



**Commentaires du Mouvement des caisses
Desjardins**

Présentés au

**Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières
au Canada**

Juillet 2008

TABLE DES MATIÈRES

À PROPOS DU MOUVEMENT DES CAISSES DESJARDINS	1
CONTEXTE.....	1
UN PROCESSUS DE TRANSITION COMPLEXE ET COÛTEUX.....	3
Vers une réglementation à l'américaine?	4
POUR EN FINIR AVEC LES MYTHES	6
L'exemple de la Bosnie-Herzégovine.....	6
La réglementation des valeurs mobilières : le Canada en tête de peloton.....	7
Un régime de réglementation indéniablement harmonisé	8
Un régime de réglementation efficient et efficace	9
Autres éléments qui contribuent à l'efficacité du régime réglementaire.....	11
QUELQUES PRIORITÉS D'ACTION.....	13
La modernisation des lois.....	13
L'application de la loi (<i>enforcement</i>).....	15
La représentation internationale	18
La nécessaire collaboration de l'Ontario.....	19
CONCLUSION.....	21

À PROPOS DU MOUVEMENT DES CAISSES DESJARDINS

Plus important groupe financier intégré de nature coopérative au Canada, avec un actif global de près de 150 milliards de dollars au 31 mars 2008, le Mouvement des caisses Desjardins regroupe un réseau de caisses, *credit unions* et centres financiers aux entreprises au Québec et en Ontario, de même qu'une vingtaine de sociétés filiales en assurances de personnes et de dommages, en valeurs mobilières, en capital de risque et en gestion d'actifs, dont plusieurs sont actives à l'échelle du Canada. S'appuyant sur la compétence de ses 40 000 employés et l'engagement de plus de 6 500 dirigeants élus, Desjardins met à la disposition de ses 5,8 millions de membres et clients, particuliers et entreprises, une gamme complète de produits et services financiers. Son réseau de distribution physique est complété par des modes d'accès virtuel à la fine pointe de la technologie.

CONTEXTE

Dans le document de consultation qu'il a rendu public le 18 avril dernier, le « Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada » soumet cinq grandes questions à la considération du public canadien. Ces cinq questions couvrent les enjeux liés à la substance et aux approches de la réglementation, à l'observation et à l'application de la loi ainsi qu'aux structures et à l'organisation de la réglementation du secteur des valeurs mobilières au Canada.

La raison principale de la mise sur pied de cet autre groupe de travail sur la réglementation des valeurs mobilières est toutefois plus circonscrite. En effet, des intervenants des marchés financiers canadiens estiment que les structures actuelles, fondées sur des organismes provinciaux et territoriaux, sont inadéquates et doivent faire place à un régulateur unique : une commission canadienne des valeurs mobilières. Si cette hypothèse n'était pas retenue, les autres questions soulevées dans le document de consultation pourraient alors continuer d'être traitées dans le cadre décentralisé actuel, et les stratégies appropriées seraient élaborées et mises en œuvre par les organismes existants.

Par exemple, les questions portant sur la pertinence d'établir au Canada une réglementation davantage fondée sur les principes ou qui soit proportionnée à la taille ou à la situation des émetteurs, faut-il le rappeler, ne sont ni nouvelles ni spécifiques au Canada. Elles ont fait l'objet de nombreuses discussions structurées entre régulateurs; elles ont été évoquées dans plusieurs consultations publiques et ont fait l'objet d'initiatives dans certaines juridictions. On peut logiquement dissocier la mise en place d'un régulateur unique et la réglementation par principe. Ce sont des questions importantes au Canada comme dans beaucoup d'autres pays et elles sont régulièrement abordées dans les forums internationaux de régulateurs. Il en va de même des questions liées à l'évaluation du rendement et des résultats des systèmes réglementaires nationaux qui font l'objet de réflexions continues dans les

milieux académiques et dans plusieurs organisations internationales. En ces matières, le Canada, avec son régime actuel de réglementation, se situe dans une mouvance mondiale et doit s'adapter comme les autres pays à des marchés en constante évolution.

Il en va autrement des questions liées à l'application de la loi (*enforcement*). La proximité immédiate des États-Unis, d'une part, et les pratiques propres au système judiciaire canadien, d'autre part, soulèvent des enjeux particuliers qui débordent largement le cadre strict de la réglementation des valeurs mobilières. Nous reviendrons sur ces questions plus loin dans ce document.

L'enjeu principal qui, aux yeux de plusieurs, distingue le Canada des autres pays en matière de réglementation des valeurs mobilières porte donc sur les structures de réglementation. Personne ne conteste le fait que le Canada a une structure de réglementation décentralisée. La décentralisation est un modèle parmi d'autres de gestion publique qui présente des avantages et des inconvénients. On reproche au modèle décentralisé sa supposée fragmentation – certains diraient même sa balkanisation – et ses conséquences sur les coûts et sur les délais administratifs. On parle alors des lourdeurs associées au fait que les entités réglementées doivent composer avec des régulateurs multiples, des incohérences entre les réglementations provinciales et territoriales, des incapacités de ces régulateurs de représenter correctement le Canada dans les forums et les organisations internationales, etc.

Le ministre canadien des Finances, l'honorable James Flaherty, reflétait bien cette perception du régime canadien quand il le décrivait récemment comme :

*« Too complicated. Too expensive. Too bureaucratic. Overlap. Inefficient. Ineffective. All of those things. »*¹

Si cette perception correspondait effectivement à la réalité, il serait difficile de défendre le maintien d'une structure fondée sur des réglementations éparses et sur des régulateurs provinciaux et territoriaux incohérents et inefficaces. Il est donc important de faire la part des choses et de déterminer si le régime canadien est réellement fragmenté et correspond véritablement à l'image lamentable dont on l'afflige dans certains milieux. Il faut procéder à cet examen sur la base des faits – et non seulement sur des perceptions – avant de s'engager dans des avenues de centralisation qui vont possiblement s'avérer elles-mêmes longues, complexes et coûteuses.

¹ Entrevue de l'honorable James Flaherty rapportée sur le site *InvestorVoice.ca* le 26 avril 2008. Voir : http://www.investorvoice.ca/CSR/CSR_index.htm.

UN PROCESSUS DE TRANSITION COMPLEXE ET CÔUTEUX

En effet, à supposer que l'on décide de s'engager dans une telle voie, le processus de mise en place d'un régime centralisé de réglementation des valeurs mobilières va devoir tenir compte de nombreuses contraintes et respecter plusieurs échéances importantes.

- Au plan légal et juridique, la mise en place d'un tel régime devrait être précédée de l'élaboration et de l'adoption d'une *Loi canadienne des valeurs mobilières*, laquelle va devoir être accompagnée d'une réglementation importante. Des travaux ont été amorcés en ce sens et des projets sont prêts – du moins peut-on le supposer. Ce matériel législatif et réglementaire devra faire l'objet de consultations structurées, comme il est l'habitude dans une industrie qui doit fonctionner sur la base de règles du jeu claires, explicites et bien connues des acteurs.
- Par ailleurs, faut-il le souligner, la constitutionnalité d'une telle initiative n'est pas encore avérée, surtout si une ou plusieurs provinces s'objectent et contestent la capacité de l'État fédéral de faire appliquer une loi qui aurait préséance sur leurs lois actuelles. La validation constitutionnelle est un processus qui peut prendre un certain temps, même si le gouvernement fédéral se prévaut de sa prérogative de soumettre directement la question à la Cour suprême. Malgré tout, il est indispensable de lever, au préalable, les éventuels obstacles constitutionnels pour éviter de faire peser une incertitude sur le fonctionnement des marchés de capitaux.
- De plus, même si cela ne posera vraisemblablement pas de difficulté importante, il faut également prévoir que la loi et la réglementation fédérales devront s'appliquer de façon semblable ou cohérente en contexte civiliste ou de *common law*. Même si cette démarche n'a finalement pas eu de suites, l'élaboration, il y a quelques années, du projet de *Loi uniforme sur les valeurs mobilières* par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) a permis de constater que cette harmonisation ne soulève vraisemblablement pas de problème majeur. Une vérification définitive reste toutefois à faire.
- Au plan administratif et organisationnel, la mise sur pied d'une entité unique de juridiction fédérale² va également exiger un certain temps. À moins de faire table rase des commissions provinciales et de maximiser ainsi les résistances potentielles, le gouvernement fédéral va devoir proposer une formule d'*opting in*, au moins dans une première étape, en vertu de laquelle il va proposer aux

² Ces facteurs vont également jouer si la structure centralisée résultait d'une forme quelconque de cooptation et de délégation des provinces vers un organisme unique, comme l'ont suggéré certains intervenants.

provinces de transférer leurs ressources – essentiellement le personnel spécialisé des commissions actuelles – en même temps qu’elles vont céder leurs juridictions. À défaut, la nouvelle entité va se retrouver immédiatement avec un sérieux déficit d’expertise. Bien qu’une province comme l’Ontario accepterait vraisemblablement de transférer les ressources de sa commission des valeurs mobilières, il est loin d’être évident que des provinces comme la Colombie-Britannique et l’Alberta feraient de même, et ce, sans parler du Québec. Dans une telle formule d’*opting in*, il sera tentant de négocier des conditions d’adhésion ou des mécanismes d’harmonisation au cas par cas – province par province, marché par marché – reproduisant ainsi les conditions d’une balkanisation que l’on voulait au départ éliminer.

- Dans le cas où des commissions provinciales subsisteraient, par exemple à la suite du refus de certaines provinces de se prévaloir de leur possibilité d’*opting in*, il faudra établir entre elles et la nouvelle entité fédérale des ententes en matière d’harmonisation réglementaire, d’application des lois, de coordination des enquêtes et des inspections, etc., sur le modèle de celles qui ont été élaborées et qui s’appliquent actuellement dans le cadre des ACVM.
- Dans toutes les hypothèses, la nouvelle entité centralisée va devoir maintenir et opérer des bureaux régionaux dans les provinces participantes, ce qui va limiter les possibilités de réaliser les économies généralement associées à la centralisation. Toutefois, certaines fonctions de haut niveau, comme l’élaboration de la réglementation, les relations avec les organismes internationaux ou la planification budgétaire vont vraisemblablement être rationalisées et regroupées au siège social de l’entité. Cela va se traduire par un transfert d’expertise et de ressources vers le centre et par un aménagement de la structure administrative.

En outre, au cours de tels changements, tant la direction que le personnel des organisations concernées sont « habités » par les questions de structure administrative, de délégation d’autorité, de redéploiement et de relocalisation des ressources, de réorganisation des fonctions et des opérations, de redéfinition des processus, de renégociation des ententes avec les partenaires et des conventions collectives, etc. Ces préoccupations légitimes de nature interne prennent souvent le devant sur les considérations liées à l’environnement externe, aux conditions du marché, aux attentes et aux besoins des clients ou des publics visés. Bref, pendant une période de transition comme celle que l’on doit envisager, les organisations concernées vont tourner leur attention et mobiliser une grande partie de leur temps et de leurs énergies vers ces questions de régie interne et de réorganisation, alors que les marchés vont continuer d’évoluer très rapidement sous l’impulsion des changements technologiques, des nouveaux produits issus de l’ingénierie financière, des nouveaux modèles de gestion du risque, de l’évolution des échanges internationaux, etc.

Vers une réglementation à l'américaine?

En plus de ce qui précède, le processus de transition comporte une réelle possibilité que le régime canadien de réglementation des marchés de capitaux ne glisse vers le modèle américain, sans qu'il n'y ait eu de débat sur la pertinence et l'intérêt d'une telle évolution pour le Canada et pour ses marchés régionaux. En effet, la réglementation ontarienne va vraisemblablement servir de point de départ au nouveau régime centralisé. Or, la philosophie implicite du régulateur ontarien a souvent été de suivre l'évolution du modèle américain, d'en répliquer les principales mesures et de chercher à en reproduire les effets. Cette approche est à plusieurs égards souhaitable, voire nécessaire, compte tenu de l'impact des immenses marchés de capitaux américains sur les marchés canadiens. Le problème est que le régime américain a été conçu et s'est développé dans un environnement de marché autrement plus complexe, plus évolué et plus « liquide » que le marché canadien. Les exigences, qu'impose la conformité à l'importante masse réglementaire américaine, sont autrement plus sévères que celles qui prévalent chez nous et sont adaptées à des organisations qui disposent de ressources généralement beaucoup plus importantes au niveau de leurs contentieux.

Au surplus, le modèle américain de réglementation des valeurs mobilières est encore largement dominé par les approches fondées sur les règles et les exigences procédurales (*rule-based*), dont il représente l'incarnation la plus développée à l'échelle de la planète. Il y a donc une réelle possibilité que, si l'on n'y prend pas garde, la transition vers un régime centralisé entraîne le Canada dans une direction contraire à celle qui nous mènerait vers un régime davantage fondé sur les principes (*principle-based*). Encore une fois, il y a un danger réel que la direction du Canada en matière de philosophie réglementaire ne soit d'abord déterminée par la dynamique de la transition plutôt que de résulter d'un débat sur le fond.

Par ailleurs, si tant est que la transition a réellement pour effet d'uniformiser les règles du marché et les pratiques en matière d'application de la loi, on peut penser que ce seront les approches ontariennes qui finiront par prévaloir dans l'ensemble des juridictions, notamment à cause de l'importance relative du marché torontois dans l'espace financier canadien. Si ce scénario va effectivement faire l'affaire de la communauté financière basée à Toronto, il risque, par contre, de reporter sur les participants aux marchés des autres provinces une part disproportionnée du fardeau administratif et financier de la transition.

Bref, le processus de transition va soulever une foule d'enjeux juridiques, administratifs, logistiques et fonctionnels. De plus, pour plusieurs raisons, il risque de perdurer et d'être à l'origine de coûts importants, tant pour les organismes de réglementation que pour les acteurs soumis à leur juridiction. Il importe donc de ne pas prendre à la légère la décision de provoquer une telle rupture dans nos institutions et, le cas échéant, de la fonder sur des faits plutôt que sur des perceptions plus ou moins fondées. Il faut établir au départ si le jeu en vaut vraiment

la chandelle et si les bénéfiques qui vont en résulter vont se traduire par de réelles améliorations par rapport à la situation actuelle.

POUR EN FINIR AVEC LES MYTHES

L'exemple de la Bosnie-Herzégovine

L'un des mythes les plus souvent véhiculés de la part des critiques du régime actuel de réglementation des valeurs mobilières est que le Canada constitue le seul pays au monde, avec la Bosnie-Herzégovine, à posséder un système décentralisé et fragmenté. Cette image, qui tient de la caricature et qui est utilisée sans répit par les tenants de la centralisation, est toutefois fautive. En effet, contrairement au Canada, il existe bel et bien une commission des valeurs mobilières de Bosnie-Herzégovine, qui est au demeurant membre à part entière de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).³ À vrai dire, ceux et celles qui invoquent cet exemple dans leurs discours en savent peu sur le régime bosniaque ni même qu'il a été mis sur pied à la suite des accords de Dayton, conclus aux États-Unis avec l'aide du gouvernement américain pour mettre fin à la guerre des Balkans dans les années 1990.

Quoiqu'il en soit, cette caricature est trompeuse à un autre titre. En effet, s'il ne peut plus compter sur la Bosnie-Herzégovine, le Canada ne se retrouve pas seul pour autant, puisqu'il est en compagnie de quelques autres fédérations bien connues dans le club sélect des pays qui ont un régime décentralisé de réglementation. En Allemagne, par exemple, le régime actuel confère aux organismes de réglementation des *länder* (l'équivalent de nos provinces canadiennes, en quelque sorte) le soin d'encadrer les bourses. C'est ainsi qu'il incombe au *länder* de Hesse de réglementer la puissante Deutsche Börse. Plus près de nous, on oublie trop souvent de rappeler que le régime américain repose non seulement sur la *Securities and Exchange Commission* (SEC) et sur la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), mais aussi sur les 50 agences de réglementation des États. Ces dernières ne font pas dans la figuration : par exemple, aux quelque 600 procédures amorcées chaque année par la SEC, il faut en ajouter environ 1 400 autres qui sont initiées par les États.⁴ Dans ces deux cas, soit en Allemagne et aux États-Unis, les pouvoirs et les initiatives des États fédérés sont donc loin d'être négligeables.

En fait, les trois fédérations du G-7 (le Canada, les États-Unis et l'Allemagne) réglementent leurs marchés en bonne partie par l'entremise de leurs États fédérés :

³ Les sceptiques qui maîtrisent la langue bosniaque pourront le vérifier à l'adresse suivante : <http://www.komvp.gov.ba/bih/>.

⁴ En fait, les premières démarches pour encadrer au plan légal et réglementaire les marchés de valeurs mobilières aux États-Unis ont été initiées par les États américains dans les années 1910, bien avant que ne soit mise sur pied la SEC en 1934 dans le cadre du *New Deal* de M. F.D. Roosevelt.

le Canada n'est donc pas si singulier que certains se plaisent à l'affirmer. Ce qui le distingue, toutefois, c'est bel et bien l'absence d'un régulateur fédéral. Toutefois, comme on le verra plus loin, d'autres mécanismes ont été développés au cours des dernières années pour remplir les rôles de coordination et d'harmonisation généralement attribués à ces instances. De plus, rien n'indique que ces mécanismes se sont avérés moins efficaces que les régulateurs centraux pour encadrer et appuyer le développement de marchés efficaces et efficients.

La réglementation des valeurs mobilières : le Canada en tête de peloton

Le recours à des déformations de la réalité et à de véritables mythes pour tenter de discréditer le système actuel n'est pas nouveau. Les chercheurs qui ont tenté d'évaluer et de comparer les performances réelles du système canadien ont toujours eu peine à trouver des preuves empiriques à l'appui de telles affirmations. En fait, même si le régime actuel demeure perfectible, il fait figure de leader sur la scène internationale.

Par exemple, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a réalisé en 2006 une vaste étude sur l'impact des systèmes de réglementation financière dans 20 pays membres dont le Canada.⁵ Cette étude a porté sur deux volets distincts : la réglementation du secteur bancaire et la réglementation des marchés de valeurs mobilières. Les comparaisons entre ces deux marchés sont d'autant plus intéressantes que la réglementation bancaire au Canada (à l'image de l'industrie) est fortement centralisée, alors que la réglementation des valeurs mobilières est quant à elle décentralisée et, aux dires de ses détracteurs, fragmentée et inefficace. On devrait donc observer les effets de cette polarisation dans les performances du Canada relativement à celles des autres pays dans l'un et l'autre de ces deux secteurs.

En ce qui concerne la réglementation du secteur bancaire, où le Canada bénéficie d'institutions centrales fortes (comme la Banque du Canada et le Bureau du surintendant des institutions financières) et qui sont généralement considérées à juste titre parmi les meilleures au monde, le Canada se tire effectivement bien d'affaire en se classant à peu près au milieu du peloton.⁶ En fonction des arguments véhiculés par les tenants de la centralisation, on devrait donc s'attendre à ce que le Canada fasse nettement moins bonne figure dans le secteur des valeurs mobilières, compte tenu de la soi-disant piètre performance et de la mauvaise image de ses 13 régulateurs provinciaux et territoriaux. Or, c'est exactement le contraire qui se

⁵ Revue économique de l'OCDE, no 43, 2006/2 *Réglementation des systèmes financiers et croissance économique dans les pays de l'OCDE : une analyse empirique*, Alain de Serres, Shuji Kobayakawa, Torsten Slok et Laura Vartia.

⁶ Op. cit., page 98 et suivantes.

produit sur la base des études empiriques de l'OCDE, puisqu'il se classe au second rang des 20 pays considérés, tout juste derrière la Nouvelle-Zélande, et devant des pays comme les États-Unis (4^e), le Royaume-Uni (5^e) et le Japon (6^e).⁷ Ce système de réglementation, que certains se plaisent à présenter comme la risée des pays développés, semble donc malgré tout placer le Canada dans une position plus que favorable, meilleure en fait, si l'on en croit l'OCDE, que ces pays auxquels on voudrait justement le comparer.

Un régime de réglementation indéniablement harmonisé

Il faut toujours considérer avec prudence de telles comparaisons internationales qui doivent être interprétées avec plusieurs nuances. Dans les faits, le portrait très négatif, que certains tracent du régime décentralisé actuel, ne résiste à peu près jamais à l'épreuve des faits et à celle des analyses empiriques rigoureuses. Plusieurs des perceptions les plus répandues sur les travers de ce régime se trouvent ainsi mises à mal.

- En particulier à cause d'efforts soutenus au cours des douze dernières années, les ACVM ont élaboré et mis en vigueur un ensemble de normes nationales (*National Instruments*) qui couvrent maintenant la quasi-totalité des domaines de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Ces normes pancanadiennes ont pour effet d'harmoniser significativement la réglementation dans toutes les provinces et tous les territoires. L'encadrement actuel comprend plus de 70 normes, instructions générales et instructions complémentaires qui sont d'application générale dans les 10 provinces et les 3 territoires. Elles couvrent, entre autres, les domaines de l'encadrement des marchés et des règles de négociation, du placement des valeurs, de l'information continue, des offres publiques, des opérations sur valeurs à l'extérieur du territoire et des organismes de placement collectif. La quasi-totalité de la nouvelle réglementation, entrée en vigueur au cours des dernières années, a pris la forme de tels instruments pancanadiens. Les quelques cas où des règles locales continuent de prévaloir sont souvent liés à des particularités de certains marchés et n'interfèrent pas avec les normes pancanadiennes.
- L'entrée en vigueur du régime de passeport négocié entre l'ensemble des régulateurs, à l'exception de l'*Ontario Securities Commission* (OSC) fait maintenant en sorte qu'une compagnie publique n'a plus à faire affaire qu'avec un seul régulateur pour faire approuver un prospectus ou pour obtenir certaines

⁷ Op. cit., page 104 et suivantes. Il est à noter que ce classement ordonnait, toujours sur la base d'une analyse empirique, les pays en fonction du caractère restrictif « sévère » de leurs réglementations respectives et que cette caractéristique affectait favorablement la performance de leurs marchés de valeurs mobilières. Malheureusement, la Bosnie-Herzégovine n'était pas considérée pour les fins de cette étude.

exemptions. Une fois cette approbation obtenue par le régulateur « local », elle est automatiquement reconnue par toutes les autres autorités et s'applique donc automatiquement – sans plus de complication – à l'ensemble du Canada. Toutefois, l'OSC a choisi de faire cavalier seul, refusant de se joindre au régime de passeport et de reconnaître les décisions des autres régulateurs. Malgré tout, toutes les autres provinces et territoires ont choisi de reconnaître les décisions de l'OSC, créant ainsi une situation paradoxale : en effet, les compagnies ontariennes se voient ainsi garantir une reconnaissance dans l'ensemble du Canada, malgré la non-participation de leur province au régime de passeport, alors que les compagnies des autres provinces, qui veulent faire des opérations en Ontario, doivent obtenir deux autorisations : l'une dans leur province, l'autre en Ontario.

- La prochaine étape de la mise en place du système de passeport concerne l'inscription des courtiers et des participants aux marchés. Elle devrait aboutir en 2009 avec une formule qui permettra d'harmoniser les exigences et de coordonner les processus d'inscription, dans le même esprit que celui qui a prévalu pour les émetteurs de titres. Le résultat, encore une fois, sera de faire en sorte que l'inscription d'un courtier ne nécessite plus que l'approbation de son régulateur local et soit automatiquement reconnue à l'échelle pancanadienne. Il faut également souligner que ce processus peut maintenant s'appuyer sur la Base de données nationale des inscriptions (la BDNI) qui facilite et accélère grandement le dépôt électronique et le traitement des demandes d'inscription par toutes les juridictions canadiennes.
- Les bourses et les places de marché canadiennes opèrent non seulement dans un cadre réglementaire uniforme « Normes canadiennes et Instructions complémentaires 21-101 et 23-101 », mais les différentes autorités réglementaires chargées de leur encadrement ont conclu une entente pour se répartir les tâches et coordonner leurs travaux. C'est ainsi que les provinces de Québec, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique se partagent les responsabilités du marché des produits dérivés, des marchés de grandes capitalisations et de petites capitalisations. Les bourses et les systèmes parallèles de négociation n'ont ainsi à faire affaire qu'avec un seul régulateur.

En fonction de ce qui précède, il est rigoureusement inexact d'affirmer que des émetteurs, des participants aux marchés ou des places de marché doivent composer avec 13 régulateurs et 13 ensembles de règlements au Canada. Comme pour tous les grands enjeux liés aux politiques publiques, en réglementation financière comme ailleurs, il reste des progrès à faire, mais en ce qui concerne la gestion et le fonctionnement au jour le jour des marchés, l'essentiel du travail d'harmonisation a été fait et fonctionne aujourd'hui de façon adéquate.

Un régime de réglementation efficient et efficace

En ce qui concerne l'efficacité et l'efficacité du régime canadien de réglementation, il est important de considérer les questions des délais administratifs et des coûts du système. En effet, on cite ces deux facteurs comme des exemples où le régime canadien de réglementation a failli et freine la compétitivité du marché canadien.

- De façon générale, les délais dans l'émission de permis ou d'autorisation diverses sont plus courts au Canada qu'aux  tats-Unis. En ce qui concerne les délais dans l'adoption et la mise en vigueur de la réglementation, il faut savoir que les principaux délais dans le processus d'adoption des règles découlent généralement des périodes qui sont réservées à la consultation du public ou de l'industrie. Ces processus de consultation, qui amènent à l'occasion les régulateurs à reformuler leurs propositions initiales, fournissent les garanties nécessaires pour établir des règles équitables, appropriées, performantes et proportionnées. Ils permettent également aux éventuels assujettis de s'informer à l'avance des règles auxquelles ils devront se conformer. Les pratiques canadiennes sont à cet égard similaires à celles des  tats-Unis. Peu de participants aux marchés de valeurs mobilières canadiens accepteraient d'éliminer ces périodes de consultation, même pour réduire les délais.
- Les coûts directs de la réglementation – que reflètent entre autres les tarifs et les frais que facturent les autorités de réglementation – sont généralement inférieurs au Canada qu'aux  tats-Unis, ce que la *Financial Services Authority* (FSA) britannique a notamment constaté dans une étude comparative publiée en 2003.⁸ Ces coûts demeurent cependant minimes lorsqu'ils sont rapportés au volume d'affaires des firmes auxquelles ils sont facturés, en particulier à l'égard des coûts indirects, lesquels consistent la plupart du temps en des dépenses de services professionnels encourues par les entités réglementées pour faire face à leurs obligations de conformité. Or, l'harmonisation extensive de la réglementation canadienne, d'une part, et l'établissement du régime de passeport, d'autre part, contribuent à réduire ces coûts de manière significative, en éliminant la nécessité de faire affaire avec des régulateurs multiples – que ce soit pour les émetteurs ou pour les intermédiaires.

⁸ Voir : *FSA Indicators of the costs of regulation in different jurisdictions*. Les résultats sommaires de cette étude sont reproduits dans Jean-Marc Suret et Céline Carpentier, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada*, document de travail préparé pour la Commission des valeurs mobilières du Québec, juillet 2003, pages 52-56 et 176. Il faut mentionner que, contrairement au Canada, les coûts directs de réglementation aux  tats-Unis sont financés à même le produit d'une taxe dédiée versée au Trésor américain, qui n'en retourne qu'une partie seulement à la SEC pour financer ses opérations. En 2001, par exemple, cette taxe américaine a généré des revenus totaux de 2,1 milliards de dollars US, alors que le financement total de la SEC ne s'est élevé cette année-là qu'à 423 millions \$.

Au cours des dernières années, les ACVM ont également mis en place des mécanismes de coordination de leurs activités d'application de la loi (*enforcement*) sur lesquels nous reviendrons.

Autres éléments qui contribuent à l'efficacité du régime réglementaire

À ce portrait sur les régulateurs publics, il faut ajouter deux autres facteurs qui influencent le degré de fragmentation ou de centralisation des marchés canadiens de valeurs mobilières.

- Les organismes d'autorégulation jouent un rôle important dans l'encadrement des marchés nord-américains de valeurs mobilières. Or, les modifications récentes au Canada ont contribué à renforcer la cohésion des organismes et à mieux gérer les conflits d'intérêts qui sont incontournables dans tout modèle d'autorégulation. Aujourd'hui, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) – qui a pris la relève de l'Association canadienne des courtiers de valeurs mobilières (ACVM) – a modifié sa structure et sa gouvernance pour se départir de ses fonctions de représentation des intérêts de l'industrie. En outre, il a englobé l'organisme spécialisé dans la réglementation des places de marché – Services de réglementation du marché RS Inc. – pour former une structure cohérente et harmonisée d'autorégulation qui est reconnue dans toutes les juridictions canadiennes et qui y applique des règles uniformes. Les approches canadiennes en matière d'autorégulation sont de plus en plus considérées favorablement aux États-Unis, où des voix s'élèvent fréquemment pour réclamer des réformes qui iraient dans des directions similaires à celles qui ont été développées ici, en grande partie par ailleurs, avec l'aide et l'encouragement directs des régulateurs provinciaux.
- L'évolution des places de marché canadiennes, au cours de la dernière décennie, a consacré la domination et le caractère quasi-monopolistique du Groupe TMX sur les marchés boursiers au Canada. Ce groupe incorpore maintenant les marchés autrefois partagés entre les bourses de Toronto, de Montréal, de Calgary et de Vancouver et couvre l'ensemble des petites et grandes capitalisations ainsi que les produits dérivés. De plus, il fait l'objet d'un encadrement intégré de la part des autorités réglementaires et de l'OCRCVM. Les seules exceptions à ce quasi-monopole sont quelques systèmes de négociation parallèles (*Alternative Trading Systems*) qui se sont constitués au Canada en vertu des Normes canadiennes 21-101 et 23-101. S'ils ont un potentiel intéressant, ces marchés électroniques n'occupent actuellement qu'une part minime de leurs marchés respectifs. Dans l'ensemble, donc, les marchés boursiers canadiens se retrouvent actuellement bien moins fragmentés que leurs

équivalents américains⁹, même s'ils sont loin d'atteindre des niveaux de liquidité comparables.

Quand on prend la peine de considérer le marché canadien des valeurs mobilières et son régime d'encadrement réglementaire sur la base des faits et des analyses empiriques, on arrive à un portrait très différent de celui véhiculé par les tenants de la centralisation. Tout d'abord, nos marchés eux-mêmes s'avèrent parmi les plus centralisés au monde en raison de la forte concentration de l'industrie des services financiers au Canada et du caractère quasi-monopolistique de nos organismes d'autoréglementation (OAR) et de nos places de marché. Quant à notre régime de réglementation, il est effectivement décentralisé, mais il n'est pas fragmenté. Il comprend des mécanismes de coordination – les ACVM ont, par exemple, mis sur pied un comité de coordination des politiques qui se réunit à une fréquence hebdomadaire à cet effet – qui ont bel et bien réussi à harmoniser la réglementation et à coordonner les opérations.¹⁰

Il est important de bien reconnaître les progrès accomplis au cours des dernières années, non pas pour rendre justice au régime actuel, mais bien pour éviter de s'engager dans des réformes longues, complexes et coûteuses qui chercheraient à régler des problèmes inexistantes ou d'autres qui ont déjà été résolus. Il faudrait également éviter de viser à « rejoindre » des pays en imitant aveuglément leurs régimes de réglementation, lorsque les comparaisons avec ceux-ci nous sont en réalité favorables : l'objectif ne devrait-il pas plutôt être de maintenir cette avance, de miser sur nos forces plutôt que de dénigrer des institutions et nos marchés? Si l'objectif est de rendre les marchés canadiens plus compétitifs à l'échelle internationale, s'il est d'en améliorer l'intégrité à l'égard des investisseurs, ou s'il est d'en simplifier les règles et de les fonder sur des principes, ce n'est pas en s'engageant dans une réforme – inutile au mieux, contre-productive au pire – des structures de réglementation qu'il faut commencer. D'autres priorités doivent prendre le devant de la scène.

⁹ Malgré les efforts des dernières décennies pour assurer une plus grande cohésion des marchés américains (qui se sont cristallisés dans le *National Market System*), le marché américain repose sur un éventail plus large de places de marché, incluant la Bourse de New York, les bourses régionales, Nasdaq et un groupe de marchés électroniques (les ECN/ATS) qui occupent des parts significatives de marché.

¹⁰ En fait, à certains égards, le cadre canadien peut être considéré comme davantage intégré que la référence américaine : les États-Unis ont bel et bien fragmenté leur système de réglementation en confiant à des régulateurs séparés l'encadrement des marchés au comptant (la SEC) et de certains marchés de dérivés (la CFTC). Cette distinction sectorielle n'existe pas au Canada. L'Autorité des marchés financiers exerce bien des responsabilités spécifiques d'encadrement du marché de dérivés à Montréal, mais elle le fait dans le cadre d'une entente administrative avec les trois autres commissions qui se partagent l'encadrement des marchés, non pas sur la base d'une délégation de pouvoirs prévue dans la législation ou dans la réglementation.

QUELQUES PRIORITÉS D'ACTION

Le régime canadien de réglementation des valeurs mobilières demeure perfectible. Plusieurs problèmes importants subsistent et doivent faire l'objet de correctifs rapides, voire urgents. Le fait est que ces problèmes peuvent trouver leurs solutions dans le cadre du régime actuel, ce qui évite au Canada d'avoir au préalable à s'engager dans des réformes structurelles qui, comme nous l'avons vu, demeureraient longues, complexes, coûteuses et inutiles.

Parmi ces problèmes, on peut en mentionner quatre qui méritent l'attention des régulateurs et des marchés.

- La modernisation des lois;
- L'application de la loi (*enforcement*);
- La représentation internationale;
- La nécessaire collaboration de l'Ontario.

La modernisation des lois

L'architecture générale du cadre normatif canadien en valeurs mobilières repose sur trois grands niveaux : de bas en haut, ces niveaux sont (1) l'autoréglementation, (2) la réglementation « publique » et (3) le cadre législatif. Les règles des OAR sont maintenant largement harmonisées, voire unifiées, une évolution qui a par ailleurs été grandement facilitée par la coordination des différents régulateurs publics qui doivent approuver ces règles. La réglementation « publique », quant à elle, a fait l'objet des efforts d'harmonisation qui ont été évoqués précédemment et qui ont abouti à un corpus réglementaire qu'on estime harmonisé à plus de 90 %.

Si le niveau législatif demeure fondé sur des lois provinciales et territoriales distinctes, il faut souligner qu'il a permis l'harmonisation des deux autres niveaux. Les efforts des ACVM, qui ont permis l'élaboration concertée de l'imposant corpus des normes nationales, ne se sont pour ainsi dire jamais heurtés à des obstacles législatifs tels qu'ils auraient pu empêcher de prendre les mesures réglementaires nécessaires au bon fonctionnement des marchés ou à la protection efficace des intérêts des investisseurs et des épargnants. En fait, malgré leurs différences, les systèmes législatifs des provinces et des territoires demeurent dans l'ensemble cohérents. L'histoire récente s'est chargée de démontrer que ce cadre législatif n'a en réalité jamais constitué un obstacle sérieux à la mise en place du cadre réglementaire harmonisé actuel.

Un défi intéressant attend toutefois les législateurs provinciaux s'ils veulent mettre en place, comme l'évoque par ailleurs le document de consultation du Groupe d'experts, un régime de réglementation davantage fondé sur les principes. En effet, c'est souvent – quoique non exclusivement – dans des lois-cadres de haut niveau qu'il

faut chercher à énoncer les grands principes sur lesquels on veut fonder les régimes réglementaires qui s'inspirent de cette approche. La réglementation viendra par la suite préciser les mécanismes, les règles et les procédures qui vont ancrer ces principes dans le fonctionnement courant des marchés et de valider les exigences que vont devoir respecter les assujettis.

À cet égard, tant les régulateurs que les législateurs des provinces et des territoires ne pourront faire l'économie de préciser les principes, qui devront à l'avenir orienter le développement des marchés de valeurs mobilières et des systèmes d'encadrement, qui vont y être appliqués. Cette réflexion doit être poursuivie sur une base commune – qui doit, par ailleurs, prévoir une participation active et constante de l'industrie et des consommateurs – et aboutir à des résultats qui vont devoir être partagés.

Or, il existe un précédent intéressant qui a démontré qu'une telle démarche est possible. En effet, les ACVM avaient entrepris, au début des années 2000, un travail exhaustif pour formuler une proposition de *Loi uniforme des valeurs mobilières*, qui aurait pu être débattue et adoptée conjointement par les 13 assemblées législatives provinciales et territoriales et qui aurait donc permis une harmonisation du cadre législatif canadien dans ce domaine. Ce projet n'aura finalement pas eu de suites dans le contexte de l'époque, les gouvernements ayant alors choisi de porter leur attention sur l'élaboration et la mise en place d'un système de passeport. Mais l'exercice a néanmoins permis d'établir des constats intéressants :

- Il est possible d'élaborer un instrument législatif qui crée une base commune à toutes les provinces.
- Ce projet permettait notamment de simplifier les lois qui prévalent dans plusieurs provinces, en transférant notamment plusieurs objets du côté de la réglementation. Ce faisant, il était possible d'améliorer la capacité du régime de s'adapter à l'évolution rapide des marchés, en bonne partie parce qu'il est généralement plus facile et plus rapide de modifier un règlement – un processus qui permet par ailleurs d'incorporer des mécanismes plus souples de consultation – que d'apporter des changements législatifs.
- Le projet a également permis de constater qu'il est possible et intéressant d'inclure dans la loi des principes qui serviront à encadrer l'ensemble des marchés et qui peuvent être précisés par des instruments réglementaires qui disposent des règles d'application conséquentes.
- Il a également permis de constater que les approches civilistes et de *common law* peuvent être conciliées dans une même loi, ou encore intégrées dans des lois distinctes, mais cohérentes.

Bref, même si ce projet ne s'est pas concrétisé, il a permis de démontrer tant la faisabilité que l'intérêt d'amendements législatifs, qui peuvent effectivement être coordonnés à l'échelle des provinces, dans la mesure où ces dernières s'entendraient sur des principes communs. Quoiqu'il en soit, les provinces ont indéniablement réussi à doter le Canada d'un cadre réglementaire harmonisé et à accompagner l'établissement d'un régime uniformisé en matière d'autoréglementation. Dans la mesure où elles en manifestent la volonté, elles peuvent assurer une modernisation du cadre législatif et l'introduction d'approches fondées sur les principes. En plus, ce sont les provinces où se concentrent les plus petits émetteurs qui ont dans le passé mené la charge pour rendre la réglementation et son application plus proportionnées à la taille et aux situations particulières des entreprises. Là, également, les besoins de modernisation de la réglementation ne doivent pas servir de prétexte à une centralisation des structures, dont rien n'indique qu'elle pourrait contribuer à solutionner les problèmes.

L'application de la loi (enforcement)

Les faiblesses dans l'application de la loi et la clémence des sanctions imposées aux contrevenants sont souvent identifiées comme les principaux problèmes du régime canadien de réglementation des valeurs mobilières. Évidemment, pour certains, ce problème découle principalement du fait que 13 régulateurs ne réussissent pas – ne peuvent pas réussir – à conjuguer leurs efforts pour prévenir et réprimer la fraude.

Ce problème est réel. Il suffit de comparer les peines respectives auxquelles s'exposent les contrevenants aux lois américaines et canadiennes pour constater que les États-Unis sont beaucoup plus sévères que le Canada en ces matières. Il est toutefois simpliste – et encore une fois faux – de prétendre que cette situation est principalement due à notre structure décentralisée de réglementation. Faut-il rappeler qu'une bonne majorité des procédures aux États-Unis sont initiées au niveau des États?

En fait, la centralisation est loin de garantir les résultats, comme a récemment pu le constater le gouvernement fédéral dans la mise sur pied d'équipes de la Gendarmerie royale du Canada (GRC) dédiées aux enquêtes sur les marchés financiers (les équipes intégrées – police des marchés financiers ou *Integrated Market Enforcement Teams*). Annoncée en grande pompe en 2003, cette mesure a constitué des équipes dans quatre grandes villes (Montréal, Toronto, Calgary et Vancouver) et devait renforcer considérablement la capacité de détecter et de combattre les fraudes sur les marchés financiers, suppléant ainsi aux carences soi-disant observées au sein des régulateurs locaux. Quatre ans et environ 100 M\$ plus tard, les résultats ont été si décevants que le gouvernement fédéral a mandaté l'ex-surintendant des institutions financières, M. Nick Le Pan, pour réévaluer l'ensemble des opérations des *EIPMF/IMET*. La GRC a reçu le rapport de monsieur Le Pan, à l'automne dernier, et elle est à revoir l'ensemble de ses opérations en conséquence.

Commentaires du Mouvement des caisses Desjardins

Présentés au Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada
Juillet 2008

La volonté de la GRC de renforcer ses capacités d'enquêter dans le domaine des crimes économiques et des fraudes financières doit être saluée. Il est à espérer que les procédures intentées récemment au Québec dans l'affaire Norbourg, qui résultent d'une enquête menée par l'Équipe intégrée basée à Montréal, signalent que cette structure est effectivement en voie de solutionner ces problèmes et de prendre la place qu'elle doit occuper comme chien de garde des marchés. Mais l'expérience de la GRC, à l'instar des autres corps policiers qui sont engagés contre les crimes économiques, montre bien que les questions de structure sont relativement secondaires dans ces matières. Certes, les besoins de coordination existent et il y a toujours des tensions lorsque différents organismes tentent de conjuguer leurs actions dans des domaines similaires ou connexes. Mais les enquêtes en matière de crimes économiques requièrent une expertise particulière qui conjugue les techniques propres aux enquêtes avec une connaissance des principes comptables et du fonctionnement des marchés financiers. Pour être efficaces, les policiers spécialisés et les juricomptables doivent également avoir accès à des réseaux d'informateurs et de sources diverses qui leur permettent d'approfondir certaines pistes. On ne s'improvise pas enquêteur en valeurs mobilières.

Mais, surtout, les services policiers et les commissions de valeurs doivent composer avec un système judiciaire qui, au Canada, ne semble pas s'être adapté à des réalités économiques et financières de plus en plus sophistiquées. Le problème ne se limite pas aux valeurs mobilières, mais s'étend à un spectre beaucoup plus large de crimes économiques, incluant les fraudes financières, la contrefaçon et le piratage, les délits d'initiés, l'émission et la distribution illégales de titres financiers, jusqu'à l'utilisation frauduleuse de cartes de crédit et à l'usurpation d'identité. Lorsque, dans ces domaines, on réclame de rendre les peines plus sévères, on oublie souvent qu'il faut non seulement prouver la culpabilité des prévenus, mais aussi, dans plusieurs cas, démontrer l'existence d'une véritable intention criminelle, voire l'existence d'un crime au sens de la loi et qu'il faut le faire selon les règles du fardeau de la preuve, tel qu'il est défini dans le Code criminel.

Même lorsque de telles démonstrations ont été dûment faites, les tribunaux canadiens ont souvent fait preuve d'une clémence relative par rapport à leurs équivalents américains, par exemple, dans les cas où les juges estimaient, à tort ou à raison, que les crimes reprochés n'avaient pas véritablement fait de victimes (*victimless crimes*). Comment, en effet, identifier avec précision les victimes individuelles et mesurer avec un certain degré de certitude le préjudice qu'elles ont subi dans des cas de délits d'initiés ou de contrefaçon de billets de banque? Comment juger le tort causé quand la « victime » est la société tout entière et que le préjudice se mesure en degrés de confiance dans nos institutions?

Ces questions ne sont pas faciles, mais les enjeux qu'elles soulèvent sont fondamentaux pour assurer que nos marchés financiers vont bel et bien remplir leur mission dans nos économies, qu'ils vont disposer à la fois de la confiance nécessaire des épargnants et des investisseurs d'ici, et de la réputation qu'ils méritent sur la

scène internationale? Ces questions ne peuvent se limiter aux seuls marchés de capitaux, mais englober l'ensemble du secteur financier incluant les banques et les autres fournisseurs de services financiers et de protection contre les risques. Le Canada ne peut se permettre d'entacher sa crédibilité et sa réputation parce que son système judiciaire et ses pratiques d'enquêtes incluant, mais ne se limitant pas aux commissions de valeurs, ne sauraient assurer une intégrité suffisante de ses marchés. Mais il ne doit pas pour autant sacrifier les grands principes de justice sur lesquels repose l'équilibre de notre société.

Il faut souhaiter que la tendance récente à imposer des peines relativement plus sévères que par le passé, dans des cas hautement médiatisés de fraude financière, aboutira à un meilleur équilibre entre les pénalités et les sentences attribuées dans les cas des crimes économiques et celles imposées pour les autres formes de contravention à la loi et de criminalité. Mais, en ces matières comme dans les autres, la réflexion globale à laquelle l'ensemble de notre société est conviée ne doit pas commencer par les structures ou répercuter les mythes qui ont trop souvent pris les devants de la scène.

En effet, en faisant porter aux commissions de valeurs mobilières le blâme à propos de la trop grande indulgence canadienne face aux fraudes financières, on oublie souvent que les fonctions adjudicatives qu'elles exercent sont très précisément limitées par les lois. Les tribunaux administratifs qu'elles constituent n'ont pas les pouvoirs de décréter l'emprisonnement d'individus. Au Québec, ce n'est que depuis l'adoption de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* qu'il est possible d'imposer des amendes formelles, les sommes en question étant auparavant perçues dans le cadre d'ententes et de pénalités à caractère administratif.

Toutes les causes impliquant des fraudes ou d'autres gestes de nature criminelle pouvant encourir des peines d'emprisonnement doivent être intentées devant les tribunaux appropriés et doivent se soumettre aux fardeaux de la preuve qui s'y appliquent. Parmi tous ceux qui réclament des peines plus sévères et qui font porter le blâme sur des commissions et des tribunaux administratifs aux pouvoirs limités, il ne s'est trouvé personne – on pourrait dire heureusement – qui a réclamé de confier à ces derniers des pouvoirs réservés, dans notre système juridique, aux cours criminelles ou aux tribunaux de droit pénal. Et pour bonne cause : il faut faire porter le débat là où il faut le tenir et le fonder sur nos principes et nos valeurs, pas sur nos mythes et nos arrière-pensées politiques.

Cela ne veut pas dire que les tribunaux administratifs, que constituent les commissions de valeurs, doivent être exemptés du débat. La création de l'Autorité des marchés financiers au Québec a permis de séparer les fonctions adjudicatives des autres activités – incluant les enquêtes et la réglementation – que poursuivent les régulateurs actuels. Ce faisant, on a créé un dispositif qui assure une plus grande indépendance au tribunal (au Québec, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières) et qui permet au régulateur une plus grande liberté de manœuvre pour poursuivre ses enquêtes et tenter des procédures. Il doit incomber aux

provinces de considérer et d'adopter un tel modèle, mais il est clair qu'une plus grande séparation entre les fonctions adjudicatives et les autres responsabilités peut accroître de façon significative tant la crédibilité des institutions que l'intégrité du système judiciaire dont elles sont une extension.

La représentation internationale

C'est un fait que la visibilité du Canada, au sein des grandes organisations internationales de valeurs mobilières, pourrait être plus grande. Cela ne signifie pas que sa présence et que son influence ne sont pas pour autant déterminantes. En fait, le rôle du Canada au sein de ces institutions a été et demeure bien plus grand que ne pourrait le justifier l'importance de ses marchés de capitaux. S'il est moins visible, c'est qu'il est représenté par les régulateurs du Québec, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique.

L'histoire de la principale organisation internationale de ce secteur – l'OICV – est à cet égard révélatrice. Elle a été fondée lors d'une réunion tenue au Canada, à l'invitation de la Commission des valeurs mobilières du Québec, dont le président de l'époque, M. Paul Guy, assurait alors la présidence d'un comité interaméricain de commissions de valeurs qui a pris l'initiative d'accepter des membres venant d'autres continents. Monsieur Guy a été le premier secrétaire général de l'OICV, dont le siège social a été établi à Montréal jusqu'à son transfert à Madrid quelques années plus tard, à l'instigation des membres européens.

Depuis ce temps, les commissions de l'Ontario et du Québec ont constamment été représentées au sein des deux principales instances de l'OICV, son comité exécutif et son comité technique. Monsieur David Brown, lorsqu'il était président de l'OSC, a joué un rôle important au sein de l'OICV et a présidé son comité technique pendant un certain temps. De son côté, le Québec a encore récemment assumé la présidence du comité interaméricain de l'OICV et du COSRA – le *Council of Securities Regulators of the Americas* – un autre organisme regroupant des commissions de valeurs dans les Amériques et en est encore un membre actif. Pour leur part, les deux commissions de l'Ouest sont également membres de ces deux organisations.

Bien que la représentation canadienne au sein de ces organisations est assurée au niveau des provinces et qu'elles jouent un rôle important, le nom du Canada n'est pas formellement mentionné dans la liste des membres de l'OICV : ce sont les quatre provinces qui le sont. Il s'agit donc d'un problème d'abord et avant tout d'image, et non de représentation.¹¹

¹¹ Il faut également préciser que les quatre principales commissions de valeurs canadiennes sont impliquées dans toutes les principales ententes internationales entre régulateurs (notamment en matière de partage d'information et de soutien mutuel dans les dossiers d'enquête) et ont conclu plusieurs ententes bilatérales avec des régulateurs étrangers.

Pour le régler, il serait facile de demander aux ACVM d'assurer une représentation « canadienne » formelle au sein de ces organisations. Les règles internes des ACVM pourraient alors préciser les mécanismes de cette représentation (délégation à des commissions, mécanismes de reddition de comptes, coordination des positions et des politiques, conclusion d'ententes internationales, etc.). Comme seules quelques grandes juridictions disposent des ressources et de l'expertise nécessaires pour jouer des rôles importants dans de telles instances, il est difficile de voir comment une telle formule, qui assurerait la visibilité nécessaire au Canada, pourrait ne pas fonctionner adéquatement sans leur leadership et sans leur participation active dans les grandes instances.

En outre, cette formule permettrait au Canada d'améliorer le niveau de coordination de ses présences et de ses politiques dans l'ensemble de grands forums financiers internationaux. Déjà, les grandes institutions que sont la Banque du Canada, le surintendant des institutions financières et les quatre principaux régulateurs des valeurs mobilières se concertent dans les faits fréquemment au niveau de leur haute direction. Il serait approprié et souhaitable que cette concertation englobe formellement les questions soulevées dans les grandes institutions internationales dont elles font partie.

La nécessaire collaboration de l'Ontario

L'Ontario, compte tenu de l'importance de la communauté financière de Toronto dans l'espace économique canadien, occupe une place prépondérante sur les marchés financiers du Canada. Il est donc normal que l'OSC exerce une influence déterminante sur l'encadrement des marchés, directement dans sa propre province, mais indirectement par le leadership qu'elle peut assumer auprès de toutes les autres juridictions. En fait, plusieurs autres régulateurs, en particulier dans les plus petites juridictions, comptent sur l'expertise de haut niveau de l'OSC, sur les réseaux qui y convergent et qui l'alimentent, sur les liens internationaux qu'elle a su développer au cours de son histoire de près de trois-quarts de siècle.¹² En fait, le travail considérable d'harmonisation de la réglementation, qu'auront accompli les ACVM au cours de la dernière décennie, est en grande partie dû aux efforts et à la compétence des professionnels de l'OSC, qui auront souvent tenu la plume, négocié les ententes et résolu les problèmes.

¹² On ne doit pas oublier que l'OSC a été créée en 1933 par la législature ontarienne sur un modèle à cette époque unique par rapport aux autres agences des États américains et des provinces canadiennes. Ce modèle aura préfiguré d'un an celui de la SEC américaine, créée en 1934. On peut donc dire que l'OSC a été la première vraie commission des valeurs mobilières sur ce continent, et probablement du monde entier.

Voilà pourquoi la tendance récente de l'OSC à faire cavalier seul et à décider volontairement de ne pas adhérer au régime du passeport pourtant élaboré, adopté et mis en vigueur par la totalité des autres commissions de valeurs, est très lourde de conséquences.

Le refus de l'OSC de participer au régime du passeport s'explique par la nette préférence de l'organisme pour un modèle de réglementation centralisé. Toute réforme qui améliorerait le système actuel ou qui invaliderait les fausses perceptions entretenues à son endroit ne ferait donc, dans cette logique, que remettre à plus tard, ou pire à reporter aux calendes grecques, la grande réforme que l'OSC estime par ailleurs nécessaire.

Or, tel n'est évidemment pas l'avis des autres régulateurs qui se sont tous entendus sur la mise en place d'un régime fondé sur le passeport. Pour éviter de faire payer à leurs marchés respectifs le prix du désaccord avec l'OSC et de retarder une évolution qu'ils estiment nécessaire, ils ont décidé d'un commun accord d'accorder à l'Ontario le traitement qu'elle refuse à tous les autres et de reconnaître les décisions de l'OSC comme si elle avait adhéré au régime du passeport.

Toutefois, cette situation ne peut pas durer encore très longtemps. Comme nous l'avons vu, elle crée une injustice évidente pour tous les émetteurs non ontariens qui ont toujours besoin, pour l'instant, de deux décisions pour procéder à leur émission à l'échelle de tout le Canada : celle de leur régulateur local leur donne automatiquement accès à toutes les autres juridictions, sauf en Ontario où ils ont toujours besoin d'une autorisation de l'OSC. Par contre, les émetteurs ontariens ont automatiquement accès au reste du pays, sans exception, sur simple décision de leur OSC. Dans la situation actuelle, l'OSC contribue donc à balkaniser le régime canadien et en fait payer le prix aux émetteurs et aux courtiers du reste du pays.

Il est évident que l'on ne peut envisager un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières sans une participation active, entière et sans réserve de la province où se concentrent les plus importants joueurs de l'industrie des services financiers au Canada. En revanche, les autres provinces doivent aussi tenir compte de leurs marchés respectifs. L'Ontario doit donc rapidement réintégrer la famille canadienne et apporter sa précieuse contribution à la mise au point d'un régime de réglementation décentralisé, mais cohérent, efficace, efficient et peu coûteux.

CONCLUSION

Il fut un temps où l'on était en droit de déplorer la balkanisation du marché canadien, où l'absence de règles communes et de mécanismes de coordination imposait des limites sérieuses et réelles au bon fonctionnement et à l'intégrité de nos marchés des capitaux. Les progrès réalisés au cours des dernières années ont été réels et font aujourd'hui en sorte que ces critiques, comme on l'a vu, ne sont plus pertinentes et ne font que dévier les débats vers d'hypothétiques réformes de structures et de longs et coûteux processus de transition. Il reste évidemment à améliorer certaines pratiques, à raffiner des mécanismes de coordination, à finaliser l'harmonisation réglementaire, à mieux coordonner la représentation internationale du Canada. Rien ne permet de croire que les mécanismes, qui ont réussi à développer les solutions au cours des deux dernières décennies, seraient soudainement devenus incapables de compléter le travail. Rien, sauf peut-être le refus de l'Ontario de continuer l'excellent travail auquel elle avait contribué avant de changer de cap.

Compte tenu que ce régime, malgré les caricatures dont on l'afflige injustement, réussit tout de même à faire du Canada l'un des pays les mieux réglementés au monde, il est possible d'être ambitieux quant aux perspectives d'avenir qui s'ouvriraient alors devant lui. Au lieu d'être présenté comme une contrainte, ce régime pourrait devenir un modèle, un heureux mélange de décentralisation efficace et de mécanismes performants de coordination. En prime, un tel modèle aurait également l'avantage de refléter fidèlement la diversité des réalités canadiennes.