à la juridiction des provinces où ils opèrent ou offrent des valeurs.

Un tel système favorise les innovations. La création de programmes tels que le Régime d'Épargne-actions du Québec ou celui des Sociétés de capital de démarrage (*Capital Pools*) en Alberta, ou encore le cas des frais de courtage négociés sont des exemples d'innovation qui ont été menées dans une province puis ont été copiées dans les autres.

La situation européenne combine concurrence réglementaire en matière de valeurs mobilières et normes minimales. Les démarches actuelles suite au rapport Lamfalussy, la révision de la DSI 93, les nouvelles directives sur les prospectus et le Plan d'action sur les services financiers constituent les différents moyens mis en œuvre par la communauté Européenne pour pallier aux dysfonctionnements du système de reconnaissance mutuelle institué en 1993. L'absence de normes minimales et de mécanismes permettant leur élaboration et leur implantation explique l'insuccès du processus de reconnaissance mutuelle mis en place en 1993. L'objectif des démarches récentes, et notamment des suites au rapport Lamfalussy est d'instaurer les normes minimales requises pour que le système de reconnaissance mutuelle fonctionne correctement, et non de prévoir la création d'une commission des valeurs unique en Europe. Le forum permettant l'élaboration de normes communes opère déjà au Canada, et les normes minimales communes existent dans la quasi-totalité des domaines. Rien ne s'oppose donc à la mise en place d'un système de passeport.

La situation de monopole réglementaire n'est pas forcément préférable à celle de la concurrence réglementaire. Chacun des deux systèmes présente des avantages, mais le débat actuel ne mentionne que des désavantages, perçus ou réels, du système actuel. Il est vrai qu'en l'absence d'un effort d'harmonisation, qui permet une reconnaissance mutuelle, un système fractionné présente des désavantages nets. Toutefois, le marché canadien a fortement évolué depuis deux décennies et l'option choisie par la Communauté Européenne mérite d'être sérieusement considérée, d'autant que le modèle américain, parfois cité en exemple, n'est certainement pas transférable au Canada.

5) Les systèmes financiers canadiens et américains : concurrence et réglementation

La situation américaine est souvent évoquée comme exemple d'une situation de centralisation de la réglementation et de sa mise en œuvre dans un État fédéral. Des différences importantes séparent cependant les deux marchés.

Le marché financier américain est très fragmenté, autant au niveau bancaire que dans le domaine des valeurs mobilières. La centralisation de la réglementation peut être optimale dans un tel cas, bien que de nombreux chercheurs contestent cette optimalité. Le monopole réglementaire n'est cependant qu'apparent : il n'existe ni au niveau bancaire, ni en termes de loi des sociétés, et n'est que partiel en matière de valeurs mobilières. Le Bureau du vérificateur général des États-Unis relève qu'en mars 2002, la SEC supervise neuf Bourses, le marché au comptoir et soixante-dix

systèmes de négociation alternatifs, ainsi que douze agences de compensation. Les marchés bancaires et des valeurs mobilières américains comportent donc un grand nombre d'intervenants, qui se livrent une forte concurrence. Les États-Unis vivent une situation de concurrence réglementaire dans le domaine des lois des sociétés. Dans le secteur bancaire, un système dual a été mis en place, qui permet également une certaine forme de concurrence. La réglementation des valeurs mobilières est segmentée, les petites émissions locales étant régies localement. La SEC peut être considérée comme un monopole réglementaire en ce qui concerne les titres importants, face à une industrie concurrentielle et fragmentée. Dans le domaine des valeurs mobilières, les États-Unis sont réputés avoir une réglementation lourde, exigeante et coûteuse. Cette réglementation s'applique à un univers d'entreprises bien différent de celui du Canada, où les petites émissions prédominent. La SEC est jugée comme étant peu efficace, lente et en manque de ressources. Les États-Unis ne sont donc pas un modèle de centralisation réglementaire dans les divers domaines liés au secteur financier.

À l'opposé, le système financier canadien est très fortement concentré. Pour le Groupe de travail sur l'avenir des services financiers canadiens (Rapport MacKay), le Canada est le pays développé où le secteur bancaire est le plus concentré, en 1997. L'étude de la Banque des règlements internationaux confirme ces données et démontre en plus une forte croissance de la concentration, qui passe de 60,2 à 77,1 % de 1990 à 1997. Une telle augmentation n'est perceptible dans aucun autre pays. Le Canada semble être, avec les Pays-Bas, le pays de l'OCDE où le secteur bancaire est le plus concentré. Malgré cette concentration déjà élevée, les plus grandes banques ont tenté à plusieurs reprises de se regrouper. En 2001, les six principales firmes de courtage intégrées, filiales de courtage des six grandes banques canadiennes, ont généré plus de 70 % du chiffre d'affaires de l'industrie. Toutes les grandes firmes de courtage intégrées du Canada appartiennent donc à six banques représentant plus de 90 % de l'actif bancaire total en 2002. Ces institutions sont fortement impliquées dans la détention des Bourses ainsi que dans les conseils d'administration des divers organismes d'autoréglementation, où ils détiennent la majorité des sièges (54 %) contre 8 % aux émetteurs et aucun aux investisseurs.

Le Canada n'a plus qu'un groupe boursier, deux agences de compensation, un service de réglementation et quelques systèmes de négociations parallèles, qui sont pour la plupart sous le contrôle direct ou indirect des grandes banques et des courtiers associés. À notre connaissance, aucun pays développé ne présente un tel niveau de concentration bancaire, financier et autoréglementaire. Le volet financier est régi par les commissions des valeurs mobilières provinciales. Les propositions de centralisation des responsabilités de la réglementation des valeurs mobilières conduiraient à laisser, face à cet ensemble, une seule commission des valeurs mobilières. L'établissement d'une commission nationale conduirait à la mise en place d'un monopole réglementaire. L'autorisation de la fusion des banques, qui possèdent les principales firmes de courtage, ainsi que la concentration grandissante dans ce

secteur semblent conduire le Canada à une situation d'oligopole. Suivant les prévisions des théoriciens de la réglementation, cette situation où un monopole réglementaire régit un oligopole est potentiellement dangereuse. Ceci ne peut être évacué de la discussion actuelle qui entoure la restructuration de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Le cadre réglementaire américain est complexe. La réglementation des émissions locales est demeurée sous la responsabilité des États, et ces émissions sont semblables à la très vaste majorité des émissions canadiennes. Le système américain n'a pas prouvé son efficacité et rien ne permet donc de penser que le modèle de réglementation des valeurs mobilières américain soit transposable au Canada. Par ailleurs, la concentration très élevée du secteur financier canadien rend dangereuse une solution réglementaire qui reposerait sur un organisme unique.

Les sections qui précèdent ne doivent pas laisser croire que le marché canadien des valeurs mobilières n'est pas menacé. Il fait face à des défis considérables, mais il ne semble pas que la structure provinciale de la réglementation en soit à l'origine.

6) Évolution du marché canadien des valeurs mobilières : constats et défis

Selon les promoteurs de la centralisation des valeurs mobilières, la décentralisation de la réglementation et les multiples commissions de valeur nuiraient au développement du marché boursier canadien. Comme il existe peu d'information relative à ce marché, nous analysons son évolution au cours de la dernière décennie et mettons en évidence les caractéristiques particulières du marché canadien des valeurs mobilières.

Celui-ci se distingue des autres marchés développés par la présence de très nombreuses entreprises de faible capitalisation : en 2002, 67 % des sociétés opérantes ont un avoir des actionnaires inférieur à 10 millions \$, et moins de 600 pourraient accéder au Nasdaq. De plus, le marché canadien se caractérise par la présence de très nombreuses nouvelles entreprises. En moyenne 189 premiers appels publics à l'épargne sont recensés chaque année. Le marché canadien se distingue également par une importante mortalité des sociétés inscrites.

La capitalisation boursière du marché canadien a plus que triplé durant la dernière décennie, passant de 242 milliards \$ US à la fin de l'année 1990 à 771 milliards \$ US en 2000. Le Canada, en 2000, se positionne derrière la France, l'Allemagne et la Suisse. La capitalisation boursière de l'Allemagne triple en 10 ans alors que celle du Japon stagne. Si l'on corrige ces variations pour neutraliser les variations de l'indice boursier l'augmentation réelle de la capitalisation canadienne est cependant très inférieure à celle des autres pays (à l'exception du Japon). La création de capital nette canadienne n'est que de 16 % en dix ans, contre 62 % en France, 52 % au Royaume Uni et en Allemagne et 24 % aux États-Unis.

La croissance réelle de la capitalisation canadienne et de son volume de transaction est lente, peu différente de celle de l'économie, et la position relative du Canada par rapport aux principaux pays de l'OCDE se détériore. Le Canada présente un faible attrait pour les sociétés étrangères et la présence des sociétés étrangères sur le marché canadien est symbolique : plus de 99,9 % de la valeur des transactions sur ces titres échappe au marché canadien. Le marché boursier canadien ne semble plus attirer les transactions portant sur les titres étrangers. En revanche, le marché américain capture une part importante des transactions des grandes entreprises canadiennes intercotées. Plus du tiers des titres canadiens à fort volume de transaction sont désormais davantage échangés aux États-Unis qu'au Canada. Il s'agit d'une situation très préoccupante compte tenu de l'importance du marché des valeurs mobilières pour un pays.

Le marché canadien n'est pas le marché dominant (celui où s'effectuent la majorité des échanges) pour les titres étrangers, et il perd progressivement son rôle de marché dominant pour les titres canadiens à valeur de transaction élevée. Il est possible que ce phénomène s'amplifie, dans la mesure où les modèles prédisent que le transfert des transactions continuera à basculer vers le pays qui offre les conditions de transaction les plus favorables. De plus, l'internalisation des transactions (*upstairs market*) se développe rapidement, et seulement 30 % de la valeur totale des transactions portant sur les titres de sociétés canadiennes se font maintenant sur le marché régulier de Toronto. Cette situation est généralement perçue comme problématique et le NYSE, par exemple, limite fortement cette pratique.

L'étude des facteurs amenant les investisseurs à préférer un marché à un autre montre que le marché des valeurs mobilières canadien fait face à de très importants défis. Les facteurs qui attirent les investisseurs et les émetteurs sont principalement la qualité de marché, l'effet de certification et l'effet de visibilité des entreprises.

La qualité des marchés : les investisseurs, et à leur suite les émetteurs sont attirés par des marchés à forte liquidité, où les échanges de blocs importants de titres ont un effet minimal et où les frais d'exécution des transactions sont les moins élevés possibles. Les émetteurs sont également attirés par des marchés où ils pourront prélever des montants importants, ce qui renvoie à la taille des marchés. Ils attachent également une grande importance au suivi des titres par les analystes financiers.

L'effet de certification : Les entreprises choisissent des marchés où les normes de divulgation sont plus rigoureuses que dans leur pays d'origine pour profiter de l'effet de certification et obtenir un meilleur coût du capital. Le marché canadien fait face à un dilemme : doit-on resserrer les critères de divulgation et de gouvernance pour les aligner sur les nouvelles exigences américaines telles que formulées dans la Loi Sarbanes-Oxley en matière de divulgation et gouvernance ou, au contraire, les assouplir pour satisfaire à une dimension plus locale et plus proche des contraintes des entreprises de petite taille?

L'effet de visibilité des entreprises : le fait de voir ses titres échangés sur un marché américain est perçu comme prestigieux. Certaines sociétés, dont les produits sont vendus aux États-Unis, cherchent également à faire correspondre leur actionnariat et leur clientèle.

Le processus de transfert des transactions vers les États-Unis devrait se poursuivre. Il représente un défi majeur pour le marché canadien des valeurs mobilières. Le TSX satisfait de moins en moins aux critères des Bourses globales mais davantage à ceux des marchés régionaux, définis selon Galper (1999) comme suit : *the Regional Exchange dominates its local economy. It has the greatest concentration of regional listings available and is the chief expert in these listings. By virtue of its intense national concentration, its index becomes a barometer of the health of the publicly quoted part of the regional economy. It may trade securities and derivative products. It draws its clientele primarily from regional investors, with a smaller share of international investors interested in benefiting from the available expertise and opportunities.* Quant à la Bourse de croissance TSX, elle est de toute évidence un *Small and Medium Business Market* (Schulman, 1999), catégorie où se situe également le NASDAQ. Dans la mesure où le Canada compte moins de 600 sociétés capables de s'inscrire et d'être transigées sur le NASDAQ, le TSX devrait également s'inscrire dans cette catégorie. Ceci semble d'autant plus vrai que les transactions des titres les mieux capitalisés glissent progressivement vers le marché américain. Les implications sont importantes, en termes de stratégie de développement et de réglementation. L'élément principal à considérer, pour les Bourses SMB, est la proximité : *an exchange provides a real estate function for companies in the sense that it is where companies locate their stock listings and it is where customers (investors) come to buy and sell that stock. Therefore, to enhance the profile of an SMB market, exchanges should create attractive SMB market communities with financial influence, recognized value, and uniquely beneficial services* (Schulman, 1999, p. 14). Puisque les quelques titres de très grande capitalisation glissent vers les Bourses américaines, il semble inéluctable que la Bourse canadienne devienne progressivement une Bourse d'entreprises de taille moyenne et petite, suivant les normes internationales.

Le marché canadien des valeurs mobilières fait donc face à d'importants défis en matière de politiques publiques. La révision de la structure réglementaire actuelle n'est vraisemblablement pas un élément central de cette situation. Le glissement des transactions vers les États-Unis, la part de plus en plus faible des transactions réalisées sur le *downstairs market*, le manque total d'attrait du Canada pour les titres étrangers paraissent plus problématiques. Les enjeux sont importants et ne peuvent être négligés dans la réflexion qui a cours au Canada. Les dimensions de la proximité, de l'adaptation aux différences intersectorielles et régionales, de l'encadrement des titres de faible capitalisation, du passage du capital de risque au financement public et de la survie des nouvelles émissions deviendront des enjeux majeurs. Par ailleurs, la

réduction des avantages perçus ou réels du transfert des transactions aux États-Unis devrait devenir un sujet d'étude et de réflexion crucial.

7) Conclusion

Le marché canadien des valeurs mobilières est confronté à des défis de taille. Il subit la concurrence directe d'un marché beaucoup plus vaste, où divers systèmes de marché se livrent une forte concurrence. Un examen sérieux s'impose des facteurs qui favorisent la migration des transactions hors frontière, et qui limitent très fortement les échanges, au Canada, des valeurs étrangères. Il paraît difficile d'imputer à la structure provinciale de la réglementation ces difficultés qui touchent essentiellement le marché secondaire et dont les coûts sont largement liés au fonctionnement des Bourses et des courtiers.

La réglementation est souvent présentée comme un facteur de coûts et un frein aux nouvelles émissions. Celles-ci sont relativement nombreuses et comparativement peu coûteuses par rapport aux opérations similaires menées aux États-Unis. Aucune étude n'a montré que la structure actuelle de la réglementation désavantageait les émissions canadiennes. L'analyse des prospectus et des demandes de dispense s'effectue également plus rapidement au Canada. Sans prétendre qu'il n'y a pas de place à l'amélioration, il faut admettre que l'argument des effets négatifs de la structure de la réglementation sur les émissions canadiennes manque de preuves.

Le modèle centralisateur qui est proposé changerait peu de choses au niveau d'harmonisation des Lois des valeurs mobilières qui, pour une très grande part, relèvent maintenant de normes nationales. Il créerait un monopole réglementaire, situation dangereuse compte tenu de la concentration très élevée de l'industrie réglementée et ferait perdre au Canada les avantages de la concurrence réglementaire qui prévaut actuellement. Il existe peu d'arguments à l'effet qu'une telle structure réduirait les coûts directs et l'exemple australien semble indiquer le contraire. À l'inverse, un système reposant sur une harmonisation et la reconnaissance mutuelle (le passeport) présente des avantages qui ont d'ailleurs amené la Communauté Européenne à opter pour ce mode de réglementation des valeurs mobilières.