

AVIS

L'auteur a autorisé l'Université de Montréal à reproduire et diffuser, en totalité ou en partie, par quelque moyen que ce soit et sur quelque support que ce soit, et exclusivement à des fins non lucratives d'enseignement et de recherche, des copies de ce mémoire ou de cette thèse.

L'auteur et les coauteurs le cas échéant, conservent néanmoins la liberté reconnue au titulaire du droit d'auteur de diffuser, éditer et utiliser commercialement ou non ce travail. Les extraits substantiels de celui-ci ne peuvent être imprimés ou autrement reproduits sans autorisation de l'auteur.

L'Université ne sera aucunement responsable d'une utilisation commerciale, industrielle ou autre du mémoire ou de la thèse par un tiers, y compris les professeurs.

NOTICE

The author has given the Université de Montréal permission to partially or completely reproduce and diffuse copies of this report or thesis in any form or by any means whatsoever for strictly non profit educational and purposes.

The author and the co-authors, if applicable, nevertheless keep the acknowledged rights of a copyright holder to commercially diffuse, edit and use this work if they choose. Long excerpts from this work may not be printed or reproduced in another form without permission from the author.

The University is not responsible for commercial, industrial or other use of this report or thesis by a third party, including by professors.

Université de Montréal

**Fédéralisme, concurrence intergouvernementale et intérêt national dans le
domaine des valeurs mobilières au Canada**

par

Cédric Sabbah

Faculté de droit

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures
en vue de l'obtention du grade de LL.M.
en Droit des affaires

Août 2006



Université de Montréal
Faculté des études supérieures

Ce mémoire intitulé

Fédéralisme, concurrence intergouvernementale
et intérêt national dans le domaine des
valeurs mobilières au Canada

présenté par :

Cédric Sabbah

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Ejan Mackaay
Président-rapporteur

Jacques Frémont
Directeur de recherche

Stéphane Rousseau
Membre du jury

Résumé

La structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada fait périodiquement l'objet d'un débat public et une des questions sous-jacentes est celle du partage des compétences législatives prévu par la Constitution canadienne.

Le débat a été relancé en 2003 par la recommandation d'un comité de personnes averties de centraliser cette réglementation au fédéral. Les provinces, sauf l'Ontario, demeurent opposées à l'idée, préférant plutôt l'harmonisation réglementaire. Pour alléger le fardeau réglementaire des émetteurs, elles tentent également de mettre en oeuvre un « régime de passeport ». Ce débat présente la question comme un jeu à somme nulle, occultant ainsi certains principes fondamentaux du fédéralisme : innovation provinciale dans une union économique nationale.

Dans ce mémoire, nous proposons donc une structure réglementaire, basée sur la théorie de la concurrence intergouvernementale, qui s'harmonise avec les compétences du gouvernement fédéral et des provinces tout en optimisant leurs atouts respectifs.

Droit constitutionnel, analyse économique du droit, concurrence intergouvernementale, fédéralisme

Public debate over the structure of Canada's securities regulation occurs periodically, with the constitutional division of powers being one of its underlying issues.

The debate was reignited in 2003 when a Wise Persons Committee recommended that securities be regulated centrally by the federal government. The provinces, other than Ontario, maintain their opposition to this proposal, seeking instead regulatory harmonization. To alleviate the regulatory burden on issuers, the provinces are also implementing a "passport system". However, the debate appears to present the alternatives as a zero-sum game, thereby overlooking some of federalism's fundamental principles: provincial innovation, within a national economic union.

This thesis proposes a regulatory structure, based on the theory of intergovernmental competition, that remains in harmony with the constitutional powers of the federal government and the provinces, while optimizing their respective strengths.

Constitutional law, law and economics, intergovernmental competition, federalism.

Table des matières

Résumé	iii
Liste des abréviations	ix
Remerciements	x
Avant-propos	1
1. Coûts et bénéfices des modèles classiques	6
1.1 Le système actuel.....	6
1.1.1 Coûts	8
1.1.1.1 Études générales sur le marché canadien	8
1.1.1.2 Les coûts de placement.....	11
(1) <i>Coûts directs</i>	11
(2) <i>Délais</i>	12
(3) <i>Coûts de transaction et marchés boursiers</i>	14
1.1.1.3 Coûts d'inscription	15
1.1.1.4 Les coûts de réglementation.....	16
1.1.1.5 Surveillance du marché et application des lois.....	19
(1) <i>Limites territoriales</i>	20
(2) <i>Diversité des procédures et des sanctions</i>	22
(3) <i>Divergences d'interprétation quant à la portée du critère d'« intérêt public »</i>	23
(4) <i>Absence de protection de l'intérêt public national</i>	24
(5) <i>Divergences entre les ACVM dans l'application du critère</i>	26
(6) <i>Budget sous-optimal</i>	28
(7) <i>Poursuites privées</i>	30
1.1.1.6 Situation particulière des PME.....	31
1.1.1.7 Délaissement des petites provinces	31
1.1.1.8 Présence faible sur la scène internationale	32
1.1.2 Bénéfices du régime actuel	32
1.1.2.1 Présence locale dans l'application des lois	33
1.1.2.2 Politiques adaptées aux besoins locaux.....	33
1.1.2.3 Innovation	39
1.1.3 Sommaire des coûts et bénéfices du régime actuel	43
1.2 Coûts et bénéfices de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières	44

1.2.1	Diminution de la capacité d'innovation	45
1.2.2	Réduction de la réactivité	46
1.2.3	Perte de sensibilité locale	47
1.2.4	Monopole réglementaire	48
1.3	Synthèse et programme de réforme	49
2.	La concurrence interprovinciale dans le domaine des valeurs mobilières	52
2.1	Théorie générale de la concurrence intergouvernementale	52
2.1.1	Concurrence économique.....	53
2.1.1.1	Description de la théorie	53
2.1.1.2	Lacunes	58
	(1) <i>Difficulté d'application du modèle</i>	58
	(2) <i>Effets néfastes</i>	59
2.1.2	Concurrence par comparaison	62
2.2	Concurrence intergouvernementale au Canada.....	63
2.2.1	Théorie appliquée au domaine des valeurs mobilières	68
2.2.1.1	Le droit des valeurs mobilières se prête à la concurrence	68
2.2.1.2	Convergence ou concurrence.....	69
2.2.1.3	Normativité du modèle de concurrence dans le domaine des valeurs mobilières	71
2.3	Concurrence intergouvernementale dans le domaine des valeurs mobilières au Canada et régime de passeport.....	75
3.	Modèle proposé : une véritable concurrence interprovinciale augmentée d'une intervention fédérale	78
3.1	Les conditions préalables à la concurrence sont réunies	79
3.1.1	Incitatifs des gouvernements provinciaux.....	79
3.1.1.1	Incitatifs pour la concurrence économique	79
	(1) <i>Concurrence ayant pour objet les frais de services</i>	80
	<i>Incitatifs provinciaux : revenus monétaires négligeables</i>	80
	<i>Incitatifs pour les ACVM : incompatibilité avec leur rôle présumé</i>	81
	(2) <i>Accroissement des revenus indirects</i>	83
3.1.1.2	Concurrence par comparaison	84
3.1.1.3	Réceptivité des gouvernements à la concurrence	85
	(1) <i>« Mentalité concurrentielle »</i>	85
	(2) <i>Coûts d'expérimentation</i>	86
	(3) <i>Resquillage</i>	87

3.1.2	Réceptivité de l'industrie à la concurrence interprovinciale	89
3.1.2.1	Coûts informationnels	89
3.1.2.2	Préférences locales des émetteurs	91
3.2	Description du régime de passeport.....	95
3.2.1	Régime de passeport proposé par les ACVM	96
3.2.2	Proposition d'un régime de passeport modifié.....	99
3.3	Coûts de la réglementation dans un régime de passeport	101
3.3.1	Coûts bruts	101
3.3.2	Qualité de la réglementation.....	102
3.3.3	Coûts du placement et délais	104
3.3.4	Coûts de surveillance	105
3.4	Intervention du fédéral.....	108
3.4.1	Incitatifs du gouvernement fédéral.....	109
3.4.2	Domaines et modes d'intervention fédérale possibles	111
3.4.2.1	Réglementation directe.....	111
	(1) <i>Bourses</i>	111
	(2) <i>Rôle international</i>	115
3.4.2.2	Réglementation indirecte	116
	(1) <i>Délits d'initiés</i>	117
	(2) <i>Règles d'encadrement des PME</i>	118
	(3) <i>Assistance aux provinces : poursuites publiques</i>	119
	(4) <i>Assistance aux investisseurs : poursuites privées</i>	120
3.5	Vue d'ensemble du modèle	121
4.	Concurrence interprovinciale et fédéralisme	124
4.1	La compétence provinciale en droit des valeurs mobilières et le régime de passeport	125
4.1.1	Droits civils dans la province – décisions initiales	125
4.1.2	Décisions récentes	129
	<i>Multiple Access</i>	130
	<i>Global Securities</i>	131
	<i>Pearson</i>	133
4.1.3	Application du régime de passeport	137
4.1.4	Obstacle possible au régime de passeport : le pouvoir fédéral d'incorporation.....	139
4.1.5	Protection du marché.....	141

4.2	Réglementation par le fédéral	142
4.2.1	Intervention fédérale en vertu de la compétence sur le trafic et le commerce.....	143
4.2.1.1	Compétence générale en matière de commerce.....	144
	(1) <i>Résumé de la jurisprudence</i>	144
	(2) <i>Analyse</i>	146
	<i>Système général de réglementation</i>	146
	<i>La présence d'un organisme de surveillance ou de réglementation</i>	147
	<i>Critère de la portée générale de la loi</i>	148
	<i>Critère de l'absence d'habilitation provinciale</i>	152
	<i>Critère de l'application nationale de la loi</i>	152
4.2.1.2	Commerce interprovincial et international	154
4.2.2	Intervention en vertu de la compétence en matière de paix, ordre et bon gouvernement	156
4.2.3	Mécanique constitutionnelle de l'intervention fédérale	160
4.3	Résumé des compétences fédérales dans un régime de passeport.....	162
	Conclusion	166
	Bibliographie	166

Liste des abréviations

ACCOVAM	Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
ACVM	Autorités canadiennes de valeurs mobilières
AMEX	American Stock Exchange
BDNI	Base de données nationale d'inscription
CPA	Comité des personnes averties
CRA	Charles River Associates
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OAR	Organisme d'auto-réglementation
OICV	L'Organisation internationale des commissions de valeurs
REC	Régime d'examen concerté
SEC	Securities Exchange Commission (États-Unis)
SRM	Services de Réglementation du Marché Inc.
TSX	Toronto Stock Exchange

Remerciements

Je remercie le professeur Jacques Frémont pour ses précieux conseils et son dévouement, ainsi que les professeurs Albert Breton et Jean-Marc Suret qui ont gracieusement partagé leurs connaissances. Je remercie également ma famille et surtout ma femme Miriam, sources de force et d'encouragement constant.

Avant-propos

Depuis les années 1960, le gouvernement fédéral envisage la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières et la création d'une commission nationale des valeurs mobilières¹. Les provinces, surtout le Québec, l'Alberta et la Colombie-Britannique, se sont toutefois opposées à l'idée, cherchant à préserver leur compétence en la matière². Le débat a été relancé en 2003, lorsque le Comité des personnes averties, mandaté par le gouvernement fédéral pour étudier la structure de la réglementation des valeurs mobilières, a publié son rapport et a proposé, sans grande surprise, l'établissement d'une commission nationale des valeurs mobilières³. Les provinces, à l'exception de l'Ontario, ont répondu en concluant une entente pour la création d'un « régime de passeport ».

Le régime de passeport est un mécanisme selon lequel chaque province reconnaîtrait l'application sur son territoire du droit des valeurs mobilières des autres provinces⁴. Il vise l'allègement du fardeau réglementaire des émetteurs et des personnes inscrites en leur permettant de se prévaloir de la réglementation d'une seule province pour accéder au marché national, constituant ainsi une forme de guichet unique. En théorie, le régime offre un choix de réglementation aux émetteurs puisqu'ils peuvent évaluer la législation de chaque juridiction et opter pour celle qui leur convient le mieux. Un régime semblable existe déjà en Europe, quoique ses résultats soient jusqu'à présent mitigés⁵.

1 Voir le « rapport Porter », COMMISSION ROYALE D'ENQUÊTE SUR LE SYSTÈME BANCAIRE ET FINANCIER, *Rapport de la commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Imprimeur de la Reine, 1964.

2 Pour l'historique des différents modèles de réglementation et de l'opposition provinciale, voir Douglas HARRIS, *A Symposium on Canadian Securities Regulation - Harmonization or Nationalization ?*, Livre blanc présenté par le Capital Markets Institute, le 8 octobre 2002.

3 COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *C'est le temps d'agir*, Ottawa, Ministère des finances, décembre 2003.

4 CONSEIL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières*, 19 septembre 2005, http://www.valeursmobilières.org/2004_0930_mou_francais.pdf.

5 *Infra*, 2.2.3.

Une autre approche pour structurer la réglementation canadienne des valeurs mobilières a été mise de l'avant récemment par le « groupe Crawford », comité créé par le gouvernement de l'Ontario. Le groupe a suggéré d'établir une autorité unique pour la réglementation des valeurs mobilières, gérée par un conseil composé des ministres des provinces et du gouvernement fédéral⁶. Cette approche est une tentative de compromis visant à satisfaire à la fois les provinces et le fédéral, en leur octroyant chacun une voix au sein d'une même structure. La procédure décisionnelle semble toutefois plutôt lourde et excessivement bureaucratique.

Au fil des différentes propositions de restructuration du système, les positions qui animent le débat demeurent inchangées : le fédéral, l'Ontario et de nombreux acteurs du secteur privé estiment que le système actuel est trop fragmenté et trop coûteux et que le seul moyen de réduire les coûts de façon significative serait de créer une commission des valeurs mobilières unique pour l'ensemble du pays, chargée d'administrer une législation uniforme⁷; les provinces, à l'exception de l'Ontario, affirment que le système actuel fonctionne convenablement et qu'il ne nécessite que quelques ajustements. En réponse aux doléances de l'industrie, les provinces oeuvrent constamment à l'harmonisation de leur droit et à l'allègement du fardeau réglementaire des parties prenantes. Pour asseoir leurs positions respectives sur des bases juridiques, tant les partisans de la centralisation que ceux de la décentralisation s'appuient sur une approche textuelle des décisions de la Cour suprême quant aux compétences constitutionnelles.

On constate que ce débat présente la question comme un jeu à somme nulle : la compétence en matière de valeurs mobilières appartiendrait soit aux

6 GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières*, Toronto, juin 2006.

7 ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *5 Year Review Committee Final Report – Reviewing the Securities Act (Ontario)*, 21 mars 2003.

provinces, soit au gouvernement fédéral. Exprimé ainsi, le débat occulte ce qui devrait être selon nous un des principes fondamentaux du fédéralisme : effervescence et créativité provinciale dans une union économique nationale. Si ces principes pouvaient guider le débat sur la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, on s'apercevrait que la compétence législative n'est pas nécessairement un jeu à somme nulle. Au contraire, le rôle des provinces et celui du gouvernement fédéral sont complémentaires dans le façonnement du droit des valeurs mobilières. Par conséquent, le défi ne consiste pas à attribuer la compétence à l'un ou l'autre des paliers de gouvernement de façon exclusive, mais plutôt à articuler une structure réglementaire qui met à profit, simultanément, les compétences respectives.

Nous proposons donc d'établir les contours d'une telle structure. En outre, nous tenterons de démontrer, par les méthodes d'analyse économique du droit, que la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières au Canada consiste en la combinaison d'un régime de passeport et d'interventions fédérales ponctuelles. D'une part, l'instauration d'un régime de passeport stimulerait la concurrence interprovinciale et favoriserait l'élaboration de politiques innovatrices et sensibles aux besoins locaux. D'autre part, l'intervention fédérale stabiliserait le système en assurant la protection des intérêts nationaux. Un tel agencement permettrait de réaliser les deux principaux objectifs de la réglementation des valeurs mobilières : la protection des investisseurs et la protection des marchés⁸.

Sous ce régime, chaque ordre de gouvernement agirait à l'intérieur de ses aptitudes respectives et optimiserait ainsi l'emploi qu'il fait de ses atouts : réceptivité aux questions locales dans le cas des provinces, et perspective nationale dans le cas du fédéral. Notre modèle se veut donc un moyen de dénouer

8 La doctrine distingue parfois la « liquidité » et « l'efficacité » des marchés comme deux objectifs distincts mais liés. Voir Mark R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, 2^e éd. Toronto, Carswell, 1998, pp. 79-81. Aux fins du présent texte, nous les regroupons sous l'expression « protection des marchés ».

l'impasse d'un débat qui, à mi-chemin entre la concurrence et la centralisation, ne tire pleinement profit d'aucune de ces deux approches.

Notre démarche se divise en quatre parties. Dans un premier temps, nous étudierons les coûts et bénéfices des deux modèles classiques qui ont occupé le débat jusqu'à tout récemment : le modèle de compétence provinciale exclusive et le modèle de compétence fédérale exclusive avec une commission nationale des valeurs mobilières. Nous verrons que chacun de ces modèles entraîne des coûts importants qui en limitent les bénéfices potentiels. Nous dégagerons de l'analyse des coûts et bénéfices les atouts et les faiblesses du régime actuel.

Pour mettre à profit les atouts et corriger les faiblesses de ce régime, nous présenterons ensuite la théorie de la concurrence intergouvernementale comme moyen de schématiser les relations entre les provinces. La concurrence intergouvernementale est cette notion, répandue aux États-Unis et en Europe mais peu connue au Canada, selon laquelle différentes juridictions se font concurrence sur le plan de leur réglementation. La concurrence peut, dans certaines circonstances, favoriser l'innovation en matière de politiques et améliorer la qualité de la réglementation. Nous verrons que cette notion s'applique particulièrement bien au domaine des valeurs mobilières au Canada⁹. Notre analyse, qui se veut une extension et un approfondissement de l'argument déjà avancé par certains chercheurs canadiens (Carpentier, Suret, MacIntosh, Anand, Klein et Mohindra), nous permettra de délimiter les contours du régime que nous proposons : le régime de passeport avec intervention fédérale.

9 D'entrée de jeu, il faut distinguer la concurrence intergouvernementale de la concurrence entre bourses, cette dernière relevant principalement du domaine privé. Nous nous concentrons exclusivement sur la concurrence intergouvernementale, Voir John C. COFFEE, « Competition Among Securities Markets : A Path Dependent Perspective », 25 mars 2002, Columbia Law and Economics Working Paper No. 192, <http://ssrn.com/abstract=283822>; Amir LICHT, « Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets », (1998) 38 *Virginia Journal Of International Law* 563.

La troisième partie consiste en une présentation plus détaillée du régime. Nous distinguerons le modèle de passeport envisagé de celui qui a été développé récemment par les provinces et qui ne permet pas, selon nous, de profiter suffisamment des compétences provinciales, ni d'optimiser les avantages de la concurrence intergouvernementale. Au régime de passeport se superposera une réglementation fédérale complémentaire dans des champs appropriés : les bourses, la représentation internationale, la stabilisation de la concurrence interprovinciale par l'élaboration de normes minimales. Nous tenterons de démontrer que ce modèle de compétences parallèles peut s'avérer plus efficace que celui de la réglementation exclusive par l'un ou l'autre des paliers gouvernementaux.

Enfin, dans la quatrième partie, nous présenterons le régime de passeport et l'intervention fédérale en des termes de droit constitutionnel et démontrerons que le modèle proposé s'intègre harmonieusement aux compétences des provinces et du fédéral. En examinant les arrêts déterminants de la Cour suprême, nous verrons qu'en théorie, une interprétation trop littérale des tests jurisprudentiels permettrait une centralisation des matières provinciales qui neutralise la compétence provinciale en matière de « propriété et droits civils dans la province ». Toutefois, par l'examen des principes sous-jacents à ces tests, nous en dégagerons les notions d'union économique et d'attribution optimale des compétences, propres également à la concurrence intergouvernementale. Il sera ainsi possible de fonder le modèle que nous proposons sur des bases constitutionnelles : le régime de passeport serait justifié en vertu de la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils, et l'intervention fédérale pourrait se fonder sur la compétence en matière de trafic et de commerce ou, subsidiairement, sur le pouvoir de réglementer pour la paix, l'ordre et le bon gouvernement.

1. Coûts et bénéfices des modèles classiques

Dans ce qui suit, nous examinerons les coûts et bénéfices des modèles « classiques », c'est-à-dire celui du système actuel, où seules les provinces réglementent le domaine des valeurs mobilières au Canada, et celui d'une éventuelle commission des valeurs mobilières unique contrôlée par le gouvernement fédéral et se substituant aux commissions provinciales. Notre examen s'appuiera sur les éléments du Rapport du Comité des personnes averties (ci-après, le « CPA »).

1.1 Le système actuel

Le système actuel est fort complexe, comme le soulignent la majorité des commentateurs¹⁰. Chaque province réglemente les valeurs mobilières sur son territoire. L'émetteur doit donc se conformer à la réglementation de 13 autorités canadiennes de valeurs mobilières (« ACVM ») pour effectuer un placement à l'échelle nationale. Le courtier fait face au même obstacle s'il veut exercer ses activités partout au Canada. Les ACVM élaborent périodiquement des normes nationales, que les provinces incorporent ou non dans leur législation interne. Certaines provinces supervisent également des organismes d'auto-réglementation (« OAR ») tels Services de Réglementation du Marché Inc. (« SRM »), l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (« ACCOVAM »), l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels – organismes qui, à leurs tour, réglementent les acteurs de l'industrie¹¹. Ainsi, aux lois et règlements provinciaux se superposent de nombreuses normes et règles de conduites émanant de multiples sources.

10 Voir par exemple M. R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, *op. cit.*, note 8. La complexité du système est également le thème du Rapport du Comité des personnes averties.

11 Voir *infra*, 3.4.2.1.

L'argument le plus souvent avancé par les détracteurs du système actuel est donc celui des coûts. On reproche qu'ils sont trop élevés parce qu'un émetteur voulant effectuer un placement doit faire approuver son prospectus par chacun des treize organismes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières. L'examen du dossier par chaque organisme constitue une duplication inutile qui engendre des frais indus. La lenteur du processus d'approbation entraîne des coûts de renonciation¹². L'absence d'uniformité dans les lois et règlements des valeurs mobilières oblige les émetteurs à se familiariser et à s'adapter à treize régimes législatifs distincts, ce qui entraîne des coûts d'information élevés. La multiplicité des régimes juridiques et l'absence d'uniformité dans l'application des lois mine l'efficacité du système et donne lieu, dans des situations identiques, à des conclusions juridiques différentes de province en province. De plus, selon les critiques du régime actuel, les tentatives de coordination des ACVM étirent souvent les processus, ce qui alourdit la prise de décision. Enfin, le Canada n'a pas de voix sur la scène internationale des valeurs mobilières. Dans l'ensemble, les coûts du système découragent le placement d'actions par des émetteurs étrangers au Canada, *a fortiori* dans un contexte où la mondialisation a augmenté la concurrence internationale sur le marché des valeurs mobilières. Tous ces problèmes, affirment les critiques, seraient réglés par la centralisation du pouvoir en matière de valeurs mobilières. C'est la thèse avancée par le Rapport du CPA. Qu'en est-il au juste ?

Plusieurs études ont été entreprises au cours des dernières années pour évaluer les coûts et les bénéfices du système actuel. En effectuant leur synthèse, dans les sections suivantes, nous verrons que certaines de ces reproches sont exagérées et ne tiennent pas compte des bénéfices du régime actuel. D'autres reproches sont toutefois justifiées et invitent à la réforme.

12 Les coûts de renonciation correspondent aux bénéfices non réalisés à cause d'occasions manquées.

1.1.1 Coûts

Nous ferons état des études générales sur le marché canadien des valeurs mobilières (1.1.1.1). Nous discuterons ensuite des coûts réels du régime actuel, que nous divisons en coûts de placement (1.1.1.2), coûts d'inscription (1.1.1.3), et coûts de réglementation (1.1.1.4). Nous mentionnerons également d'autres problèmes du régime dans les domaines suivants : surveillance des marchés (1.1.1.5), financement des PME (1.1.1.6), implication des plus petites provinces (1.1.1.7) et présence internationale (1.1.1.8)

1.1.1.1 Études générales sur le marché canadien

La majorité des études générales sur les marchés financiers canadiens démontrent qu'ils sont, en règle générale, liquides, efficaces et concurrentiels. Par exemple, une série d'études menées par la Banque du Canada révèle que dans l'ensemble, les marchés financiers canadiens sont en bonne santé et se comparent avantageusement aux marchés étrangers, y compris le marché américain¹³. Notamment, le coût du financement est plus bas au Canada qu'aux États-Unis¹⁴. Par ailleurs, une étude du gouvernement canadien révèle que les revenus dans l'industrie canadienne des valeurs mobilières n'ont cessé d'augmenter¹⁵. Tous ces résultats sont d'autant plus significatifs qu'ils sont récents et qu'ils tirent leurs conclusions de données s'échelonnant sur plusieurs années.

Les études font toutefois état de certaines lacunes du marché canadien : le TSX manque de liquidité, les coûts d'information pour les titres à revenu fixe sont trop élevés et les coûts d'accès à la bourse pour les plus petites sociétés sont

13 Walter ENGERT et Charles FREEDMAN, « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs », (2003) *Revue de la Banque du Canada* 3 (été); Scott HENDRY et Michael R. KING, « L'efficacité des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », (2004) *Revue de la Banque du Canada* 5 (été); Sheryl KENNEDY, « Comment les marchés canadiens de capitaux se comparent-ils aux autres ? », (2004) *Revue de la Banque du Canada* 35 (été).

14 S. KENNEDY, *id.*, 39.

15 MINISTÈRE DES FINANCES, « L'industrie canadienne des valeurs mobilières », dans *Feuillets d'information du secteur financier*, Ottawa, janvier 2005, http://www.fin.gc.ca/toctf/2005/cansec05_f.html.

excessifs¹⁶. En outre, le marché secondaire ne serait pas aussi liquide qu'il devrait l'être¹⁷. Le coût d'accès pour les petites sociétés et la liquidité du marché secondaire constituent effectivement des problèmes fondamentaux que nous aborderons plus loin¹⁸. Soulignons toutefois que le manque de liquidité du TSX et les coûts d'information pour les titres à revenu fixe ne découlent pas de la structure du régime de réglementation des valeurs mobilières.

Nous avons également recueilli des données sur les marchés mondiaux de valeurs mobilières, pour les années 2001 à 2005, dans le but de comparer de façon approximative la performance du marché canadien des valeurs mobilières à celle des grands pays¹⁹. Ces résultats révèlent que le Canada occupe le tout premier rang pour l'augmentation de sa capitalisation boursière et l'augmentation du nombre de sociétés inscrites. Entre 2001 et 2005, la capitalisation canadienne a augmenté de 142 %, comparativement à 111 % pour l'Australie et à 40 % pour la Grande-Bretagne. En 2005, la capitalisation boursière du Canada est presque deux fois plus importante que celle de l'Australie, elle dépasse celle de l'Allemagne et est presque aussi importante que celle de France²⁰. Quant à l'augmentation de la part du marché mondial, le Canada occupe également le premier rang, avec une augmentation de 82 % par rapport à 2001. Il est suivi du Japon et de l'Australie, avec des augmentations de 76 % et 72 %, respectivement. En chiffres absolus, la part de marché du Canada est également intéressante : en 2005, elle est de 3,90 %, soit plus du double de celle de l'Australie (2,43 %) et presque aussi importante que celle de la France (4,05 %).

16 S. KENNEDY, *loc. cit.* note 13, 38-40.

17 W. ENGERT et C. FREEDMAN, *loc. cit.*, note 13.

18 Coûts d'accès pour les PME : *infra*, 1.1.1.6; liquidité du marché secondaire : *infra*, 3.4.2.1.

19 SALOMON SMITH BARNEY, *Global Stock Market Review – December 2001*, 11 janvier 2002, p. 11; STANDARD AND POOR'S, *The World By Numbers – December 2005*, 6 janvier 2005, p. 6. Bien que menées par deux firmes différentes, ces deux études relevaient de Citigroup. Leur format est identique et elles ont été dirigées par les mêmes individus, ce qui permet la comparaison des chiffres. Nos observations sont fondées sur les rubriques suivantes : Number of companies, Total Market Capitalization et Global Weight.

20 Les données sont les suivantes (en millions de dollars US) : Canada – 1 336 195; – France 1 621 840; Allemagne – 1 115 257; Australie – 753 252.

Pourcentage d'augmentation de la capitalisation boursière, du nombre de sociétés inscrites et de la part du marché mondial de certains pays, entre 2002 et 2005

	Capitalisation boursière	Nombre de sociétés	Part du marché mondial
Canada	+142 %	+94 %	+82 %
États-Unis	+19 %	+16 %	-9 %
Grande-Bretagne	+40 %	+9 %	+3 %
France	+48 %	+2 %	+13 %
Allemagne	+34 %	-9 %	+14 %
Espagne	+92 %	+16 %	+40 %
Italie	+55 %	+34 %	+30 %
Australie	+111 %	+71 %	+72 %
Japon	+103 %	+36 %	+76 %

Selon une autre étude, le Canada se classe au troisième rang mondial pour son index de « gouvernance des marchés financiers », une cote globale attribuée selon de nombreux facteurs tels que la transparence des données financières et l'application des lois envers les initiés. Seuls les États-Unis et la France le précèdent²¹. Le Canada devancerait ainsi la Grande-Bretagne (quatrième), l'Australie (dixième) et même le Japon (douzième).

Le portrait dressé par l'ensemble de ces études est plutôt optimiste. Il indique entre autres que, globalement, le marché canadien des valeurs mobilières est animé d'une certaine vitalité, et qu'il est concurrentiel sur la scène internationale.

21 Hazem DAOUK, Charles M.C. LEE et David T. NG, « Capital Market Governance: Do Securities Laws Affect Market Performance ? », (2006) 12 *Journal of Corporate Finance* 560.

1.1.1.2 Les coûts de placement

Cette section traite des coûts directs du placement et de ses coûts indirects, soit les délais et les coûts de transaction sur les marchés boursiers.

(1) Coûts directs

La notion de « placement » est définie différemment par les juridictions. Nous proposons donc d'utiliser le terme en son sens générique, soit le fait pour un émetteur d'offrir ses valeurs mobilières au public investisseur. Selon les principales études sur le sujet, que nous reprenons brièvement, les coûts d'un placement au Canada sont relativement bas et concurrentiels.

Les professeurs Jean-Marc Suret et Maher Kooli ont comparé le coût des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) canadiens à celui des PAPE aux États-Unis²². Leur étude, reposant sur un vaste échantillon²³, démontre que pour des PAPE de taille similaire, les coûts, exprimés en pourcentage du produit d'un PAPE, sont dans l'ensemble égaux ou inférieurs au Canada. Seules font exception les « petites » émissions, dont la taille se situe entre 1,0 et 9,9 millions de dollars US, nettement plus sous-évaluées au Canada par rapport aux États-Unis (30,61 % comparativement à 9,05 %). Les autres coûts liés aux petites émissions canadiennes sont en tous points inférieurs au Canada²⁴. Au moins une étude indépendante corrobore ces résultats²⁵.

22 Maher KOOLI et Jean-Marc SURET, « How cost-effective are Canadian IPO markets », (2003) 16-4 *Canadian Investment Review* 20.

23 513 des 714 PAPE canadiens et 1188 des 1534 PAPE américains entre 1997 et 2000.

24 Notamment, le coût direct moyen des PAPE canadiens, pondéré selon la taille, était de 7,19 %, tandis que celui des PAPE américains se situait à 7,22 %. La sous-évaluation moyenne pondérée s'établissait à 5,11 % pour les sociétés canadiennes et à 38,38 % pour les sociétés américaines.

25 Theresa SHUTT et Hugh WILLIAMS, *Going to Market: The Cost of IPOs in Canada and the United States*, Conference Board of Canada, Ottawa, 2000.

Il importe de mentionner l'étude commandée par le CPA²⁶. L'étude se base sur un échantillon moindre²⁷, mais revêt un intérêt particulier du fait qu'elle se penche sur les coûts différentiels découlant de la nécessité de se conformer à la réglementation de plusieurs provinces, mesure plus révélatrice que les coûts en valeur absolue. Cette étude conclut que, dans l'ensemble, la multiplicité des commissions des valeurs mobilières n'augmente pas de façon statistiquement importante le coût des différents types de placements. Elle conclut cependant que les petits émetteurs sont probablement plus touchés par une telle multiplicité, quoique le coût différentiel de la réglementation provinciale demeure globalement bas. À première vue, ce résultat paraît logique puisque les petits émetteurs subissent les mêmes coûts fixes que les grands, mais pour un placement de valeur inférieure.

(2) Délais

Parfois, un délai de quelques jours peut faire disparaître une occasion de placement²⁸. Il est donc primordial de pouvoir saisir l'occasion à temps. Au Canada, depuis 1999, les ACVM se sont entendues pour mettre en place le Régime d'examen concerté (le « REC »), un mécanisme qui permet aux commissions provinciales de fonder leur approbation des prospectus, demandes de dispenses et notices annuelles sur l'examen effectué par l'une d'entre elles. Ainsi, l'émetteur peut en principe s'adresser à une seule commission provinciale – l'autorité principale – qui se charge de transmettre le dossier aux autres commissions pour approbation sur leur territoire. Les commissions conservent leur pouvoir fondamental d'accorder ou non le visa et de demander des documents

26 Anita Indira ANAND et Peter Charles KLEIN, « Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada », Monographie présentée au CPA, 28 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_11.pdf.

27 Seulement trois PAPE, trois opérations sur le marché non réglementé (c'est-à-dire dispensées des exigences de prospectus habituelles) et trois opérations d'acquisitions étaient étudiés. La taille de l'échantillon de cette étude étant restreinte, ses résultats ont une valeur probante limitée. C'est malgré tout l'une des études principales ayant fondées les conclusions du CPA.

28 L'étude utilise le terme « market window ».

supplémentaires, mais elles peuvent tout autant décider de se satisfaire de l'examen effectué par l'autorité principale. L'objectif de ce régime est justement de permettre la réduction des délais d'approbation partout au Canada et de simplifier la procédure pour l'émetteur.

Il est généralement reconnu que le REC a réduit les délais de façon considérable. D'ailleurs, une étude des professeurs Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier révèle que les délais de visa de différents types de placement sont moindres au Canada qu'aux États-Unis²⁹. Toutefois, selon une étude menée par la Commission des valeurs mobilières de Colombie-Britannique, 24 % des émetteurs interrogés ont manqué leur occasion de placement lorsqu'il s'agissait d'un PAPE. Aucun émetteur ne l'a manquée lors des placements subséquents³⁰. Notons que cette étude ne faisait pas de distinction entre les délais pour obtenir le visa des commissions provinciales des valeurs mobilières et celui pour obtenir l'approbation de la bourse (TSX ou Bourse de croissance TSX), qui doit également réviser le dossier pour en assurer la conformité à ses propres normes. Ainsi, il est possible que ce soit la bourse, et non les commissions provinciales, qui soit à l'origine des délais supplémentaires ayant causé la perte de l'occasion de placement.

L'étude commandée par le CPA évoque certains « commentaires anecdotiques » à l'égard de délais excessifs, qui sont ni quantifiés ni comparés aux délais aux États-Unis ou ailleurs. En outre, comme l'étude ne visait qu'un nombre très restreint de sociétés, il serait hasardeux de généraliser ces commentaires.

29 Cécile CARPENTIER et Jean-Marc SURET, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada*, Document de travail CIRANO et Commission des valeurs mobilières du Québec, juillet 2003, pp. 45-48.

30 BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, *Better Disclosure, Lower Costs – A Cost-Benefit Analysis of the Continuous Market Access System*, 31 octobre 2002, p. 26.

(3) Coûts de transaction et marchés boursiers

Par coûts de transaction, nous entendons les coûts d'une opération sur le marché boursier. Les coûts de transaction sont une composante importante des coûts, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs : pour les investisseurs, évidemment, ils augmentent le prix de l'investissement; pour les émetteurs, ils réduisent la liquidité de leurs actions. Les nombreuses études réalisées sur les coûts de transaction sur le marché canadien des valeurs mobilières ont donné des résultats peu uniformes.

Par exemple, l'étude de la firme Elkins McSherry révèle que les coûts de transaction sur les marchés boursiers canadiens sont parmi les plus bas au monde³¹. Seuls le NYSE et les bourses japonaises, où la grande majorité des opérations se font électroniquement et donc à coût très bas, font mieux. De plus, les coûts au Canada auraient diminué entre 2002 et 2003. L'étude ne tient toutefois pas compte des titres juniors qui composent la majorité des titres canadiens et à l'égard desquels les coûts sont souvent plus élevés.

Selon une autre étude récente, le TSX se classe parmi les meneurs quant à l'efficacité et à l'intégrité du marché³². La bourse torontoise figure au troisième rang mondial; elle n'est précédée que du NYSE et de la bourse d'Italie, et devance largement le NASDAQ, AMEX et les bourses d'Australie, de Tokyo, de Londres et de Paris. De plus, selon une étude réalisée par la Banque du Canada, le phénomène de migration des titres de la TSX que certains craignaient ne s'est pas produit³³.

31 L'étude est publiée dans Justin SCHACK, « Stealth Alpha », *Institutional Investor Magazine*, novembre 2004.

32 Michael AITKEN et Audris SIOW, « Ranking World Equity Markets On The Basis Of Market Efficiency And Integrity » *The Hewlett-Packard Handbook of World Stock, Derivative and Commodity Exchanges*, Bridges, Mono Vision, 2003, p. 49.

33 W. ENGERT et C. FREEDMAN, *loc. cit.*, note 13, 16.

Carpentier, L'Her et Suret soulignent toutefois dans une revue de la littérature existante que l'évaluation de la performance des bourses canadiennes présente des résultats mixtes³⁴. Certaines études révèlent des coûts de transaction élevés sur le TSX³⁵. Et, bien que le TSX demeure une bourse importante pour les petits émetteurs, il semble de moins en moins attrayant pour les grands, qui préfèrent simplement coter leurs titres au NYSE, dont la liquidité, l'efficacité et la visibilité est supérieure.

En conciliant les données divergentes, il est possible d'affirmer que le TSX est un marché assez liquide et efficace, concurrentiel sur la scène internationale, mais axé sur les petits titres boursiers, ceux d'envergure nationale et non internationale. Le TSX ne rivalise pas avec le NYSE ou la Bourse de Londres, mais avec des bourses régionales³⁶. La même affirmation pourrait s'appliquer pour la Bourse de croissance TSX et la Bourse de Montréal³⁷.

1.1.1.3 Coûts d'inscription

En 2002, les ACVM ont créé la Base de données nationale d'inscription (BDNI)³⁸. L'objectif de la BDNI était de créer un guichet unique pour l'inscription des courtiers au Canada. Comme pour le REC, les ACVM examinent les demandes selon leurs propres critères. Il ne s'agit donc pas d'une réglementation uniforme appliquée aux courtiers et aux conseillers, mais la BDNI offre l'avantage de permettre à ces derniers de s'inscrire sur le Web en ne remplissant qu'un seul formulaire. Notons que la BDNI ne s'applique qu'aux personnes physiques, les

34 Cécile CARPENTIER, Jean-François L'HER et Jean-Marc SURET, 2004. « Competition Among Securities Markets: Can the Canadian Market Survive ? », CIRANO, Série Scientifique, 2004s-50, p. 2.

35 Sean CLEARY, Kevin KERR et John SCHMITZ, « Transactions Costs on the TSE », *Canadian Investment Review*, Printemps 2002, p. 20. Cette étude est toutefois basée sur des données antérieures à la consolidation des bourses canadiennes.

36 C. CARPENTIER, J.-F. L'HER et J.M. SURET, *op. cit.*, note 34, 20.

37 ALBERTA SECURITIES COMMISSION, *Submission of the Alberta Securities Commission to Joint Symposium of the TSE and the Capital Markets Institute on Canada's Securities Regulation System*, Notice 2002/03/08-1b, 8 mars 2002, p. 3.

38 Le Québec s'y est joint récemment; voir le *Règlement 31-102Q sur la Base de données nationale d'inscription*, R.Q. c. V-1.1, r.0.01.

sociétés de courtage devant continuer à s'adresser aux différentes ACVM. Elle devrait permettre des économies environ 85 millions de dollars au cours des cinq prochaines années³⁹.

Or, selon au moins deux études approfondies, les coûts d'inscription pour les courtiers demeurent excessifs, malgré la mise en place de la BDNI. D'une part, selon une étude de Charles River Associates, commandée par l'ACCOVAM, les coûts d'inscription et de familiarisation avec la réglementation sont affectés de façon significative par la présence de multiples commissions provinciales⁴⁰. Comme cette étude a été menée avant l'entrée en vigueur de la BDNI, elle a également tenté d'estimer les coûts en tenant compte de l'existence éventuelle de la BDNI. Les résultats ne laissent entrevoir qu'une réduction partielle des coûts⁴¹. Ils rejoignent en ce sens les résultats d'une autre étude, celle de la Commission des valeurs mobilières de Colombie-Britannique, selon laquelle les économies projetées de la BDNI ont été surestimées⁴². Par conséquent, il est possible d'affirmer que les coûts d'inscription sont trop élevés et que cela est dû, en partie du moins, à la structure actuelle.

1.1.1.4 Les coûts de réglementation

L'une des principales critiques à l'égard du système actuel est le fait que toutes les ACVM doivent engager des coûts pour élaborer et mettre à jour leur

39 AUTORITÉS CANADIENNES DES VALEURS MOBILIÈRES, *National Registration Database: A Study of Economic Benefits to the Financial Services Industry – Summary Report*, 2001.

40 CHARLES RIVER ASSOCIATES, *Estimating the Incremental Costs of Multiple Securities Regulators in Canada*, rapport présenté à l'ACCOVAM, juin 2003, http://www.crai.com.au/pubs/pub_3403.pdf. L'étude avait également tenté d'estimer les coûts des placements privés, pour les intermédiaires de marché, puisque ce type de placement fait l'objet d'une réglementation provinciale diversifiée. Les données recueillies n'ont toutefois pas permis de quantifier ces coûts.

41 Selon l'étude, avant la mise en place de la BDNI, l'excès des coûts d'inscription était de l'ordre de 72 % du coût total, celui des coûts de familiarisation avec la réglementation, de l'ordre de 33 %. Après la mise en place de la BDNI, l'excès des coûts d'inscription serait quand même de l'ordre de 46 %.

42 BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, *Cost Savings Under a Firm-Only Registration System*, 6 mai 2004. Cette étude a été réalisée alors que la BDNI était encore à ses débuts, mais les calculs tiennent compte de cette situation. L'étude concède que certaines économies ont été générées par la BDNI, mais affirme qu'elles sont insuffisantes. Elle propose en fait de diminuer davantage les coûts en n'inscrivant que les sociétés de courtage, et non les personnes physiques.

réglementation des valeurs mobilières. Elles doivent aussi coordonner leurs démarches, puisqu'elles souhaitent souvent uniformiser les règlements⁴³. Une étude de Charles River Associates a tenté d'estimer les économies d'échelle qui pourraient être réalisées par la création d'une commission nationale⁴⁴. Elle conclut que les budgets des ACVM ne sont pas optimaux et que les économies d'échelle pourraient s'élever à environ 40 millions de dollars, soit 30 % du budget consolidé de l'ensemble des ACVM en 2002. Elle conclut également que les commissions provinciales coûtent plus cher, toutes proportions gardées, que les commissions d'autres pays et que celles des États américains.

Selon nous, cette analyse n'est pas concluante pour au moins trois raisons. D'abord, l'estimation ne tient pas compte des économies d'échelle pouvant résulter de la consolidation des autorités provinciales des marchés financiers⁴⁵. Ensuite, la comparaison entre les budgets des ACVM et ceux des commissions américaines des valeurs mobilières n'est pas appropriée parce que les commissions américaines, outre la SEC, sont responsables d'un marché de valeurs mobilières beaucoup plus limité, soit celui des placements strictement intra-étatiques⁴⁶. Comme elles ne sont tenues d'investir ni dans l'élaboration de politiques nationales, ni dans la coordination des politiques, comme c'est le cas des ACVM, il est normal que leur budget soit nettement inférieur.

Enfin, l'étude conclut que les budgets des ACVM sont sous-optimaux en se fondant sur le calcul du rapport entre le budget de chaque ACVM et le PIB de la

43 En termes économiques, les efforts de coordination, alors que les intérêts des acteurs sont parfois divergents, entraînent des coûts d'action collective. Voir Ejan MACKAAY, *L'analyse économique du droit, vol. 1 - Fondements*, Montréal et Bruxelles, Éditions Thémis et Bruylant, 2000, pp. 88 et suiv.

44 CHARLES RIVER ASSOCIATES, *Estimating the Incremental Costs of Multiple Securities Regulators in Canada*, *loc. cit.*, note 40, 8.

45 L'Autorité des marchés financiers, au Québec et la Financial Services Commission au Saskatchewan sont des exemples récents de consolidation des organismes de réglementation de l'industrie.

46 Voir Joel SELIGMAN, « Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières », monographie présentée au CPA, 4 septembre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_3.pdf.

province correspondante, et en comparant ce rapport avec celui des autres pays⁴⁷. Or, le PIB d'une province n'est pas un point de référence adéquat pour évaluer l'efficacité des budgets de fonctionnement, parce qu'il ne révèle pas grand-chose quant à l'activité des valeurs mobilières dans cette juridiction. La capitalisation boursière aurait constitué un point de référence beaucoup plus intéressant.

Il s'avère qu'une telle comparaison a été effectuée dans l'étude de Suret et Carpentier⁴⁸. Ces derniers se sont basés sur les données présentées dans le rapport annuel de la Financial Services Authority de Grande-Bretagne, qui mettent en évidence la capitalisation des grands marchés et le budget des organismes de surveillance. La proportion entre le budget et la capitalisation totale représente une estimation rudimentaire mais tout de même utile, puisqu'elle donne une idée approximative des coûts relatifs de la réglementation des valeurs mobilières⁴⁹. En tenant compte de certains ajustements⁵⁰, les données de 2002 permettent d'établir que le coût de la réglementation des valeurs mobilières, au Canada, est égal à environ 0,015 % de la capitalisation canadienne. En Australie, ce coût s'établit à 0,029 %, et à 0,014 % aux États-Unis. La Grande-Bretagne fait mieux, avec 0,004 %. Si l'on calcule la capitalisation en proportion du nombre de sociétés inscrites, c'est au Canada que les coûts sont les plus bas : il en coûte 33 600 \$ par société au Canada, 37 300 \$ au Royaume-Uni, 123 000 \$ en Australie et 324 700 \$ aux États-Unis⁵¹. Les données sont à peu près les mêmes pour l'année 2003⁵². Il est donc possible de conclure de façon préliminaire que les coûts

47 L'étude n'indique pas quels sont les pays dont les budgets ont été comparés. Il est possible de présumer que les grands pays – États-Unis, France, Grande-Bretagne, Australie et Allemagne font partie de l'échantillon.

48 C. CARPENTIER et J.-M. SURET, « La réglementation des valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 29, pp. 39 et suiv.

49 Le rapport de la FSA précise que les chiffres ne sont pas censés représenter le coût réel exact de la réglementation.

50 Pour isoler les coûts de la réglementation des valeurs mobilières, il fallait, pour tous les pays, déduire les coûts de la réglementation des banques et des compagnies d'assurance.

51 C. CARPENTIER et J.-M. SURET, « La réglementation des valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 29, 53.

52 Étant donné certaines divergences entre les données de 2002, 2003 et 2004, il est impossible de comparer les valeurs. Par exemple, pour l'année 2004, la FSA n'a pas publié les données pour le Canada et l'Australie. Quant à l'année 2003, sous la rubrique « standards for / approval of listing securities »,

globaux de la réglementation des valeurs mobilières au Canada sont concurrentiels. De plus, ils sont de beaucoup inférieurs aux coûts en Australie, pays dont la taille des marchés financiers s'apparente le plus à celle du Canada, et qui a centralisé sa réglementation des valeurs mobilières.

Au chapitre des coûts bruts de la réglementation, il est donc possible d'affirmer que les dépenses des ACVM canadiennes sont concurrentielles par rapport à celles des autres pays, en proportion de leur capitalisation boursière.

1.1.1.5 Surveillance du marché et application des lois

Le bon fonctionnement du régime d'application des lois des valeurs mobilières est une composante cruciale de l'intégrité des marchés. Il requiert notamment des politiques législatives modernes et sensibles au contexte du marché, de même qu'une répression efficace des infractions.

À l'échelle internationale, une étude a comparé l'environnement législatif des valeurs mobilières dans plusieurs pays⁵³. Ses résultats sont regroupés par index, dont les plus pertinents ici sont les index « SECREG » et « LAW ». Le

l'étude de la FSA présente une valeur qui se rapproche du budget total du TSX (44,2 millions de livres), tandis que pour 2002, cette même rubrique affiche une valeur d'à peine 1,4 millions de livres. Il est peu plausible que le budget de réglementation du TSX varie à ce point d'une année à l'autre. Il semble donc que, pour l'année 2003, l'étude n'ait pas isolé la partie du budget du TSX afférente à la réglementation, comme elle l'a fait pour 2002. Si, en 2003, ce coût était estimé à 2 millions de livres, le coût total de la réglementation canadienne des valeurs mobilières s'établirait à 63,3 millions de livres, ce qui est toujours inférieur à celui de l'Australie (89,3 millions), dont la capitalisation est inférieure. Pour en arriver à ces valeurs, il faut tenir compte des rubriques suivantes : Securities firms and fund management; supervision of standards for exchanges/clearing and settlement systems/market service providers; supervision of, and standards of conduct on, capital markets; standards for / approval of securities, regulation of collective investment schemes; regulation of financial advice. Aussi faut-il exclure les coûts de la réglementation des banques et des compagnies d'assurance. Voir les rapports de la FSA : FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Annual Report 2002/03*, FSA, London (2003); FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Annual Report 2003/04*, FSA, London (2004); FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Annual Report 2004/05*, FSA, London (2005). Même en tenant compte du budget de l'ACCOVAM, les données changent peu. En effet, le rapport annuel 2003-2004 de l'ACCOVAM fait état d'un budget d'environ 30 millions de dollars (canadiens), soit 12,5 millions de livres. En ajoutant ce montant aux coûts déjà calculés, le coût total de la réglementation au Canada, à 75 millions de livres, serait inférieur à celui de l'Australie (89,3 millions de livres).

53 Luzi HAIL et Christian LEUZ « International Differences in Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter ? », (2003) Law Working Paper No. 15/2003, European Corporate Governance Institute (novembre).

premier mesure la vigueur de la réglementation quant à sa divulgation et à son application par les autorités. À cet égard, le Canada obtient une note de 0,91 (sur 1). Seuls les États-Unis font mieux, avec 0,97. La France (0,58), la Grande-Bretagne (0,73), l'Allemagne (0,21), l'Australie (0,77) et le Japon (0,47) suivent loin derrière. Le deuxième index mesure la qualité générale de l'environnement législatif, ce qui comprend bien entendu la qualité du régime d'application des lois. Ici aussi, le Canada est assez bien coté⁵⁴.

En dépit de cette rigueur, les études canadiennes récentes soulignent toutes que les ACVM coopèrent entre elles, partagent de l'information et évitent généralement la duplication et le chevauchement de procédures. Elles soulignent toutefois un certain nombre de problèmes, que nous présentons sommairement ci-après.

(1) *Limites territoriales*

Les activités de surveillance et de contrôle des ACVM n'ont pas de portée extraprovinciale, ce qui engendre plusieurs problèmes. Par exemple, le règlement hors cour négocié par une province n'est valable qu'à l'égard de cette province. Une province insatisfaite du règlement négocié par la province principale pourrait vouloir négocier des modalités différentes; dans ce cas, les personnes faisant l'objet d'une poursuite doivent négocier avec plusieurs provinces pour conclure une entente qui soit applicable partout au Canada. Un tel processus peut s'avérer coûteux⁵⁵.

54 D'ailleurs, le Canada figure à ce chapitre parmi les meneurs dans toutes les catégories, quoique l'index « public enforcement », qui mesure différentes caractéristiques du régime d'application des lois, est légèrement plus bas que celui des États-Unis et de l'Australie. Il est néanmoins plus élevé que celui de la France, de la Grande-Bretagne et de l'Allemagne. Les données exactes sont les suivantes: Canada – 0.80; États-Unis – 0.90; Australie – 0.90; Grande-Bretagne – 0.68; France – 0.77; Allemagne – 0.22.

55 CHARLES RIVER ASSOCIATES, « L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada », monographie présentée au CPA, 21 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/report_fr.html, p. 503.

De plus, la résolution du litige – négociée ou imposée – est assujettie aux mêmes limites territoriales, ce qui restreint la portée de la sanction. Par exemple, l'interdiction faite à une personne d'occuper un poste de direction au sein d'une société émanant d'une ACVM, n'est applicable que dans la province de l'ACVM; rien n'empêche cette personne d'occuper un poste de direction au sein d'une société dans une autre province⁵⁶.

Une autre étude relate l'affaire Bennett, scandale impliquant l'ancien premier ministre de Colombie-Britannique dans un délit d'initié⁵⁷. La Commission des valeurs mobilières de Colombie-Britannique avait révoqué les droits de négociation de M. Bennett dans la province. Cependant, l'Ontario n'a pas intenté de poursuites contre M. Bennett. Les activités de ce dernier sont donc restreintes en Colombie-Britannique, mais pas en Ontario⁵⁸.

Un autre problème éventuel est celui de la possibilité pour plusieurs ACVM d'entamer les mêmes procédures en parallèle, obligeant ainsi les parties poursuivies à engager des dépenses de coordination multiples pour la même affaire⁵⁹. La coopération entre les provinces permet d'éviter en partie de telles situations, mais l'interaction entre ACVM ralentit les procédures, notamment dans la négociation de règlements hors cour⁶⁰. De telles anomalies nuisent à la crédibilité du régime de surveillance et de contrôle d'application des lois, tant à l'interne qu'à l'échelle internationale. En dernière analyse, l'intégrité du marché en souffre, et le coût du capital en subit les contrecoups.

56 Poonam PURI, « Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières », monographie présentée au CPA, 7 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_6.pdf, p.21.

57 Voir *infra*, 4.2.1.2.

58 CHARLES RIVER ASSOCIATES, « L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 55, 504.

59 *Id.*, 499.

60 *Id.*, 503.

(2) *Diversité des procédures et des sanctions*

Les ACVM ne poursuivent pas d'objectifs concertés dans leurs politiques de surveillance et de contrôle d'application des lois⁶¹. Par exemple, les procédures entamées par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario portent surtout sur les pratiques abusives, alors que la commission manitobaine concentre ses activités de surveillance sur la vente de valeurs mobilières non inscrites⁶². Pour leur part, les ACVM de Colombie-Britannique et d'Alberta sont surtout préoccupées par la vente de valeurs mobilières sans prospectus⁶³. Ces divergences d'intérêt pourraient être légitimes en partie, dans la mesure où elles émanent des caractéristiques particulières des marchés régionaux : l'Ontario accueille la grande majorité des entreprises à forte capitalisation, souvent cotées au TSX plutôt qu'à la Bourse de croissance TSX, tandis que le Québec, l'Alberta et la Colombie-Britannique hébergent des sociétés à faible capitalisation. Par conséquent, la nature des infractions susceptibles de se produire d'une province à l'autre n'est pas forcément la même. Mais, comme le note l'une des études, il n'y a pas de nature d'infraction proprement locale – chaque infraction peut se produire n'importe où au Canada, peu importe sa nature. Pour favoriser la prévisibilité des procédures et la stabilité du marché national, il serait préférable que des priorités de poursuites soient bien définies à l'échelle nationale.

De même, le montant des pénalités qui sanctionnent les comportements illégaux et les facteurs pris en compte pour établir les peines diffèrent d'une province à l'autre⁶⁴. Comme en ce qui concerne la nature des poursuites, ces

61 Voir Mary CONDON, « L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada », monographie présentée au CPA, 24 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_9.pdf.

62 *Id.*, 484.

63 *Id.*, 483.

64 *Id.*, 486-488. L'étude mentionne à titre d'exemple la diversité des réponses quant à la question de savoir si les répercussions d'une sanction sur le défendeur doivent ou non être prises en compte dans le choix de la sanction à infliger. Voir aussi P. PURI, « Intérêts locaux et régionaux », *loc. cit.*, note 56, 22.

divergences ne semblent pas attribuables à des caractéristiques provinciales particulières.

Le fait que les mêmes types de comportements soient sanctionnés de façon différente selon la province d'origine signale aux participants du marché que certaines infractions, dans certaines provinces, échapperont probablement aux autorités locales⁶⁵. Forts de cette présomption, certains pourraient être tentés de risquer un niveau excessif des comportements illégaux dans les provinces qui ne sanctionnent pas ce comportement⁶⁶.

(3) *Divergences d'interprétation quant à la portée du critère d'« intérêt public »*

L'intérêt public est le critère qui guide l'action des ACVM. Toutes les lois provinciales intègrent cette notion d'une manière ou d'une autre dans le champ d'action des ACVM. Il existe toutefois un manque de cohérence dans la jurisprudence quant à la portée de la notion d'intérêt public. L'on admet volontiers que les provinces peuvent, au minimum, agir pour protéger l'intérêt public local⁶⁷, même si cette action a des effets incidents extraprovinciaux ou nationaux. Par exemple, dans *Regina c. McKenzie Securities Ltd. et al.*⁶⁸, la Cour d'appel du Manitoba a permis aux provinces de régir de façon incidente des acteurs extraprovinciaux, en l'occurrence un courtier, dont les activités avaient des conséquences sur le plan local⁶⁹. La portée d'apparence extraprovinciale de la législation provinciale dans ce cas s'explique par les conséquences intraprovinciales de l'acte reproché.

65 M. CONDON, *loc. cit.*, note 61, 485.

66 Pour une étude de l'impact de ces problèmes sur la crédibilité du marché national: Jeffrey A. LEHMAN, « The Bre-X Stock Debacle: Why The Enactment Of Canadian Federal Securities Legislation Would Be Good As Gold » (1999) 24 *Brooklyn Journal of International Law* 823, pp. 835-836.

67 *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, [2001] 2 R.C.S.132.

68 [1966] 4 C.C.C. 29.

69 Voir aussi les décisions suivantes de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta : *World Stock Exchange*, (2000) 9 ASCS 658, #9/7 et *Morrison Williams*, (2000) 9 ASCS 2888, #9/30.

Mais d'autres décisions ne sont pas aussi claires. Par exemple, dans l'arrêt *Gregory*⁷⁰, la Cour suprême affirme qu'un courtier situé dans une province peut être sanctionné par celle-ci même si ses activités visent exclusivement une autre province. Le motif fourni par la Cour est celui-ci :

« The paramount object of the Act is to ensure that persons who, in the province, carry on the business of trading in securities or acting as investment counsel, shall be honest and of good repute and, in this way, to protect the public, *in the province or elsewhere*, from being defrauded as a result of certain activities initiated in the province by persons therein carrying on such a business. » [nos italiques]

Pour la Cour suprême, dans *Gregory*, « l'intérêt public » comprendrait donc la réglementation des courtiers qui se trouvent physiquement au Québec, même si leurs clients sont situés ailleurs. L'intérêt public aurait en quelque sorte une portée *extraterritoriale*. Cette conclusion est difficile à expliquer. Est-ce parce que le courtier pourrait éventuellement cibler des clients québécois ? Ou encore parce que la surveillance des courtiers, même ceux qui ne visent pas le public de la province, contribue à la confiance des investisseurs en l'intégrité du marché ? La Cour suprême n'a pas laissé entendre un tel raisonnement⁷¹. Une certaine ambiguïté juridique persiste donc.

(4) *Absence de protection de l'intérêt public national*

Même si l'on s'en tient à la position selon laquelle les provinces ne protègent que l'intérêt public de leur territoire, on se heurte à d'autres difficultés. Il est possible d'imaginer une protection des investisseurs et des marchés provinciaux, mais dans le cadre d'une fédération, il y a également une économie

70 *Gregory & Co. v. Quebec (Securities Commission)*, [1961] S.C.R. 584, 585.

71 Il est d'ailleurs intéressant de noter que le passage ci-haut a été repris de nombreuses fois par les tribunaux, non pas pour étayer un quelconque mandat d'intérêt public extraprovincial des ACVM, mais seulement pour apporter des précisions quant à leur mandat de protéger l'intérêt public provincial : *Brosseau c. Alberta securities commission*, [1989] 1 R.C.S. 301; *Multiple Access Ltd. c. McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S. 161; *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557.

nationale, un marché national⁷². Par conséquent, le cloisonnement des juridictions dans l'application du critère de l'intérêt public n'est pas nécessairement souhaitable. Comme la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario l'affirme dans *Re: Biocapital Biotechnology & Healthcare Fund*⁷³,

« The Ontario capital markets are part of the Canadian capital markets which in turn are part of the world-wide capital markets. Ontario cannot be seen to regulate its capital markets in isolation. »

Les gouvernements provinciaux eux-mêmes reconnaissent qu'il existe non seulement une collectivité de marchés locaux, mais un marché national⁷⁴. Cette reconnaissance est lourde de conséquences. En effet, les marchés financiers nationaux font face à des pressions et à des enjeux parfois différents de ceux des marchés locaux. Les provinces sont appelées à gérer la totalité du marché des valeurs mobilières canadien et pourtant, rien ne les contraint à protéger l'intérêt public national.

C'est peut-être en coordonnant leurs actions et en tenant compte de leurs décisions respectives que les ACVM qu'elles se rapprochent quelque peu de l'intérêt « national ». Par exemple, dans l'affaire *Biocapital Biotechnology*⁷⁵, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario affirme :

« Accordingly, it is in the public interest that the rules we administer be applied in a harmonious manner with the way the rules of other jurisdictions are applied in the particular circumstance, unless there is a clear and certain public policy reason for a contrary application. »

72 Philip ANISMAN et Peter W. HOGG, « Les aspects constitutionnels de la législation fédérale sur les valeurs mobilières », dans Philip Anisman et autres, *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol. 3. Ottawa, Consommation et Corporations Canada, 1979, 137, 139.

73 (2001), 24 O.S.C.B. 2844, 2846.

74 Par exemple, le préambule du *Protocole d'entente sur le régime de passeport* (*loc. cit.*, note 4) reconnaît l'existence de « marchés financiers locaux et nationaux ».

75 Précité, note 73, 2846. Voir également *CIBC World Markets v. Manitoba (Securities Commission)* 31 Admin. L.R. (4th) 128, qui arrive à une conclusion identique.

Cette affirmation dénote une certaine ouverture envers l'intérêt public local d'autres provinces, mais elle ne décrit pas, peu s'en faut, l'application d'un critère d'intérêt public national, qui reste d'ailleurs à définir.

(5) *Divergences entre les ACVM dans l'application du critère*

Même lorsque les provinces se confinent à la protection de l'intérêt public local, deux ACVM peuvent en arriver à des conclusions différentes à l'égard de faits semblables. Par exemple, l'ACVM d'une province pourrait conclure qu'il est dans l'intérêt public d'empêcher une personne d'agir à titre de courtier ou d'administrateur d'une société, alors qu'une autre ACVM pourrait conclure le contraire. Or, ce scénario ne repose sur aucune base théorique concrète⁷⁶.

Une telle situation pourrait être justifiée s'il existait réellement un intérêt public « provincial » distinct d'une province à l'autre. On pourrait alors supposer que, pour les petites provinces, le critère de l'intérêt public se traduit par la protection des investisseurs non sophistiqués et que, pour les grandes provinces, le critère tient aussi compte des investisseurs institutionnels. Mais les décisions des ACVM ne confirment pas cette hypothèse. Au contraire, selon l'étude menée par la professeure Mary Condon, « [il] est plutôt clair [...] qu'un intérêt public particulier n'a pas été défini dans la majorité des provinces »⁷⁷. Elle relève seulement deux provinces ayant développé un critère d'intérêt public à saveur locale : la Nouvelle-Écosse (protection d'un programme d'investissement local) et l'Ontario (fixation de normes élevées de gouvernance d'entreprise).

De ces deux cas, seul celui de l'Ontario fait ressortir, selon nous, un critère d'intérêt public réellement propre à la province. En effet, la protection des programmes d'investissement local est une préoccupation de toute ACVM d'une province dotée de tels programmes. Aucune caractéristique particulière aux

76 P. PURI, « Intérêts locaux et régionaux », *loc. cit.*, note 56, 21.

77 M. CONDON, *loc. cit.*, note 61, 486.

marchés de la Nouvelle-Écosse ne justifie une protection accrue des programmes d'investissement local, par rapport à ceux des autres provinces. Par contre, en Ontario, la gouvernance d'entreprise revêt une importance capitale du fait qu'une large part des entreprises cotées au TSX et dans les grandes bourses internationales y ont établi leur siège social. L'Ontario a donc un intérêt particulier à promouvoir le maintien par ces sociétés d'un niveau de gouvernance d'entreprise qui répond aux attentes du marché international. Certes, le Québec, la Colombie-Britannique et l'Alberta accueillent également des sociétés d'envergure internationale, et la gouvernance d'entreprise y joue un rôle important. Mais l'Ontario a atteint une masse critique de grandes sociétés, ce qui a pour effet, à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, de se préoccuper de façon particulière des questions liées à la gouvernance d'entreprise. Outre cet exemple, toutefois, il est difficile, voire impossible, de déceler un intérêt public propre à chaque province.

L'une des études de Charles River Associates signale également qu'une divergence dans l'application du critère d'intérêt public, même justifiée par des différences sociales, pourrait être néfaste pour l'ensemble du système :

« [II] pourrait y avoir des intérêts conflictuels entre des administrations si, par exemple, la plupart des investisseurs touchés résident dans une administration alors qu'un intérêt corporatif puissant réside dans une autre administration. La commission qui régit l'intérêt corporatif résident et qui ne régit pas les investisseurs touchés est peu susceptible de statuer que l'intérêt public de sa province est touché de la même façon que l'administration où des investisseurs sont visés. L'identité de l'administration chargée au premier chef de la mesure d'application peut déterminer le résultat. Encore une fois, l'application peut être plus ou moins marquée que ne le serait une mesure d'application optimale du point de vue de l'intérêt national. »⁷⁸

78 CHARLES RIVER ASSOCIATES, « L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 55, 543.

L'étude ne mentionne aucun exemple d'une telle situation, mais celle-ci demeure, en théorie, possible.

(6) *Budget sous-optimal*

La même étude révèle qu'en moyenne, les ACVM attribuent une plus faible partie de leur budget à la surveillance du marché et à l'application des lois que la SEC. Le Rapport du Comité des personnes averties reprend les données de cette étude, insinuant que les ACVM ne font pas assez pour lutter contre les opérations frauduleuses, de plus en plus nombreuses et complexes. Cette critique du système est toutefois incomplète parce qu'elle présume, sans la démontrer, l'efficacité supérieure de la SEC dans l'application des lois. Un organisme bien administré peut faire beaucoup avec peu, mais l'inverse est aussi vrai. D'ailleurs, malgré un budget de centaines de millions de dollars, la SEC a été critiquée pour son manque de vigilance dans le cadre des scandales Enron et Worldcom⁷⁹.

Évidemment, l'embauche de professionnels supplémentaires et l'accroissement des autres ressources disponibles augmentent la capacité de détecter les infractions, mais le succès de l'application des lois ne dépend pas uniquement des sommes dépensées⁸⁰. De plus, une augmentation de la part du budget affectée à l'application des lois signifie nécessairement une diminution de la part affectée aux autres activités importantes des commissions des valeurs mobilières. L'élaboration des politiques, notamment, est une activité tout aussi importante pour la protection des investisseurs et du marché, car plus les politiques sont transparentes et réfléchies, moins il y a de risques de contravention aux lois. Des politiques bien conçues peuvent en fait diminuer le coût d'application des lois à long terme⁸¹.

79 Voir SENATE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS, *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, 8 octobre, 2002, pp. 29 à 60.

80 Poonam PURI, *Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets*, Capital Markets Institute, 1^{er} décembre 2005, p. 25.

81 *Id.*

Enfin, l'étude de CRA fondait ses conclusions sur les montants bruts des dépenses des ACVM affectés à la surveillance du marché et à l'application des lois. Or, les montants bruts révèlent peu sur le véritable indicateur dans l'évaluation de l'efficacité du système actuel : le niveau de dépenses *optimal*. Par exemple, une commission pourrait engager des milliers de fonctionnaires pour étudier rigoureusement chaque transaction et chaque prospectus. Mais rien ne garantit que les coûts associés à une telle démarche généreront des bénéfices équivalents. En fait, dans la majorité des cas, les infractions mineures ne valent pas la peine d'être examinées avec la même vigueur que les infractions plus importantes. Toute commission doit jauger le niveau optimal de dépenses en matière de surveillance du marché et d'application des lois et se concentrer sur les poursuites les plus « rentables ». L'optimalité pourrait aussi varier d'une juridiction à l'autre selon les conditions du marché, la population et les tendances observées. Or, le pourcentage du budget d'une commission affecté à la surveillance du marché et à l'application des lois n'est pas forcément optimal. La comparaison avec d'autres pays peut donner une idée de la moyenne, mais pour que l'étude soit significative, il faut également dresser un parallèle entre le budget et le nombre d'infractions détectées, les sommes récupérées par poursuite et dans les règlements hors cour, le nombre de poursuites entamées, et d'autres données connexes. L'étude de CRA n'a pas établi de telles comparaisons.

Certaines études tendent par ailleurs à minimiser l'importance du rôle de l'application des lois dans le domaine des valeurs mobilières. Par exemple, une étude démontre que la santé d'un marché financier national tient plus de l'adéquation de mécanismes judiciaires *privés* que des mécanismes de surveillance publics⁸². En matière de délits d'initiés, le Rapport du CPA cite une étude récente, selon laquelle les bénéfices réalisés par les initiés au Canada sont plus élevés qu'ailleurs dans le monde⁸³. Cela démontrerait que les ACVM ne

82 Voir les études continues de Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES et Andrei SHLEIFER, « What Works in Securities Law ? », (2006) 61 *Journal of Finance* (vol. 1) 1.

83 Arturo BRIS, « Do Insider Trading Laws Work ? », (2005) 11 *European Financial Management* 267.

dépensent pas assez pour détecter et punir les délits d'initiés. Le Rapport passe toutefois sous silence la conclusion principale de l'étude citée, à l'effet que ce n'est pas tant l'application des lois que la sévérité des peines qui affecte les initiés. Or, la sévérité des peines relève purement du contenu des lois, et n'est pas une caractéristique inhérente à la présence de multiples commissions des valeurs mobilières.

(7) *Poursuites privées*

Le recours collectif est le moyen privilégié des investisseurs, surtout les petits, de faire valoir leurs droits. Dans le système actuel, chaque province a son propre régime de droit civil et ses propres règles quant aux recours collectifs. Cette situation crée au moins deux problèmes qui limitent l'efficacité du recours collectif.

D'abord, il arrive des cas où les investisseurs d'une province se voient exclus du recours à cause des règles particulières de cette province. Pour déterminer qui est inclus et qui ne l'est pas, le tribunal saisi de l'affaire doit analyser le droit de chaque province⁸⁴. Le triage des investisseurs admissibles ralentit considérablement la procédure et donc l'efficacité du recours.

Ensuite, l'exclusion de certains investisseurs restreint la taille du groupe et, par conséquent, sa force potentielle. Les investisseurs exclus d'un recours collectif principal « national » doivent donc agir seuls pour faire valoir leurs droits ou, à la rigueur, se regrouper pour former un recours collectif plus modeste, qui ne sera valable que dans leur province. Ces situations engendrent des coûts de poursuite privée excessifs. Ainsi, bien que des recours collectifs ont lieu à l'échelle nationale – pensons à la fameuse affaire Bre-X par exemple – les contraintes territoriales inhibent leur essor.

84 L'exercice a été entrepris par exemple dans *Pearson c. Boliden*, 2003 B.C.L.R. 7 (4th) 425.

1.1.1.6 Situation particulière des PME

Une étude d'Industrie Canada révèle deux paradoxes dans la situation actuelle des PME⁸⁵. Le premier est que, bien que le coût d'accès au marché pour les PME soit élevé, le Canada est l'un des pays qui compte le plus grand nombre de PME cotées en bourses. Le second est que, malgré l'accès facile des PME au marché boursier, leur performance est mauvaise et le taux de sous-évaluation de leurs titres est disproportionné⁸⁶. Il n'est pas assuré que cette situation soit due à la structure fragmentée du régime actuel. Cependant, compte tenu de l'importance des PME pour l'économie nationale, il semble qu'une approche pancanadienne soit nécessaire pour corriger ces problèmes.

1.1.1.7 Délaissement des petites provinces

La nécessité de se conformer à la réglementation de toutes les ACVM pour effectuer un placement pourrait dissuader les émetteurs de cibler certaines petites provinces, parce que le placement y est moins rentable. Les investisseurs des petites provinces sont par conséquent privés de certaines occasions d'investissement⁸⁷. Cela résulte en un niveau d'investissement sous-optimal à l'échelle canadienne : d'une part, le niveau de financement des sociétés n'atteint pas son plein potentiel et d'autre part, les investisseurs des petites provinces ne peuvent diversifier leur portefeuille autant que ceux des plus grandes provinces.

85 Cécile CARPENTIER, Maher KOOLI, M. et Jean-Marc SURET, *Les émissions initiales au Canada : bilan, anomalies et dysfonctions*, rapport de recherche préparé pour la Direction générale de la politique de la petite entreprise dans le cadre du Programme de recherche sur le financement des petites et moyennes entreprises (PME), Industrie Canada, avril 2003, <http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/fr/rd00530f.html>, p. 44.

86 Une étude approfondie de la situation actuelle des PME et des propositions de réforme est effectuée par le professeur Stéphane Rousseau – voir Stéphane ROUSSEAU, « The Future of Capital Formation for Small and Medium-Sized Enterprises: Rethinking Initial Public Offering Regulation Following the Restructuration of Canadian Stock Exchanges », (2000) 34 *Revue juridique Thémis* 661.

87 Neil MOHINDRA, « Investors Sanctioned for Living in PEI Investors are geographically excluded from many public offerings », *Fraser Forum*, mars 2002, p. 32; Dane ROWLANDS and Fred MCMAHON, *Venture Capital in Atlantic Canada: Asking the Right Questions*, Halifax, Atlantic Institute for Market Studies, 1995.

1.1.1.8 Présence faible sur la scène internationale

Le CPA affirme que la présence du Canada est faible sur la scène internationale des valeurs mobilières. Cette affirmation doit être nuancée. Il est vrai que le Canada n'est pas membre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'OICV), mais les commissions de l'Ontario, du Québec, de la Colombie-Britannique et de l'Alberta le sont⁸⁸ (l'OICV a d'ailleurs été incorporée au Québec en 1974, grâce à la participation active de la province⁸⁹). Ainsi, les intérêts des principaux marchés financiers canadiens sont représentés sur la scène internationale. Il est vrai toutefois que le Canada ne dispose pas d'une voix unifiée pour défendre ses intérêts nationaux auprès de l'OICV. Cette situation nuit à la crédibilité internationale du régime canadien⁹⁰.

Pour conclure, on peut affirmer que plusieurs coûts constituent des coûts perçus plutôt que réels (coûts du placement, délais), tandis que d'autres ne sont pas dus à la structure du régime actuel (coûts du TSX). Par contre, les coûts de surveillance du marché et d'application des lois sont effectivement liés à la structure. De même, les coûts pour les petits émetteurs sont élevés et pourraient être réduits s'il n'y avait qu'une seule autorité réglementaire. Enfin, la visibilité internationale du marché canadien pourrait être améliorée.

1.1.2 Bénéfices du régime actuel

Suite à ses consultations auprès de l'industrie, le rapport du Comité des personnes averties a identifié certaines caractéristiques du système actuel qui en constitueraient les points forts. Nous les regroupons sous les thèmes suivants : présence locale dans l'application des lois, conception de politiques adaptées aux besoins locaux, et innovation.

88 Les commissions de Colombie-Britannique et d'Alberta sont membres non-votants.

89 A. A. SOMMER, JR., « IOSCO: Its Mission and Achievement », (1996) 17 *Northwestern Journal of International Law and Business* 15.

90 THE ECONOMIST, « An end to the Wild West ? », 16 juin 2005, p. 72.

1.1.2.1 Présence locale dans l'application des lois

L'étude de Condon souligne que, dans le système actuel, chaque commission est proche des intervenants de son marché, et les récidivistes lui deviennent ainsi familiers⁹¹. Cela permettrait une plus grande efficacité dans la surveillance et l'application des lois. En effet, l'expertise locale des ACVM et les relations qu'elles établissent dans leur marché sont susceptibles de réduire leur coût d'information, notamment pour détecter les infractions et mener les enquêtes qui s'ensuivent. La proximité des ACVM avec leur marché constituerait l'un des avantages du système actuel.

Cependant, la capacité d'une ACVM de forger des contacts locaux et de se familiariser avec les récidivistes n'est pas attribuable à la compétence provinciale en matière de valeurs mobilières, mais plutôt à la présence de bureaux locaux. En théorie, un organisme fédéral disposerait des mêmes avantages de fonctionnement s'il se dotait de bureaux locaux. C'est d'ailleurs ce que suggère le CPA pour conserver l'avantage de la proximité⁹².

1.1.2.2 Politiques adaptées aux besoins locaux

Pour étayer le maintien de la compétence provinciale en matière de valeurs mobilières, certains affirment que le système actuel permet une meilleure réglementation des marchés locaux⁹³. Le Rapport du CPA reprend l'essence de cet argument, en faisant ressortir deux éléments qu'il considère comme des points forts du régime : l'acquisition par les ACVM de connaissances sectorielles (par exemple, l'Alberta pour les compagnies pétrolières et énergétiques, le Québec et l'Ontario pour les compagnies de sciences de la vie), et leur sensibilité aux

91 M. CONDON, *loc. cit.*, note 61, 485.

92 COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *loc. cit.*, note 3, 77 à 78.

93 Voir par exemple la soumission de la Commission de valeurs mobilières de l'Alberta au CPA, http://www.wise-averties.ca/submitted_fr.asp?file=sub_alb.

problèmes locaux et régionaux. Ces deux thèmes ont comme dénominateur commun la notion que les ACVM ont une aptitude particulière pour traiter les questions propres à leur juridiction. Pourtant, aussitôt après avoir exposé ces points forts, le Rapport en minimise le mérite. En ce qui concerne l'acquisition de connaissances sectorielles par les ACVM, il affirme :

« [Le] régime actuel ne mise pas efficacement sur les compétences existantes pour permettre à tous les Canadiens de tirer profit de la spécialisation des organismes de réglementation provinciaux. Par exemple, un émetteur du domaine pétrolier et gazier dont le siège se trouve en Ontario, qui dépose un prospectus sous le régime du REC, l'Ontario étant l'organisme de réglementation principal, ne tirerait pas habituellement profit des compétences de l'Alberta Securities Commission, qui ne serait pas chargée de revoir le document. »⁹⁴

Cette critique n'est pas tout à fait exacte car elle ne tient pas compte du fait qu'en vertu du régime du REC, l'Alberta Securities Commission (tout comme les autres commissions) peut toujours examiner le dossier et présenter ses observations à la commission de l'Ontario. Ainsi, contrairement à ce que le Rapport affirme, les commentaires d'une commission ayant acquis certaines connaissances sectorielles peuvent être émis, dans certains cas, même si cette commission n'agit pas à titre de commission principale dans le dossier.

Quant à la sensibilité aux marchés locaux, le Rapport cite l'une des études présentées au Comité des personnes averties pour affirmer que « peu de questions, s'il y en a, sont vraiment locales »⁹⁵. Par conséquent, conclue-t-il, la réglementation des valeurs mobilières au niveau provincial ne serait pas justifiée par un quelconque besoin d'adopter une approche locale. Cette question est cruciale car elle touche le cœur du débat sur la structure de la réglementation des valeurs mobilières. En effet, le niveau optimal de réglementation fédérale et provinciale dépend en grande partie du caractère local du marché des valeurs

94 COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *loc. cit.*, note 3, 23.

95 *Id.*

mobilières. La logique implicite du débat actuel est qu'une intervention provinciale est d'autant plus justifiée que les caractéristiques des marchés provinciaux se distinguent les unes des autres. À l'inverse, moins les caractéristiques se distinguent d'un marché à l'autre, moins une intervention provinciale peut être justifiée.

Cette logique n'est toutefois pas absolue. D'une part, l'existence de questions locales n'est pas nécessairement synonyme d'incapacité d'intervention de la part du fédéral. Le domaine des pêches, par exemple, se caractérise par une forte hétérogénéité à travers le Canada, la pêche dans l'océan Atlantique étant différente de la pêche dans l'océan Pacifique et de la pêche dans les eaux intérieures. Cela n'a pas empêché le gouvernement fédéral de la réglementer de façon différente d'une zone à l'autre, en l'adaptant aux circonstances et aux caractéristiques propres à chaque zone. D'autre part, l'homogénéité relative du marché, d'une province à l'autre, ne signifie pas que les provinces sont incapables de réglementer le marché de façon relativement efficace, comme en témoigne l'activité coordonnée des ACVM. Dans d'autres domaines, les provinces ont également su coopérer sans l'intervention du gouvernement fédéral⁹⁶. La présence de questions purement locales et l'hétérogénéité du marché canadien sont donc des facteurs importants mais non déterminants.

Pour étudier s'il y a effectivement des divergences régionales justifiant une réglementation diversifiée, l'étude sur laquelle s'est appuyé le Rapport⁹⁷ a analysé ce qu'elle nomme des « *infrastructures locales de mobilisation de capitaux* » (ILMC), qu'elle définit comme des « régions géographiques comportant une masse critique d'émetteurs d'un certain genre de secteur ou un certain niveau de capitalisation boursière »⁹⁸. L'étude conclut qu'il existe au Canada plusieurs

96 Voir par exemple : Lisa FOX et Robert ROACH « An inventory of Interprovincial Cooperation in Western Canada, 1990-2002 », [http://www.cwf.ca/abcalcwf/doc.nsf/\(Publications\)/1C07AA5018826FCA87256CAF007E06D7/\\$file/200302.pdf](http://www.cwf.ca/abcalcwf/doc.nsf/(Publications)/1C07AA5018826FCA87256CAF007E06D7/$file/200302.pdf).

97 P. PURI, « Intérêts locaux et régionaux » loc. cit., note 56.

98 *Id.*, 225.

infrastructures locales de mobilisation de capitaux, tant en ce qui a trait à certains secteurs industriels qu'à certains niveaux de capitalisation boursière.

« La présente étude conclut que l'Alberta a une ILMC dans les secteurs du pétrole et du gaz, que la C.-B. accueille une ILMC pour les sociétés émettrices à très petite capitalisation et que l'Ontario a une ILMC pour les services financiers. Certaines ILMC se trouvent dans plus d'une province : la C.-B. et l'Ontario accueillent une ILMC dans le secteur des mines, l'Ontario, le Québec et la C.-B., dans les secteurs des communications et des médias, l'Ontario et le Québec, dans le secteur des sciences de la vie et la C.-B., l'Alberta et l'Ontario accueillent chacune une ILMC pour les sociétés à petite capitalisation. [...]

« [L]a C.-B. accueille une ILMC pour les émetteurs du secteur des sociétés à très petite capitalisation et que l'Ontario, la C.-B. et l'Alberta accueillent chacune une ILMC pour les émetteurs du secteur des sociétés à petite capitalisation. »⁹⁹

Toutefois, comme l'étude le précise, l'existence d'*infrastructures* locales de mobilisation de capitaux ne confirme pas pour autant le caractère intrinsèquement provincial du marché des valeurs mobilières. En ce qui a trait aux *infrastructures* locales de secteurs industriels, « [l]es activités des émetteurs concentrées dans une ILMC ont des répercussions à l'extérieur des frontières géographiques de la province qui accueille et qui régleme l'IC. D'autres provinces peuvent manifester un intérêt équivalent à celui de la province qui régleme, compte tenu de la situation géographique de l'investisseur et de l'importance de ces secteurs pour les économies des autres provinces, comme le confirment les données sur le PIB. »¹⁰⁰ De même, l'étude conclut que, de manière générale, dans les provinces où existe une *infrastructure* locale relative au niveau de capitalisation boursière, les politiques provinciales n'ont pas été adoptées en fonction de cette *infrastructure*. En fait, l'étude révèle que les initiatives locales citées le plus souvent comme exemples de sensibilité locale des ACVM ne sont pas attribuables aux

99 *Id.*, 225, 247.

100 *Id.*, 225.

caractéristiques inhérentes au marché de leur province d'origine. Elles représentent plutôt des tentatives isolées, de la part de certaines provinces, de régler des problèmes que l'on retrouve partout ailleurs.

Les initiatives locales examinées dans l'étude sont les suivantes : les programmes de sociétés de capital de démarrage, d'origine albertaine, visant à faciliter le financement de petites entreprises; la Norme multilatérale 45-102 sur la revente des titres, une initiative des commissions de valeurs mobilières de l'Alberta et de Colombie-Britannique visant à réduire le délai de conservation obligatoire des titres de 12 à 4 mois pour les investisseurs qui satisfont à certaines conditions; la Norme canadienne 51-101 sur la divulgation financière nécessaire pour les sociétés pétrolières et gazières; la Norme multilatérale 45-103 sur les dispenses accordées aux émetteurs et courtiers pour les placements effectués auprès d'investisseurs sophistiqués; enfin, la Politique locale 45-601 de la Saskatchewan sur le financement des entreprises locales dans cette province. Analysons ces initiatives de plus près.

Il est vrai que, outre la Politique de la Saskatchewan, ces initiatives régissent des situations qui se manifestent dans toutes les provinces. Par exemple, les dispenses pour les placements auprès d'investisseurs sophistiqués, tout comme les programmes de financement pour les petites sociétés, ne sont liées à aucune ILMC particulière. Ces politiques ont peut-être été conçues ou mises en œuvre par une province, mais le fait qu'elles aient été reproduites par les autres provinces témoigne de leur caractère universel. D'ailleurs, des politiques semblables existent aux États-Unis et ailleurs dans le monde. Nous souscrivons donc à la première conclusion générale de l'étude, à l'effet que l'existence d'*infrastructures* locales de mobilisation de capitaux dans diverses provinces ne s'est pas traduite par l'adoption de politiques purement locales.

Cependant, nous croyons que la seconde conclusion de l'étude, selon laquelle « le caractère distinctif à l'échelon local et régional n'est pas à l'origine de la plupart des réactions locales en matière de réglementation »¹⁰¹, n'est pas clairement démontrée. En fait, l'historique des politiques citées par l'étude illustre une réelle sensibilité de la part des ACVM aux conditions particulières de leur marché. Par exemple, la norme 51-101 sur la divulgation financière dans le domaine pétrolier et gazier a été instaurée par l'Alberta, province qui, selon l'étude, possède une *infrastructure* de mobilisation de capitaux précisément dans ce domaine. De même, les programmes de financement pour les sociétés de capital de démarrage sont des initiatives de provinces où se trouvent justement de nombreuses petites sociétés. Par ailleurs, la norme 45-103, qui accorde certaines dispenses pour les placements auprès d'investisseurs sophistiqués, a été conçue en Ontario, où se trouvent la plupart des acteurs du secteur financier au Canada. Cette correspondance entre, d'une part, les *infrastructures* locales de mobilisation de capitaux et, d'autre part, l'adoption de politiques adaptées à ces *infrastructures*, ne relève pas d'une simple coïncidence : elle semble indiquer qu'il existe une certaine sensibilité des provinces aux caractéristiques de leurs marchés locaux.

Ainsi, de la première conclusion de l'étude, on ne saurait extrapoler la seconde. Plus précisément, la duplication de certaines politiques locales par d'autres provinces ne permet pas de conclure forcément que « le caractère distinctif à l'échelon local et régional n'est pas à l'origine de la plupart des réactions locales en matière de réglementation ». Nous croyons plutôt que ce phénomène témoigne du bien-fondé et de l'utilité des politiques reproduites. Les provinces dont l'*infrastructure* de mobilisation de capitaux n'est pas comparable à celle de la province d'origine pourraient aussi tirer parti de la politique en question, ne serait-ce parce qu'elle répond à un certain besoin local, même s'il s'avère dans leur contexte moins pressant qu'ailleurs. Ainsi, le Québec pourrait vouloir se doter d'un

101 *Id.*, 226.

régime particulier pour les entreprises pétrolières, même si un tel programme paraît moins utile dans cette province qu'en Alberta, par exemple.

Par conséquent, il nous semble que le régime actuel présente effectivement une forte sensibilité aux besoins locaux, ce qui constitue un atout qui devrait être conservé.

1.1.2.3 Innovation

Le Rapport mentionne brièvement l'innovation comme constituant l'un des points forts du régime actuel. À cet égard, les mêmes exemples démontrant la sensibilité des provinces aux problèmes locaux servent à illustrer la manière dont les provinces prennent parfois des initiatives qui s'avèrent valables et utiles. Le Rapport conclut que le régime actuel « a mené à un certain nombre d'innovations »¹⁰², mais souligne trois facteurs qui en limitent la portée. Nous les examinons successivement.

Le premier facteur, selon le Rapport, est qu'il y a « relativement peu de cas où des innovations locales ont été ensuite adoptées à l'échelle nationale »¹⁰³. Nous voyons mal comment ce constat affecte la possibilité d'innovation. La possibilité d'élaborer des politiques ou méthodes originales constitue en soi un bénéfice. La reproduction ou non d'une politique dans d'autres provinces n'en détermine pas le caractère bénéfique. Certes, une innovation attrayante pour d'autres provinces peut être reproduite par celles-ci, comme ce fut le cas pour la plupart des exemples cités plus haut¹⁰⁴. Mais l'absence de reproduction ne signifie pas que la politique est mauvaise, ou qu'elle n'a pas d'application ailleurs. Certaines provinces pourraient décider, par exemple, d'en approfondir l'étude ou

102 COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *loc. cit.*, note 3, 27.

103 *Id.*

104 *Supra*, 1.1.2.2.

d'en examiner les effets avant de la reproduire. Une autre province pourrait préférer une approche différente.

La nouvelle loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique illustre bien comment une politique innovatrice peut tarder à être reproduite dans d'autres provinces, ou même ne pas être reproduite du tout¹⁰⁵. Parmi les changements draconiens – et innovateurs – qu'elle contient, la loi abolit le régime traditionnel du prospectus et le remplace par un système de divulgation continue¹⁰⁶. De façon générale, la loi passe d'une réglementation détaillée à une réglementation par objectifs, plus souple, accordant plus de marge de manœuvre aux parties réglementées. Ces changements vont à contre-courant des méthodes habituelles de réglementation des valeurs mobilières. La réticence des autres provinces à les adopter immédiatement, avant qu'ils n'aient fait leurs preuves en Colombie-Britannique, est donc normale. De plus, en Ontario, il est fort possible que de tels changements ne soient jamais envisagés, étant donné la proportion élevée des compagnies ontariennes qui souhaitent un alignement plus étroit, voire intégral, de la réglementation des valeurs mobilières de la province à celle des États-Unis, où la réglementation détaillée est toujours de rigueur¹⁰⁷. Cet exemple illustre qu'une norme innovatrice pourrait, pour des motifs fort valables, ne pas être reproduite ailleurs.

Enfin, l'innovation ne garantit pas toujours le succès. Dans un régime innovateur, la multiplicité des expériences donne lieu à des réussites et à des

105 2004 *British Columbia Securities Act*, S.B.C 2004, c. 43. La mise en vigueur de la loi a été reportée au 31 décembre 2007, afin de tester l'évolution du régime de passeport mis en place par les provinces (BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, News Release, 10 février 2006, <http://www.bcsc.bc.ca/release.asp?id=2944>).

106 BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, *Better Disclosure, Lower Costs – A Cost-Benefit Analysis of the Continuous Market Access System*, *loc. cit.*, note 30.

107 Ce n'est que tout récemment, suite au scandale Enron, que les États-Unis se sont ouverts à la réglementation par objectifs. Voir à ce sujet John C. COFFEE, « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », (2004) 84 *Boston University Law Review* 301. Par ailleurs, les réformes ontariennes récentes sont effectivement calquées sur la loi *Sarbanes-Oxley* (Ryan R. COX, « Canada: Governing The Future For Investor Confidence » 38 *The International Lawyer* 971, 976 et suiv.).

échecs. Cela explique pourquoi certaines politiques ne sont pas reproduites par les autres provinces, et constitue en fait l'un des principaux avantages du régime actuel par rapport à un système à autorité nationale unique. S'il n'existait qu'une seule commission, elle ne pourrait tester qu'une politique à la fois, et tout échec affecterait l'ensemble du Canada¹⁰⁸. La présence de plusieurs ACVM, au contraire, augmente le taux d'innovation puisque, en théorie, dix provinces et trois territoires peuvent tester des approches opposées simultanément. De plus, les conséquences d'un échec sont atténuées, car elles ne touchent que les personnes assujetties à la loi en question. L'absence de duplication des politiques ne démontre donc pas une absence d'innovation.

Le second facteur restrictif, selon le Rapport, est celui des coûts de conformité élevés lorsque les règles diffèrent d'une province à l'autre. Cette affirmation est en grande partie réfutée par les nombreuses études citées plus haut, qui démontrent que, dans l'ensemble, les coûts de conformité ne sont pas statistiquement importants, et qu'ils sont plus bas au Canada qu'ailleurs¹⁰⁹. De plus, l'existence de coûts de conformité au sein d'une fédération est tout à fait normale. Une entreprise qui souhaite distribuer un produit au Canada doit composer avec les exigences réglementaires de dix provinces; on ne s'étonne pourtant pas alors des coûts de conformité. Selon nous, il ne s'agit pas de savoir s'il existe des coûts de conformité causés par la fragmentation du système, ni si ces coûts sont élevés en termes absolus, mais plutôt si ces coûts sont liés à un bénéfice quelconque, et s'ils sont proportionnels à ce bénéfice. Certes, le système actuel engendre des coûts mais, pour conclure que le potentiel d'innovation ne les justifie pas, ces coûts doivent être disproportionnés.

Le troisième facteur limitatif souligné par le Rapport consiste en ce que « l'innovation se bute parfois à des obstacles car les efforts d'harmonisation ont

108 Les projets pilotes demeurent possibles en théorie, mais ne permettent pas de tester des politiques à l'échelle du marché.

109 *Supra*, 1.1.1.

été conçus de façon à produire une solution acceptable pour tous les organismes de réglementation. Cela peut avoir pour effet de diluer ou d'étouffer les formules de réglementation qui pourraient être innovatrices »¹¹⁰. Ce passage identifie un problème important : la contradiction inhérente à la manière dont les ACVM perçoivent leur rôle et régissent leurs relations. D'une part, elles vantent les mérites de l'innovation mais, d'autre part, elles s'efforcent d'harmoniser leur droit, au point où elles ont même développé un *Projet de législation des valeurs mobilières uniforme*¹¹¹. De même, la soumission de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta au Comité des personnes averties prône du même souffle une harmonisation réglementaire à l'échelle canadienne et la spécialisation régionale, le potentiel d'adaptation rapide et l'innovation provinciale¹¹². Or, les objectifs d'harmonisation et d'innovation semblent antinomiques : l'harmonisation présuppose une uniformité d'approche entre les provinces ainsi qu'un haut degré de coordination des choix de politiques, tandis que l'innovation, au contraire, exige une certaine autonomie décisionnelle, qui donne lieu à des approches parfois opposées. L'innovation est inhibée lorsque les provinces œuvrent consciemment en vue d'atteindre l'harmonisation.

Si l'objectif consiste à se doter d'une réglementation des valeurs mobilières nationale uniforme, il est évident que le palier fédéral, qui n'a pas à supporter les coûts de coordination associés au régime actuel, peut y arriver plus rapidement que les provinces. À l'inverse, si l'objectif est de créer un droit diversifié, adapté au contexte de chaque province, les efforts de coordination des ACVM, et l'importance qu'elles accordent à l'harmonisation, semblent incompatibles avec cet objectif.

110 COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *loc. cit.*, note 3, 28.

111 Le projet a été adopté par les ACVM en 2003. AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, ébauche de Loi uniforme sur les valeurs mobilières, [http://www.albertasecurities.com/dms/2990/10694/10703__1390085_v1_-_USA_-_PUBLICATION_DRAFT_\(DEC_16\).pdf](http://www.albertasecurities.com/dms/2990/10694/10703__1390085_v1_-_USA_-_PUBLICATION_DRAFT_(DEC_16).pdf).

112 Voir ALBERTA SECURITIES COMMISSION, soumission au Comité des Personnes averties, (2003) http://www.wise-averties.ca/submitted_fr.asp?file=sub_alb.

Comment expliquer que les provinces, exception faite de l'Ontario, aient adopté cette position ? Peut-être parce qu'elles font face à une pression considérable et croissante, de la part de la majorité des intervenants du marché, d'uniformiser le droit des valeurs mobilières à l'échelle canadienne. La possibilité d'une commission nationale des valeurs mobilières a fait l'objet de discussion depuis des décennies et bien que les provinces y aient résisté, elles se sentent probablement obligées de rassurer les intervenants que leurs objectifs d'uniformité peuvent être atteints à l'intérieur du système actuel. Ainsi, pour répondre aux attentes légitimes de l'industrie, elles doivent s'efforcer d'harmoniser leurs politiques autant que possible. Les normes nationales harmonisées adoptées par les ACVM ont permis de réduire le fardeau réglementaire dans une certaine mesure, mais comme l'uniformité n'est pas totale, l'on se situe à mi-chemin entre l'innovation et l'harmonisation. Il en résulte un régime qui, à l'échelle nationale, ne récolte pleinement ni les fruits du potentiel d'innovation, ni ceux d'un régime harmonisé.

1.1.3 Sommaire des coûts et bénéfices du régime actuel

En résumé, il appert que le système n'est ni aussi coûteux que ne le prétendent l'industrie, le Comité des personnes averties et l'Ontario, ni aussi efficace que ne le prétendent les provinces. Il offre certes plusieurs avantages : sensibilité aux besoins locaux, coûts de placement relativement bas, coûts raisonnables d'élaboration des politiques. Mais les coûts du placement demeurent élevés pour les PME, comme le sont les coûts d'inscription et les coûts de surveillance et d'application. Dans le régime actuel, les avantages potentiels de l'innovation et de l'uniformité de la réglementation ne sont exploités que partiellement. Comparons à présent le régime actuel au régime proposé par le Comité des personnes averties, soit la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières et la création d'une commission des valeurs mobilières nationale.

1.2 Coûts et bénéfices de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières

Les modèles proposés au fil des ans pour la création d'une commission des valeurs mobilières nationale diffèrent légèrement les uns des autres, principalement en ce qui a trait à la structure de l'organisme et à l'apport des provinces. Mais leur dénominateur commun est la supériorité présumée de la centralisation de la réglementation des valeurs mobilières. Considérons, par exemple, les deux plus récents modèles, ceux du Comité des personnes averties et du groupe Crawford¹¹³. Le premier propose une commission fédérale qui élabore et administre une réglementation fédérale des valeurs mobilières et qui dispose de bureaux administratifs régionaux. Le groupe Crawford propose plutôt une commission nationale gérée conjointement par les provinces et le fédéral, et qui administre une législation uniforme incorporée par renvoi par toutes les juridictions.

Ces deux solutions ont l'avantage d'être simples et attrayantes pour l'industrie parce que l'uniformisation de la réglementation, dans n'importe quel domaine, engendre des économies. Quant à l'élaboration des politiques, la centralisation de la réglementation éliminerait en grande partie la duplication des efforts provinciaux; elle permettrait une approche nationale plutôt que régionale; elle devrait faciliter la cohésion de la réglementation fédérale dans le secteur financier (banques, compagnies d'assurance, sociétés de fiducie et sociétés de courtage), et l'intégration de celle-ci avec la réglementation en matière de droit corporatif et de droit des valeurs mobilières. En ce qui concerne les coûts pour les parties prenantes, la centralisation devrait mener à l'uniformité de la réglementation dans tout le pays, ce qui réduirait les coûts informationnels ainsi que les coûts de surveillance et d'application des lois. On attend d'une telle

113 *Loc. cit.*, 6.

réforme qu'elle attire davantage les émetteurs étrangers. Sur le plan international, le Canada disposerait finalement d'une voix « nationale »¹¹⁴.

Or, les propositions de modèle ne font pas état des coûts qu'ils entraînent : diminution de la capacité d'innovation, réduction de la capacité de réagir aux changements, perte de la sensibilité locale et création d'un monopole réglementaire.

1.2.1 Diminution de la capacité d'innovation

« Treize juridictions valent mieux qu'une ». Lorsque toutes les juridictions se mettent à la tâche d'élaborer des politiques dans un domaine particulier, elles peuvent formuler treize réponses différentes. Les efforts parallèles des juridictions ne mènent pas tous à des solutions optimales, mais certains peuvent s'avérer innovateurs, intéressants et applicables ailleurs. Là où les critiques du système fragmenté voient une duplication inutile d'efforts, d'autres y voient une multiplication des occasions d'innover¹¹⁵. Parmi toutes les initiatives de réglementation, certaines seront vouées à l'échec et d'autres au succès. La sélection naturelle des politiques fait en sorte que les plus valables sont reproduites par les autres juridictions. Ce processus permet une expérimentation des politiques à un rythme potentiellement très rapide, selon le nombre de juridictions qui y participent.

En comparaison, un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières ne peut tenter qu'une expérience politique à la fois. Cela ne tient pas de la compétence des fonctionnaires, ni de la qualité des politiques pouvant être développées par le gouvernement fédéral, mais est simplement inhérent à la

114 C'est en fait la conclusion du Rapport du CPA.

115 Albert BRETON, *Competitive Governments: An Economic Theory of Politics and Public Finance*, New York and Cambridge: Cambridge University Press, 1996, pp. 331-332.

structure même. Plus il existe d'autorités de réglementation, plus le nombre d'expériences législatives sera élevé.

1.2.2 Réduction de la réactivité

Dans le domaine des valeurs mobilières, la réactivité au changement est cruciale, étant donné la grande mobilité du capital, les innovations technologiques et la mondialisation. Le gouvernement fédéral peut certes réagir rapidement au changement, et ce serait également le cas d'une commission unique des valeurs mobilières. Cependant, la même commission pourrait mettre plus de temps à détecter et résoudre un problème mineur, qui n'intéresse qu'un sous-ensemble de l'industrie nationale. À l'opposé, avec un grand nombre de juridictions, il est probable que l'une de celles-ci soit particulièrement affectée par le problème et, par conséquent, incitée à le résoudre rapidement. Le fait que le gouvernement fédéral soit redevable envers 30 millions de citoyens et des milliers de sociétés, dont les caractéristiques sont hétérogènes et les intérêts, forts divergents, constitue un autre facteur qui influe sur la capacité de réagir rapidement. Le processus décisionnel s'en trouve alourdi, ce qui prolonge le délai d'intervention. À l'inverse, les provinces sont redevables envers des individus et des sociétés moins nombreux et plus homogènes, sur leur propre territoire. Le processus décisionnel est ainsi plus léger au sein d'un organisme provincial qu'au sein d'un organisme fédéral.

En moyenne, donc, la réactivité face aux des problèmes locaux devrait être meilleure dans un système à juridictions multiples que dans un système à juridiction unique. Ce constat ne porte pas sur les aptitudes particulières des agences et gouvernements provinciaux ou fédéraux, mais simplement sur leur structure organisationnelle. Dans le modèle du Comité des personnes averties, l'avantage de la réglementation provinciale rapide est perdu; dans le modèle du groupe Crawford, il est également presque entièrement éliminé par la création d'une structure pancanadienne de coordination.

1.2.3 Perte de sensibilité locale

Comme la majorité des commentateurs le soulignent¹¹⁶, le marché canadien est composé d'un ensemble de marchés régionaux ou sectoriels. Certains affirmeront que ceci s'explique justement par l'absence de réglementation nationale. Nous croyons qu'au contraire ce caractère peut constituer un atout, car il permet le développement de plaques tournantes des valeurs mobilières, de centres économiques spécialisés dans des sous-domaines précis. Rappelons à ce sujet l'étude de Poori qui témoigne de l'existence des *infrastructures* locales de mobilisation de capitaux¹¹⁷. L'étude conclut aussi que les provinces n'ont pas tiré pleinement profit de ces *infrastructures*, mais le potentiel est là. De plus, les exemples de réglementation adaptée aux besoins locaux, cités dans la même étude, démontrent clairement que les particularités régionales influencent le type d'initiatives qui seront élaborées.

À l'inverse, la centralisation du processus décisionnel est susceptible d'amenuiser la sensibilité aux questions locales. Cela ne signifie pas que le gouvernement fédéral est incapable d'élaborer des politiques régionales, tel que le démontre la réglementation fédérale diversifiée dans le domaine des pêches¹¹⁸. Toutefois, lorsqu'un organisme de réglementation couvre un territoire vaste et hétérogène, la perte de sensibilité locale est inévitable. Elle s'explique d'abord par le grand nombre de parties prenantes, qui oblige le gouvernement fédéral à gérer l'information de façon efficace, ignorant certaines voix pour centrer son attention

116 C. CARPENTIER, J.-F. L'HER et J.-M. SURET, 2004. « Competition Among Securities Markets: Can the Canadian Market Survive ? », *loc. cit.*, note 34; Douglas CUMMING, Aditya KAUL et Vikas MEHROTRA, « Capitaux privés et préférences provinciales », monographie présentée au CPA, 8 septembre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_7.pdf; Douglas CUMMING, Aditya KAUL et Vikas MEHROTRA, « La fragmentation et les marchés boursiers canadiens », monographie présentée au CPA, 2 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_8.pdf; P. PURI, « Intérêts locaux et régionaux », *loc. cit.*, note 56; D. ROWLANDS et F. MCMAHON, *loc. cit.* note 87.

117 P. PURI, « Intérêts locaux et régionaux », *loc. cit.*, note 56.

118 *Supra*, « sensibilité aux besoins locaux » dans le système actuel.

sur les principaux représentants de l'industrie¹¹⁹. Ensuite, l'hétérogénéité de l'industrie canadienne fait en sorte que le gouvernement fédéral, sollicité de tous côtés, doit favoriser les compromis pour satisfaire la majorité des parties prenantes.

Pour leur part, les gouvernements provinciaux composent avec un nombre restreint de parties prenantes. Il leur est donc plus facile de recueillir directement les commentaires. La réglementation par les provinces permet alors de compartimenter les réponses aux pressions de l'industrie. Et, puisque le marché à l'intérieur d'une province est plus homogène que l'ensemble du marché canadien, les solutions mises en place peuvent être mieux cernées et adaptées aux besoins.

1.2.4 Monopole réglementaire

Certaines recherches se basent sur la théorie de la capture réglementaire pour mettre en garde contre l'établissement de monopoles réglementaires¹²⁰. Cette théorie affirme que les gouvernements ont tendance à favoriser les intérêts des groupes de pression les plus puissants¹²¹. Ce phénomène peut se produire indépendamment de toute collusion ou malice, du simple fait que les groupes les plus puissants sont généralement mieux organisés et disposent de plus de moyens que les groupes plus faibles. Dans l'une de leurs études, Carpentier et Suret démontrent que, si une seule autorité nationale était chargée de réglementer le domaine des valeurs mobilières, elle serait particulièrement vulnérable à la capture réglementaire¹²². En effet, la concentration du marché canadien des valeurs mobilières entre les mains de quelques puissantes institutions financières – en

119 L'une des études principales sur les relations entre groupes de pressions et gouvernements est la suivante : Gary S. BECKER, « A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence » (1983) 98 *Quarterly Journal of Economics* 371.

120 Voir notamment Jean-Jacques LAFFONT et Jean TIROLE, « The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture », (1991) 106 *Quarterly Journal of Economics* (vol.4) 1089.

121 Par exemple, en ce qui concerne la SEC, voir Donald C. LANGEVOORT, « The SEC as a Bureaucracy: Public Choice, Institutional Rhetoric, and the Process of Policy Formation », (1990) 47 *Washington and Lee Law Review* 527.

122 Cécile CARPENTIER et Jean-Mark Suret, « The Canadian and American Financial Systems: Competition and Regulation », (2003) 29 *Canadian Public Policy* (vol.4) 431, 432-433.

particulier, les banques – donne à celles-ci une capacité organisationnelle qui leur permet déjà de disposer d'une voix dominante auprès du gouvernement. Si la réglementation des valeurs mobilières relevait d'un seul organisme national, il y aurait, en quelque sorte, un système à deux interlocuteurs : l'organisme fédéral d'un côté, l'ensemble des grandes institutions financières, de l'autre. Les politiques développées dans un tel système tendent à refléter un nombre limité de points de vue.

Le risque de capture réglementaire existe bien sûr également auprès des autorités de réglementation provinciales, mais il est à ce niveau limité par le fait qu'il est plus difficile pour les parties prenantes de l'industrie de monopoliser l'attention de toute et chacune des autorités provinciales. Le nombre d'interlocuteurs principaux dans le dialogue gouvernement-industrie est ici décuplé par rapport aux deux interlocuteurs du contexte décrit plus haut. Un système avec plusieurs autorités de réglementation bénéficie donc d'une plus grande diversité d'opinions, ce qui, en règle générale, améliore la représentativité globale des politiques. Cette représentativité globale, cette diversité de points de vue, risque d'être perdue si un seul organisme devait réglementer toute l'industrie canadienne des valeurs mobilières.

1.3 Synthèse et programme de réforme

Les nombreuses tentatives de centralisation de la réglementation des valeurs mobilières, de même que les commentaires soumis par l'industrie au Comité des personnes averties, témoignent du malaise qui existe actuellement quant au maintien du statu quo. La majorité des participants de l'industrie perçoivent avec raison le marché des valeurs mobilières comme un marché national. Dans cette optique, on ne peut que constater, en examinant les coûts du régime actuel, l'absence d'une perspective nationale.

S'il est clair qu'une réforme s'impose, le choix du modèle à adopter n'est toutefois pas évident. Le modèle américain témoigne des dangers d'une autorité

réglementaire unique : une erreur dans la réglementation affecte l'ensemble du marché. Les scandales Enron et WorldCom exemplifient cette situation. Les réponses législatives peuvent être rapides, mais pas toujours adéquates – pensons au *Sarbanes-Oxley Act*, qui fut fort critiqué¹²³. Le modèle européen est trop bureaucratique, et l'équilibre entre réglementation locale et centrale n'est pas clairement défini¹²⁴. De plus, le mouvement vers la centralisation accrue de la réglementation est loin de faire l'unanimité¹²⁵. Le modèle australien démontre que la transition à une réglementation centrale des valeurs mobilières peut réussir sur le plan politique¹²⁶; nous n'avons toutefois pas repéré de données permettant de comparer la performance de l'Australie avec celle d'autres pays avant et après la transition. D'ailleurs, tous les indicateurs récents de succès dans le domaine des valeurs mobilières favorisent le Canada par rapport à l'Australie, malgré l'état fragmenté du système actuel¹²⁷. Ceci démontre que la centralisation n'est pas forcément synonyme de succès.

Pour conceptualiser le modèle que devrait adopter le Canada, il importe avant tout de se demander quel genre de marché on cherche à créer. Le Canada devrait-il faire concurrence aux États-Unis et à l'Europe en cherchant à attirer les grands émetteurs ? Devrait-il plutôt se contenter d'un rôle d'incubateur de PME qui, après avoir connu le succès, émigrent aux États-Unis ? Selon nous, la probabilité de succès d'une concurrence avec le marché américain est faible; cette voie a déjà été empruntée par une multitude de pays européens et asiatiques, qui

123 Stephen M., BAINBRIDGE, « Sarbanes-Oxley: Legislating in Haste, Repenting in Leisure » (2006), UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No.06-14, <http://ssrn.com/abstract=899593>.

124 Gerard HERTIG et Lee RUBEN, « Four Predictions About the Future of EU Securities Regulation », (janvier 2003) SSRN: <http://ssrn.com/abstract=376720>. Voir aussi Karel LANNON et Mattias LEVIN, « La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les États membres, monographie présentée au CPA », 8 septembre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_4.pdf, p. 138.

125 Birgir Mar RAGNARSSON, *The Development of the EU Disclosure Regime and Regulatory Competition*, Program on International Financial Systems, Seminar in International Finance, 8 avril 2003.

126 Ralph SIMMONDS et Ray DA SILVA ROSA, « L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie », monographie présentée au CPA, 6 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_5.pdf.

127 *Supra*, 1.1.1.1, 1.1.1.2 et 1.1.1.4.

connaissent jusqu'à présent des résultats moyens, tout au plus. Le Canada, en tant que nouveau concurrent, occuperait un espace négligeable.

En fait, il serait beaucoup plus efficace pour le Canada de se concentrer sur ses domaines de prédilection : les PME canadiennes et les entreprises de toute taille dans les domaines de l'énergie, des sciences du savoir, des hautes technologies, de la santé et des ressources naturelles. Le Canada pourrait miser sur ses spécialisations actuelles et constituer une concurrence sectorielle importante à l'échelle internationale. Les provinces, qui ont déjà acquis une expérience considérable dans ces domaines, sont particulièrement bien positionnées pour y arriver. D'ailleurs, rien ne permet de sous-estimer *a priori* leur capacité à réglementer ces domaines d'une façon aussi professionnelle que le gouvernement fédéral ne le ferait, et de rivaliser sur la scène internationale.

Le modèle recherché doit donc atteindre deux objectifs complémentaires : d'une part, la spécialisation de la réglementation des valeurs mobilières et sa réceptivité aux besoins d'industries particulières; d'autre part, l'instauration d'un marché véritablement national. Le modèle doit ainsi intégrer et équilibrer la participation des provinces et du gouvernement fédéral. Pour le développer, nous ferons appel au concept de concurrence interprovinciale, fondé sur la théorie de la concurrence intergouvernementale.

2. La concurrence interprovinciale dans le domaine des valeurs mobilières

Dans la présente section, nous décrivons la théorie générale de la concurrence intergouvernementale (2.1) et son application dans le domaine des valeurs mobilières (2.2). Sur ces bases, nous proposerons ensuite une restructuration du régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada, fondée sur un modèle de concurrence interprovinciale passant par un régime de passeport (2.3).

2.1 Théorie générale de la concurrence intergouvernementale

La théorie de la concurrence intergouvernementale est à la fois descriptive et normative. Elle est descriptive parce qu'elle présente une façon d'appréhender la réalité, la concurrence étant un phénomène désormais reconnu tant au sein des fédérations qu'à l'échelle internationale. Elle est également normative en ce qu'elle tente d'identifier les conditions dans lesquelles la concurrence peut produire des résultats optimaux. La théorie permet ainsi d'observer si la structure fédérative favorise ou non la concurrence, et si une telle concurrence serait souhaitable dans un contexte donné. La doctrine identifie deux modèles principaux de concurrence intergouvernementale : la concurrence économique, où les juridictions visent l'augmentation de leurs revenus, et la concurrence par comparaison, où elles font l'objet d'une pression pour obtenir des résultats comparables ou meilleurs que ceux des juridictions voisines¹²⁸.

128 De multiples nuances existent mais la concurrence économique et par comparaison constituent les modèles de base. Voir Daphne A. KENYON, « Theories of interjurisdictional competition », (1997) *New England Economic Review*, mars, p. 13.

2.1.1 Concurrence économique

Dans ce qui suit, nous décrivons la théorie de la concurrence économique ainsi que ses lacunes.

2.1.1.1 Description de la théorie

La théorie de la concurrence intergouvernementale a été mise de l'avant par Charles Tiebout en 1956¹²⁹ et a donné lieu à une littérature abondante dans le domaine du fédéralisme. Sa prémisse est à la fois simple et originale :

« The consumer-voter may be viewed as picking the community which best satisfies his preference pattern for public goods [...]. The greater the number of communities and the greater the variance among them, the closer the consumer will come to fully realizing his preference position. »¹³⁰

Il s'agit en fait du modèle économique classique de l'offre et de la demande appliqué à la politique. Selon cette conception, le citoyen « consomme » les services fournis par un gouvernement. Il cherche à améliorer son sort en comparant les services offerts par différentes juridictions : niveau de vie, taux d'imposition, qualité du système médical, etc. Les gouvernements, de leur côté, visent généralement à accroître leurs revenus fiscaux en développant des politiques rentables susceptibles d'attirer les citoyens vers leur juridiction. Pour atteindre cet objectif, ils doivent être sensibles aux préférences des citoyens, autrement dit leur fournir des services qui répondent à leurs besoins et leurs attentes.

Tiebout développe l'analogie avec le modèle économique classique en suggérant qu'il est possible d'appliquer les principes de la concurrence du secteur privé pour mieux comprendre l'interaction entre citoyens et gouvernements : pour

129 Charles TIEBOUT, « A Pure Theory of Local Expenditures », (1956) 64 *Journal of Political Economy* 416.
130 *Id.*, 418.

attirer les citoyens vers leur juridiction, les gouvernements finissent par entrer en concurrence les uns avec les autres. Et plus il existe de gouvernements, plus le citoyen a de choix.

Il importe de noter toutefois que le modèle économique proposé par Tiebout comporte certaines contraintes théoriques, présentées dans son article comme des conditions requises pour l'atteinte d'un équilibre parfait entre l'offre et la demande. De façon sommaire, le modèle requiert un grand nombre de citoyens, leur mobilité parfaite, leur connaissance parfaite des différences entre les services offerts par les gouvernements, l'absence d'externalités entre les gouvernements et l'ajustement automatique de la taille des juridictions en fonction d'une grandeur optimale. Évidemment, ces conditions n'existeront jamais dans la réalité, les frictions économiques étant inhérentes à tout marché. Mais le modèle sert tout de même à schématiser la réalité : plus la concurrence est dénuée de frictions économiques tels les coûts informationnels et les externalités, plus on s'approche d'un équilibre entre l'offre et la demande, entre les services fournis par les gouvernements et les attentes des citoyens.

Cette conclusion, désarmante de simplicité, avait été formulée à l'origine dans un contexte de politique municipale, les villes y jouant le rôle d'acteurs gouvernementaux de la concurrence. Mais elle n'a pas tardé à être adaptée par de nombreux auteurs à l'échelle nationale et internationale¹³¹. Aux États-Unis et en Europe, il est désormais reconnu que, dans certains domaines tels le droit corporatif et le droit de l'environnement, les États se font bel et bien concurrence¹³². Les auteurs ne s'entendent pas toujours sur l'étendue et les

131 Pour un aperçu de la doctrine, voir, A. Breton, *op. cit.*, note 115; aussi, D. A. KENYON, *loc. cit.*, 128.

132 Roberta ROMANO, « The State Competition Debate in Corporate Law », (1987) *Cardozo Law Review* 8; Jens C. DAMMANN, « Freedom Of Choice In European Corporate Law » (2004) 29 *Yale Journal of International Law* 477; Jeanne-Mey SUN et Jacques PELKMANS, « Regulatory Competition in the Single Market », (1995) 33 *Journal of Common Market Studies* 67; Richard L. REVESZ, « Rehabilitating Interstate Competition: Rethinking the "Race-to-the-Bottom" Rationale for Federal Environmental Regulation », (1992) 67 *New York University Law Review* 1210; Gérard HERTIG, « Regulatory Competition for EU Financial Services », (2000) 3 *Journal of International Economic Law* 329; Roger VAN DEN BERGH, « Towards An Institutional Legal Framework For Regulatory Competition In Europe »

bienfaits de cette concurrence, mais son existence est à tout le moins admise. Si la théorie de la concurrence intergouvernementale a été développée d'abord et avant tout comme une théorie économique et fiscale, elle trouve une application partout où existent différentes juridictions dotées de pouvoirs parallèles¹³³, que ce soit entre pays (par exemple, la concurrence pour attirer les investissements) ou entre juridictions, au sein d'une même fédération.

Ces caractéristiques mettent en évidence le lien entre concurrence intergouvernementale et fédéralisme¹³⁴. La proximité du gouvernement local avec ses citoyens, sa capacité de façonner des politiques pour répondre à leurs besoins et la spécialisation régionale sont souvent mentionnées comme étant des valeurs inhérentes au fédéralisme¹³⁵; ce sont également les principaux avantages de la concurrence intergouvernementale. Ainsi, cette forme de concurrence est perçue par plusieurs auteurs comme le mécanisme qui sous-tend les valeurs du fédéralisme et qui, favorisée par l'existence de plusieurs juridictions ayant des

(2000) 53 *Kyklos* 435; Klaus HEINE et Wolfgang KERBER, « European Corporate Laws, Regulatory Competition and Path Dependence » (2002) 13 *European Journal of Law and Economics* 47.

133 Selon Breton, il existe également une concurrence verticale, c'est-à-dire entre la juridiction centrale et les juridictions subordonnées. Une telle situation peut se produire lorsque les juridictions de niveaux hiérarchiques différents ont des compétences identiques ou qui se recoupent, comme c'est le cas le fédéral et les provinces en matière d'incorporation des sociétés. Notre analyse porte ici sur la concurrence horizontale, entre les provinces, qui sont des juridictions de même ordre.

134 Voir par exemple Barry FRIEDMAN, « Valuing Federalism » (1997) 82 *Minnesota Law Review* 317; Larry E. RIBSTEIN et Bruce H. KOBAYASHI, « Federalism, Efficiency and Competition », (novembre 1997). <http://ssrn.com/abstract=110071>; William W. BRATTON et Joseph A. MCCAHERY, « The New Economics of Jurisdictional Competition : Devolutionary Federalism in a Second-Best World », (1997) 86 *Georgetown Law Journal* 201.

135 Voir par exemple le Rapport de la Commission Macdonald : « Le fédéralisme offre par contre des avantages importants pour la gestion économique. Ce n'est pas en effet simplement un problème à contourner du mieux que nous pouvons, c'est une force. Le fédéralisme offre une plus grande stabilité en diffusant les conflits et les attentes à travers tout le système. Il offre la possibilité d'adapter les politiques économiques à des besoins et a des inquiétudes précis des citoyens et des groupes dans diverses parties du pays. Il minimise le danger toujours présent d'échecs spectaculaires auquel il faut toujours s'attendre quand on met tous ces oeufs dans le même panier. Dans un monde d'incertitude où les défis économiques se déplacent rapidement, où on est loin d'être certain de ce qui sera le plus efficace, le fédéralisme offre la possibilité d'expérimenter et d'apprendre, de faire preuve de flexibilité et d'invention. Il améliore la réceptivité aux divers points de vue exprimés et permet la discussion de multiples sources de renseignement et de perspectives différentes. Le fédéralisme nous permet de mettre à l'essai différents modèles pour améliorer les relations de travail, pour intégrer l'enseignement et la formation, pour stimuler les investissements et pour diffuser la technologie. » CANADA, *Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada*. Rapport, vol. 3, 1985, pp. 165-166. Plus généralement, voir Wallace E. OATES « An essay on fiscal federalism » (1999) 37 *Journal of Economic Literature* 1120.

compétences parallèles, facilite l'atteinte des objectifs d'innovation et de proximité avec les citoyens¹³⁶. En faisant place à la concurrence, notamment, le fédéralisme peut assurer une meilleure distribution des ressources et une meilleure adéquation entre besoins des citoyens et services gouvernementaux – en d'autres termes, une plus grande sensibilité aux besoins locaux.

La concurrence intergouvernementale encourage également l'innovation dans l'élaboration des politiques, ce qui représente un autre avantage. Les juridictions peuvent constituer des « laboratoires de démocratie », comme l'a évoqué le juge Brandeis de la Cour suprême des États-Unis¹³⁷. Tout comme dans le domaine privé, la concurrence intergouvernementale motive les gouvernements à améliorer leur « produit » afin d'augmenter leur part de marché et leurs revenus. Pour réussir dans un contexte concurrentiel, les gouvernements doivent faire preuve de diligence dans l'utilisation de leurs ressources. En ce sens, la concurrence responsabilise les gouvernements, ce qui non seulement bénéficie aux citoyens, mais favorise également la promotion des valeurs démocratiques. À l'inverse, lorsque la réglementation est élaborée par un état unitaire, on est en quelque sorte en présence d'un monopole réglementaire : le territoire national représente pour le gouvernement central un seul marché, et les citoyens ne disposent d'aucun choix. Autrement dit, la clientèle est captive. Ce contexte réduit les incitatifs propres à encourager le gouvernement à améliorer son produit et à concevoir des politiques adaptées aux diverses préférences de ses citoyens.

La concurrence intergouvernementale, par son potentiel d'innovations, permet aussi une meilleure expérimentation des politiques. Si la politique d'une

136 Voir Susan ROSE-ACKERMAN, « Risk taking and reelection: Does federalism promote innovation ? », (1980) 9 *Journal of Legal Studies* 593. Cet article explore les conditions dans lesquelles l'expérimentation des politiques peut avoir lieu. KOLEMAN STRUMPF, « Does government decentralization increase policy innovation ? », (2002) 4 *Journal of Public Economic Theory* 207; B. FRIEDMAN, *loc. cit.*, note 133.

137 *New State Ice Co. v. Liebmann*, 285 U.S. 262, 311 (1932). Selon certains, le juge Brandeis ne faisait pas référence au fédéralisme comme tel mais plutôt à l'expérimentation sociale. Toujours est-il que la notion de « laboratoires de démocratie » a été reprise par plusieurs auteurs dans le contexte du fédéralisme. Voir sur ce thème G. ALLEN TARR, « Laboratories of Democracy ? Brandeis, Federalism, and Scientific Management », 31 *Publius: The Journal of Federalism* 37 (2001).

juridiction s'avère un succès, elle peut être reprise par les autres juridictions et adaptée à leurs besoins particuliers. Si, au contraire, elle échoue, les autres juridictions en sont informées et peuvent ainsi éviter de répéter l'erreur¹³⁸. Une sélection naturelle des politiques s'opère, les bonnes étant diffusées progressivement dans la plupart des juridictions et les mauvaises étant abandonnées¹³⁹. Ce phénomène permet aux juridictions au sein d'une fédération d'engager en parallèle de multiples expériences politiques. À l'inverse, un état unitaire ne peut entreprendre qu'une expérience à la fois. La théorie prédit donc un taux d'expérimentation plus élevé lorsque plusieurs juridictions ont une compétence parallèle.

Enfin, une autre conséquence positive de ce phénomène est l'atténuation des risques d'un échec éventuel. L'échec d'une politique élaborée et appliquée par un gouvernement unique touchera l'ensemble du territoire national. C'est donc toute la population qui assume le risque. À l'opposé, si une juridiction au sein d'une fédération adopte une politique qui échoue, seuls les citoyens de cette juridiction en subissent les conséquences. On cherchera à déplacer un tel argument en mentionnant que la diffusion des politiques dites « réussies » au sein d'une fédération n'a lieu que progressivement, au gré de son adoption dans les autres juridictions, tandis qu'un gouvernement unique offre l'avantage de permettre à tous les citoyens du pays d'en bénéficier instantanément. Mais cet avantage de la réglementation unitaire par rapport à la concurrence intergouvernementale est d'autant moins important que la diffusion des politiques réussies au sein d'une

138 Voir par exemple B. FRIEDMAN, *loc. cit.*, note 133, 399-400 : « Indeed, the best model to describe what is at stake here may be an understanding of innovation as an evolutionary process. Countless state and local governments, remote from one another but facing similar problems, develop numerous twists on solving them. At conferences, and through observation, governments learn of techniques employed elsewhere. The ones that seem sensible, that work, survive; many other ideas die on the vine. This evolutionary process works best precisely because many governments concoct ideas on their own, not a few of which prove to be unsuitable in the long run. »

139 Voir par exemple K. STRUMPF, *loc. cit.*, note 136; Jack L. WALKER, « The Diffusion of Innovations among American States » (1969) 63 *American Political Science Review* 880. Breton synthétise les recherches concernant la diffusion des politiques : A. Breton, *op. cit.*, note 115, 235-236.

fédération se fait de façon fluide¹⁴⁰. L'information circule alors rapidement, ce qui réduit à un niveau minimal le délai de diffusion de la politique vers les autres juridictions.

2.1.1.2 Lacunes

Le bien-fondé de la concurrence intergouvernementale ne fait pas l'unanimité. Deux arguments sont fréquemment invoqués à l'encontre du modèle de Tiebout : la difficulté d'application du modèle et la crainte d'effets néfastes. Examinons-les de plus près.

(1) Difficulté d'application du modèle

Plusieurs affirment, avec justesse, selon nous, que les conditions d'une concurrence efficace décrites par Tiebout ne se réalisent jamais dans la pratique¹⁴¹. Dans le choix d'une résidence, par exemple, le citoyen tient compte de facteurs tels que son désir d'habiter à proximité de sa famille, sa capacité d'exporter ses habiletés et le fait que certaines juridictions soient situées trop loin. En ce sens, sa mobilité n'est jamais parfaite. Par ailleurs, les citoyens ne disposent pas d'une information complète – aucun citoyen n'est parfaitement renseigné sur les services qu'il obtient, les services offerts ailleurs, les coûts. Il lui est impossible et trop coûteux d'évaluer et comparer tous ses choix aussi facilement qu'il comparerait, par exemple, des biens de consommation ordinaires. À cet égard, nous faisons nôtre l'affirmation du juge Frank Easterbrook, l'un des pionniers de l'analyse économique du droit aux Etats-Unis qui répond ainsi à la critique que les conditions du modèle de Tiebout sont irréalisables : « True enough, but the market economy does not look like Adam Smith's atomistic competition either. The

140 Cela dépendra de facteurs tels que l'accessibilité de l'information et la capacité des autres juridictions à intégrer l'information et à l'adapter à leur situation particulière, au besoin.

141 Voir Henri I.T. TJONG, « Breaking the Spell of Regulatory Competition. Reframing the Problem of Regulatory Exit » (2002) *Rebels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 66. Voir également W. W. BRATTON et J. A. MCCAHERY, *loc. cit.*, note 134. Les auteurs proposent un modèle basé sur le modèle de Tiebout mais qui tient compte des limites pratiques de celui-ci.

question is not whether we can achieve perfect competition, but how to use the power of competition to deal with the costs of monopoly. »¹⁴²

L'existence d'externalités qui réduisent la concurrence constitue une autre difficulté d'application du modèle. Considérons, par exemple, le domaine environnemental : il est reconnu que la pollution engendre des coûts pour une province (coûts de nettoyage, diminution de la qualité de vie des citoyens, etc.). Pour atténuer ces coûts, les provinces mettent en œuvre des mesures réglementaires qui sont, elles aussi, coûteuses, par exemple l'imposition de pénalités aux entreprises qui polluent les cours d'eau. Ces mesures se traduisent par une diminution de la capacité d'attirer de nouvelles entreprises. Or, si les eaux coulaient à sens unique d'une province à une autre province, la province en amont pourrait se permettre d'adopter une approche laxiste face à la pollution, puisqu'elle n'en subirait pas les conséquences. En termes économiques, la juridiction qui ne subit pas les conséquences de son laxisme n'a pas de motif d'internaliser les coûts ainsi engendrés. La seconde province, elle, se voit obligée d'assumer des coûts associés à une pollution dont elle n'est pas la source. Selon le professeur Albert Breton, la solution au problème des externalités pourrait venir d'une autorité réglementaire supérieure – par exemple, dans une fédération, l'état fédéral – pour stabiliser la concurrence et adopter des normes minimales, obligeant les juridictions à internaliser les coûts de leur réglementation¹⁴³. Nous retiendrons cette possibilité dans la formulation de notre modèle de structure réglementaire¹⁴⁴.

(2) *Effets néfastes*

D'après le modèle de Tiebout, la concurrence entraîne une amélioration globale des normes parce qu'elle pousse les juridictions à améliorer

142 Frank H. EASTERBROOK, « Federalism and European Business Law », (1994) 14 *International Review of Law and Economics* 125, 128.

143 A. BRETON. *loc. cit.*, note 115, 228-262.

144 *Infra*, 3.4.

continuellement le produit législatif¹⁴⁵. Les critiques du concept de concurrence intergouvernementale craignent toutefois qu'une juridiction qui assouplirait ses normes pour en tirer un avantage obligerait les autres à en faire autant pour maintenir leur position concurrentielle. Ainsi, la concurrence est susceptible d'entraîner une « course vers le bas », une détérioration progressive des normes dans toutes les juridictions¹⁴⁶. L'exemple classique est celui de la juridiction qui assouplit sa réglementation environnementale afin d'attirer de nouvelles entreprises¹⁴⁷. Les autres juridictions se sentent obligées d'assouplir la leur davantage, pour rivaliser avec leur voisin. Ceci mène à l'affaiblissement progressif de la réglementation environnementale.

Les études démontrent toutefois que les craintes d'une course vers le bas ne sont pas tout à fait justifiées. Par exemple, en matière de droit corporatif, on reconnaît généralement qu'il existe aux États-Unis une concurrence entre états, dont le meneur est sans contredit le Delaware¹⁴⁸. Certains critiquent le fait que le Delaware a adopté une réglementation excessivement favorable aux dirigeants de sociétés, au détriment des actionnaires, et que plusieurs autres États ont dû adopter cette approche pour maintenir leur compétitivité¹⁴⁹. Cependant, la majorité des études démontrent que les investisseurs ne perçoivent pas les normes du Delaware comme étant désavantageuses à leur égard¹⁵⁰; ce qui avait l'apparence d'une course vers le bas constituait en fait, tout simplement, l'ajustement des règles à un niveau préféré par certaines sociétés et par leurs actionnaires.

145 D. A. KENYON, *loc. cit.*, 128, 20.

146 William L. CARY, « Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware », (1974) 83 *Yale Law Journal* 663.

147 Kirsten H. ENGEL, « State Environmental Standard-Setting: Is There a "Race" and Is It "to the Bottom" ? » (1997) 48 *Hastings Law Journal* 271.

148 Voir la synthèse des arguments à ce sujet dans C. CARPENTIER et J.-M. SURET, « La réglementation des valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 29, 85 à 88.

149 *Loc. cit.*, note 146.

150 Les études en question comportent différents tests qui, notamment, permettent d'évaluer la valorisation des sociétés avant et après sa réincorporation dans un autre état.

De même, certains auteurs affirment que la concurrence n'engendre pas nécessairement un niveau d'innovation optimal. En effet, dans la mesure où l'élaboration de politiques innovatrices nécessite un investissement important (embauche de personnel et recherche, entre autres), chaque juridiction pourrait laisser à une autre le soin d'engager les dépenses nécessaires, et attendre les résultats. Ainsi, à moins d'un incitatif financier puissant pour les juridictions, la possibilité de simplement dupliquer la politique innovatrice dissuade les juridictions d'investir elles-mêmes dans l'innovation¹⁵¹.

La motivation des gouvernements à se faire concurrence est également mise en doute. Pour que la concurrence intergouvernementale fonctionne réellement, les gouvernements doivent être conscients de la concurrence possible et demeurer constamment à l'affût des développements dans d'autres juridictions. De plus, l'élaboration de politiques innovatrices exige un investissement non négligeable de la part des gouvernements. Si, dans un certain domaine, l'enjeu n'est pas suffisamment important, le gouvernement reculera tout simplement devant la concurrence, pour investir ses ressources dans des projets plus rentables. Par exemple, une étude récente démontre qu'au Canada, les provinces n'ont pas d'incitatifs suffisants pour se faire concurrence dans le domaine du droit des sociétés, comme c'est le cas aux États-Unis¹⁵². Notamment, les revenus provenant des droits d'incorporation ne représentent qu'une infime partie des revenus généraux des provinces, et seraient donc insuffisants pour justifier un réel investissement dans une concurrence active entre les provinces dans le domaine du droit corporatif.

151 Christos Kotsogiannis et Robert Schwager, *Policy Innovation In Federal System*, <http://129.3.20.41/eps/urb/papers/0504/0504001.pdf>; W.E. OATES, *loc. cit.*, note 135, 1133; K. STRUMPF, *loc. cit.*, note 136, 208-209.

152 Douglas J. CUMMING et Jeffrey G. MACINTOSH, « The Role Of Interjurisdictional Competition In Shaping Canadian Corporate Law », (2002) 20 *International Review of Law and Economics* 141.

2.1.2 Concurrence par comparaison

La théorie de la concurrence intergouvernementale, bien qu'elle trouve son origine dans le modèle de Tiebout, ne repose désormais plus uniquement sur ce modèle. Plusieurs auteurs ont fait valoir qu'il existe un autre mode de concurrence entre juridictions : la concurrence par comparaison (« *yardstick competition* »)¹⁵³. Ce modèle de concurrence se fonde sur l'idée que les citoyens comparent constamment la performance de leur gouvernement avec celle des autres. Une telle comparaison est d'autant plus possible que l'information circule plus librement que jamais. Il est intéressant de noter que dans le modèle de concurrence par comparaison, les citoyens ne signalent pas leurs préférences par un déplacement physique, comme c'est le cas dans le modèle de concurrence économique, mais en récompensant les bons décideurs par réélection ou promotion, et en sanctionnant les mauvais¹⁵⁴.

Selon Pierre Salmon, pour que la concurrence par comparaison soit possible et efficace, au moins cinq conditions doivent être réunies : (1) l'autonomie d'action des juridictions; (2) la libre circulation de l'information; (3) la volonté des citoyens de connaître cette information; (4) la faculté des citoyens d'exercer leurs choix politiques; (5) la volonté des gouvernements d'avoir recours à la concurrence pour améliorer le sort de leurs citoyens¹⁵⁵. Ces conditions ne sont pas des exigences absolues et exhaustives. Elles représentent plutôt des idéaux, et plus la réalité s'y rapproche, plus la concurrence par comparaison peut être efficace. Salmon soulève à titre d'exemple la démocratisation des pays d'Europe qui s'est

153 Voir par exemple Andrei SCHLEIFER, « A Theory of Yardstick Competition » (1985) 16 *Rand Journal of Economics* 319; Tim BESLEY et Anne CASE, « Incumbent Behavior: Vote Seeking, Tax Setting and Yardstick Competition » (1995) 85 *American Economic Review* 25; Pierre SALMON, « Horizontal competition among governments », mimeo, Université de Bourgogne, février 2005.

154 La doctrine distingue la signalisation par « défection », c'est-à-dire l'exode des citoyens ou des revenus, et la signalisation par « voix », c'est-à-dire le signalement des préférences, par vote ou autrement, sans déplacement physique des citoyens. Voir D. A. KENYON, *loc. cit.*, 128, 14; plus amplement, voir E. MACKAAY, *loc. cit.* note 43, 202.

155 Pierre SALMON, *Comment on interjurisdictional regulatory competition in Canada*, présenté dans le cadre de la Conference on the Effect of Interjurisdictional Competition on Regulation, Heidelberg, 9-11 Juin 2005, mimeo.

finalement concrétisée malgré les limites informationnelles et la résistance de certains décideurs¹⁵⁶.

Toutefois, cet exemple révèle du même coup l'un des effets pervers de la concurrence par comparaison : si les décideurs sont motivés par le désir de promotion ou de réélection et la crainte de sanctions politiques, ils pourraient être tentés de dissimuler les données concernant leur performance et l'information provenant d'autres juridictions – autrement dit, d'entraver la circulation de l'information – afin de dissimuler leur mauvaise performance. Une telle situation rendrait impossible l'évolution saine et efficace de la concurrence par comparaison.

La concurrence par comparaison peut aussi agir à contresens. En Europe, par exemple, pendant de longues années, les gouvernements mesuraient leur performance économique en fonction de celle de l'Allemagne. Or, comme la performance de ce pays était en deçà de son potentiel, les gouvernements environnants se contentaient, eux aussi, d'une performance faible. Ce n'est qu'à compter de l'instant où la presse économique et le public ont fait de la Grande-Bretagne et des États-Unis leurs nouveaux points de référence que les gouvernements européens ont senti la pression pour une réforme de leur réglementation économique¹⁵⁷.

2.2 Concurrence intergouvernementale au Canada

Aux États-Unis et en Europe, la concurrence entre juridictions est intégrée sans arrière-pensée aux relations intergouvernementales et aux discours sur le partage des compétences. Il ne s'agit pas, là-bas, de déterminer si la concurrence existe, mais dans quelle mesure elle peut contribuer au développement des

156 *Id.*,7.

157 Pierre SALMON, « Political Yardstick Competition and Corporate Governance in the European Union », ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 38/2005, Mai 2005, p. 17.

politiques¹⁵⁸. Le Canada étant une fédération, la possibilité d'une concurrence interprovinciale se présente naturellement. Il est donc surprenant de constater que cette possibilité n'est que très rarement envisagée. Elle ne figure pas dans le discours officiel des gouvernements, où le fédéralisme au Canada est surtout présenté en termes de fédéralisme « coopératif » ou « asymétrique », ou de coopération provinciale¹⁵⁹. Pourtant, le Rapport de la Commission Macdonald évoque le potentiel de la concurrence interprovinciale à de nombreuses reprises¹⁶⁰.

La notion de concurrence interprovinciale fait toutefois lentement son chemin dans les milieux académiques et scientifiques. Le fameux article de Ronald Daniels, paru en 1991¹⁶¹, sur la possibilité d'une concurrence interprovinciale en matière d'incorporation de sociétés, abordait le sujet explicitement. L'auteur y faisait remarquer qu'après l'adoption par le gouvernement fédéral d'une loi sur les sociétés par actions, il y a eu une mise à jour des lois provinciales, qui reprenait en grande partie les innovations introduites par la loi fédérale. L'article dresse un parallèle avec le Delaware, et suggère que des mécanismes propres à la concurrence interprovinciale avaient permis la diffusion de la loi fédérale au sein

158 Voir note 132.

159 Voir par exemple Dave HANCOCK, « Designing A New Social Framework For Canadians », *Policy Options*, novembre 1998, p.17.

160 Le Rapport contient d'ailleurs un commentaire séparé du professeur Albert Breton sur le sujet (Rapport de la Commission Macdonald, *loc. cit.* note 134, 554 et suiv.). Les extraits suivants sont tirés du Rapport lui-même : « Il ne faut pas oublier non plus que le développement économique dans les fédérations devrait dépasser celui des États centralisés, en raison des effets bénéfiques de la concurrence dans le secteur public. » (p. 167); « Les tenants du fédéralisme parmi lesquels les commissaires se comptent voient dans le fédéralisme la forme optimale de gouvernement : c'est un système qui permet de contrôler les équilibres plus qu'un gouvernement monolithique dans un état unitaire. La répartition des responsabilités met en évidence les excès ou les inadéquations de n'importe quel gouvernement. Bref, le fédéralisme est un système de gouvernement concurrentiel qui empêche une catégorisation trop étroite des responsabilités constitutionnelles. » (p. 177); « La concurrence entre les gouvernements, le chevauchement des tâches et le double emploi dans les services sont inhérents au fédéralisme. En réalité, ils comptent parmi ses principaux avantages. Une décision politique est susceptible de répondre davantage aux aspirations des citoyens, lorsque ceux-ci peuvent s'adresser à un autre ordre d'autorité si le premier ne tient pas compte de leurs préoccupations, surtout lorsque ces deux ordres de gouvernement rivalisent pour se mériter la confiance des électeurs » (p. 287). Ce dernier passage semble référer à la concurrence par comparaison verticale (rivalités pour les votes à des niveaux de gouvernement hiérarchiques).

161 Ronald DANIELS, « Should Provinces Compete ? The Case for a Competitive Corporate Law Market » (1991) 36 *McGill Law Journal* 130.

des provinces. Douglas Cummings et Jeffrey McIntosh, ont toutefois contesté la thèse de Daniels en soutenant que celui-ci avait surestimé les effets de la concurrence interprovinciale en matière de lois sur l'incorporation des sociétés¹⁶².

Mentionnons également une étude du Fraser Institute sur la réforme fiscale au Canada, qui accorde une place importante au rôle de la concurrence interprovinciale¹⁶³. Les auteurs de l'étude affirment non seulement que ce type de concurrence existe au Canada mais également qu'il serait avantageux de l'encourager davantage. Ils passent ainsi du constat descriptif à une conclusion normative. Un ouvrage exhaustif au sujet de la présumée « course vers le bas » éclaire aussi la théorie de la concurrence interprovinciale, en tentant de démontrer que les craintes d'une telle course sont nettement exagérées¹⁶⁴. L'ouvrage étudie la question dans les domaines fiscal, environnemental et social.

Quant à la concurrence par comparaison, une étude du professeur François Vaillancourt a tenté de vérifier si la pratique confirmait la théorie¹⁶⁵. L'étude examine l'adoption de plusieurs politiques provinciales, notamment les hausses de salaire minimum, l'âge de retraite obligatoire, l'introduction de l'assurance maladie, et l'objectif d'un budget équilibré. Dans chaque cas, l'étude évalue la mesure dans laquelle la concurrence interprovinciale a influencé la prise de décision. L'étude se fonde surtout sur les explications des décideurs sous forme de communiqués de presse et de débats parlementaires. Elle conclut que, parmi les politiques étudiées, quelques-unes seulement ont fait l'objet d'une concurrence interprovinciale : les mesures d'encouragement visant les fonds de capital de risque des travailleurs, l'ouverture des magasins le dimanche et la hausse du salaire minimum. Dans la

162 D.J. CUMMING et J.G. MCINTOSH, *loc. cit.* 152.

163 Finn POSCHMANN et William B.P. ROBSON, « Interprovincial Fiscal Competition in Canada - Theory, Facts, and Options », dans *Tax Reform In Canada, A Path to Greater Prosperity*, Vancouver, The Fraser Institute, 2003 (pp. 175-206).

164 Kathryn HARRISON, *Racing to the Bottom ? Provincial Interdependence in the Canadian Federation*, Vancouver, UBC Press, 2006.

165 François VAILLANCOURT, *Inter-jurisdictional competition in regulation: evidence for Canada at the provincial level*, présenté dans le cadre de la Conference on the Effect of Interjurisdictional Competition on Regulation, Heidelberg, 9-11 juin 2005, mimeo.

plupart des autres cas, l'adoption de politiques identiques ou similaires n'était pas attribuable à la concurrence par comparaison.

L'étude est fort intéressante car elle dresse le portrait d'une approche provinciale plutôt binaire : ou bien les provinces coopèrent entre elles, souvent avec la participation du gouvernement fédéral, pour en arriver à une politique uniforme à l'échelle nationale, ou bien elles agissent de façon indépendante, ignorant les développements dans les autres provinces. Une telle approche limite forcément le rôle de la concurrence interprovinciale. Pourtant, l'étude souligne que les conditions préalables à l'existence d'une concurrence interprovinciale par comparaison sont réunies dans une certaine mesure : nombre suffisamment important de juridictions, autonomie dans l'exercice des compétences, degré d'autofinancement important. L'étude conclut en fait que, si la concurrence interprovinciale est possible en théorie au Canada, elle n'a pas contribué de façon importante au façonnement des politiques dans la plupart des domaines analysés.

Pierre Salmon cherche toutefois à expliquer en partie les résultats de l'étude de Vaillancourt¹⁶⁶. Il corrobore la conclusion à l'effet qu'au Canada, les facteurs favorisant une concurrence interprovinciale assez vigoureuse semblent réunis. Il souligne qu'il peut être difficile de mesurer adéquatement l'effet de la concurrence par comparaison, essentiellement parce que les motifs de l'adoption d'une politique donnée ne sont pas toujours évidents. En effet, la pression exercée par les citoyens pour influencer le processus décisionnel ne se manifeste pas nécessairement dans les débats parlementaires et dans les communiqués de presse. Elle est souvent beaucoup plus subtile. De plus, les annonces ministérielles et les communiqués de presse ne révèlent pas toujours intégralement les motifs des décideurs. La possibilité d'attribuer une décision gouvernementale à la concurrence interprovinciale se trouve donc limitée. Si la preuve utilisée par Vaillancourt ne révèle pas une concurrence interprovinciale

166 P. SALMON, on interjurisdictional regulatory competition in Canada, *loc. cit.*, note 155.

sous-jacente, cela ne signifie pas pour autant que la concurrence n'est pas présente. Autrement dit, l'absence de preuve n'est pas une preuve d'absence.

Au contraire, selon Salmon, le fait que la fédération soit perçue par les provinces comme une zone de libre-échange encourage la concurrence. De plus, l'autonomie dont jouissent les provinces permet l'adoption de politiques différentes d'une juridiction à l'autre¹⁶⁷. Cet environnement politique est propice à la concurrence par comparaison. De plus, la forte représentation électorale favorise la sensibilisation des décideurs aux préférences des citoyens¹⁶⁸. Enfin, le nombre élevé de provinces ayant des intérêts divergents atténue le risque de collusion¹⁶⁹. De fait, certaines études récentes ont décelé un processus de diffusion des normes dans quelques domaines¹⁷⁰.

On peut conclure qu'en règle générale, les études canadiennes récentes conviennent des bienfaits théoriques de la concurrence interprovinciale et de sa présence dans certains cas. Le constat n'est toutefois pas unanime, ni universel. L'analyse de chaque cas individuel, dans chaque domaine où la concurrence est envisagée, reste à faire, car il est impossible d'évaluer les avantages et les inconvénients de la concurrence dans l'abstrait¹⁷¹. Chaque sphère d'activité gouvernementale comporte des objectifs et des restrictions qui lui sont propres. Par exemple, au Canada, la concurrence en matière de droit de l'environnement met en cause non seulement des questions d'externalité, mais également des contraintes constitutionnelles. La concurrence en matière de droits de la personne pourrait également ne pas convenir, l'objectif étant d'adhérer à des normes universelles et stables, et non de favoriser les variations au sein d'un même pays.

167 *Id.*, 8.

168 *Id.*

169 *Id.*

170 En matière de politique d'exportation des eaux, voir B. Timothy HEINMILLER, « Harmonization through emulation: Canadian federalism and water export policy » (2003) 46 *Canadian Public Administration* (vol.4) 495. Le recueil de Kathryn Harrison (*op. cit.*, note 164) contient également de nombreux exemples.

171 Rapport de la Commission Macdonald, *loc. cit.*, note. 135, p.177.

Dans le domaine des valeurs mobilières, il y a donc lieu de vérifier la présence des conditions préalables à la concurrence et, le cas échéant, d'en étudier les avantages et les coûts précis.

2.2.1 Théorie appliquée au domaine des valeurs mobilières

Nous verrons d'abord que le domaine des valeurs mobilières se prête à la concurrence interprovinciale. Ensuite, nous ferons état des études sur l'étendue et les conséquences de cette concurrence à l'échelle internationale. Enfin, nous discuterons des perspectives de la concurrence dans la réglementation des valeurs mobilières en tant que modèle normatif.

2.2.1.1 Le droit des valeurs mobilières se prête à la concurrence

En théorie, le domaine des valeurs mobilières se prête bien à la concurrence intergouvernementale et ce, pour au moins trois raisons. D'abord, le capital financier est beaucoup plus mobile que ne l'est l'être humain¹⁷². L'argent transige par voie électronique et les valeurs mobilières ne font l'objet d'aucun déplacement physique. La migration du capital permet alors de signaler les préférences des émetteurs et des investisseurs quant au choix réglementaires offerts par les juridictions. Par conséquent, la mobilité restreinte des personnes, qui limite l'application de la concurrence intergouvernementale dans les politiques sociales, ne représente pas un obstacle ici.

Ensuite, l'information est facilement accessible et s'échange à moindre coût dans le domaine financier. Des milliers d'analystes spécialisés étudient en temps réel les développements tant législatifs que financiers. Ainsi, les coûts informationnels ne représentent pas un obstacle non plus.

172 Joel P. TRACHTMAN, « Regulatory Competition and Regulatory Jurisdiction in International Securities Regulation », (11 novembre 1999), <http://ssrn.com/abstract=193688>, p.12.

Enfin, sur le plan des incitatifs, les gouvernements sont fortement motivés à performer sur la scène internationale à cause de l'importance des enjeux. Si la plupart des pays du monde ne peuvent prétendre concurrencer vraiment le marché américain, du moins souhaitent-ils conserver leur part de marché, encourager le développement de leur marché financier national et assurer un certain niveau de compétence et de crédibilité à l'échelle internationale¹⁷³. La gestion active de la réglementation financière est une priorité pour les gouvernements. Par exemple, Israël est un pays qui dépend énormément des entreprises du domaine du savoir. Il a tout intérêt à ce que son système réglementaire facilite le financement de ces entreprises. De fait, le pays a réussi à développer une réglementation qui lui est propre, et qui sert aujourd'hui de modèle dans plusieurs autres pays soucieux, eux aussi, d'aider le financement de leurs entreprises dans ce domaine¹⁷⁴. De même, l'économie de la plupart des provinces canadiennes est tributaire en grande partie du succès des PME. Les provinces ont par conséquent adopté une réglementation axée sur le financement de ces entreprises¹⁷⁵.

En somme, la mobilité du capital, l'accessibilité de l'information dans le domaine financier et l'importance d'un marché financier dynamique et efficace pour les pays industrialisés, tout comme pour les pays en voie de développement, font en sorte que le domaine des valeurs mobilières se prête bien, en théorie, à la concurrence intergouvernementale. Examinons à présent dans quelle mesure cette concurrence existe sur la scène internationale.

2.2.1.2 Convergence ou concurrence

La question qui se pose généralement dans les études internationales est de savoir si les normes de valeurs mobilières convergent ou, au contraire,

173 *Id.*, 11.

174 Cécile CARPENTIER, et Jean-Marc SURET, 2004, « Création et financement des entreprises technologiques : les leçons du modèle israélien », CIRANO, Série Scientifique, 2004RP-20.

175 *Supra*, 1.1.2.2. Voir aussi C. CARPENTIER et J.-M. SURET « La réglementation des valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 29, 70-71.

demeurent diversifiées¹⁷⁶. La question est importante car la convergence des normes pourrait être due à un désintérêt de la communauté internationale envers la concurrence. En l'espèce, les études font état d'une convergence des normes dans la plupart des aspects de la réglementation des valeurs mobilières : réglementation des délits d'initiés, normes de divulgation, normes comptables¹⁷⁷. En matière de divulgation, ce sont les normes américaines qui font figure de référence. La convergence résulte de la décision délibérée de certains pays d'adopter un modèle qui a fait ses preuves ailleurs¹⁷⁸, ou tout simplement d'assurer l'accès au marché américain¹⁷⁹. Par exemple, les réformes canadiennes suite au scandale Enron reproduisent essentiellement les réformes américaines¹⁸⁰. Toutefois, pour les normes comptables, la plupart des pays du monde se dirigent, de façon concertée, vers l'adoption des principes comptables internationaux mis de l'avant par le Comité international de normalisation de la comptabilité, exception faite des États-Unis qui demeurent attachés aux *Generally Accepted Accounting Principles* américains. Les normes de gouvernance d'entreprise, pour leur part, demeurent fort diversifiées d'un pays à l'autre, probablement à cause des différences culturelles et historiques entre les pays¹⁸¹.

Certains pourraient interpréter la convergence des normes comme une preuve que les pays souhaitent rapprocher, voire uniformiser, leur réglementation des valeurs mobilières, autrement dit s'éloigner de la diversité et de l'innovation que la concurrence intergouvernementale favorise¹⁸². Mais la convergence des

176 Lucian Arye BEBCHUK et Mark J. ROE, « A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance », (1999) 52 *Stanford Law Review* 127; Douglas M. Branson, « The Very Uncertain Prospect of "Global" Convergence in Corporate Governance », (2001) 34 *Cornell International Law Journal* 321; Amir LICHT, « International Diversity in Securities Regulation : Roadblocks on the Way to Convergence », (1998) 20 *Cardozo Law Review* 227.

177 A. LICHT, *id.*, 231 et suiv.

178 Mark GILLEN et Pittman POTTER, « The Convergence of Securities Laws and Implications for Securities Markets », (1998) 24 *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation* 83.

179 Eric J. PAN, « Harmonization of U.S.-E.U. Securities Regulation : The Case for a Single European Securities Regulator », (2003) 34 *Law and Policy in International Business* 499.

180 R. COX, *loc. cit.*, note 107.

181 A. LICHT, *loc. cit.*, note 176, 243.

182 Robert A. PRENTICE, « Regulatory Competition In Securities Law: A Dream That Should Be Deferred », 66 *Ohio State Law Journal* 1155, 1224 et suiv.

normes ne signifie pas nécessairement l'absence de concurrence. Les normes évoluent sans cesse. Une norme dominante aujourd'hui peut devenir obsolète demain, et vice versa. Le dynamisme du processus réglementaire empêche donc de conclure avec finalité que la convergence des normes est irréversible. Tant que les pays conservent leur souveraineté, ils peuvent à tout moment décider de se démarquer et de s'aligner vers une autre tendance, si c'est à leur avantage.

La convergence peut même découler de la concurrence. Par exemple, les lois sur les valeurs mobilières de Singapour et de la Malaisie s'inspirent de la loi australienne, tandis que la loi japonaise est calquée sur la loi américaine¹⁸³. Ces choix sont délibérés, et ils démontrent la réceptivité des pays à l'égard de ce qui se fait ailleurs. Cette réceptivité peut être motivée par la volonté d'un pays d'augmenter sa part de marché, ce qui ressemble à de la concurrence économique; ou de signaler l'intention d'un pays en voie de développement de maintenir la cadence des pays dont la réglementation est reconnue, un phénomène qui s'apparente à la concurrence par comparaison. Quels qu'en soient les motifs, la diffusion des normes découle bel et bien de la concurrence¹⁸⁴. La concurrence est donc un phénomène réel dans le domaine des valeurs mobilières¹⁸⁵. Il reste à savoir si elle peut constituer un modèle normatif.

2.2.1.3 Normativité du modèle de concurrence dans le domaine des valeurs mobilières

La doctrine soulève depuis plusieurs années la question de l'opportunité de cette concurrence : devrait-on la favoriser à l'échelle internationale, ou devrait-on au contraire encourager les États à se concentrer sur une harmonisation concertée

183 M. GILLEN et P. POTTER, *loc. cit.*, note 178.

184 *Id.*

185 *Id.*; aussi J. Trachtman, *loc. cit.*, note 172. Contra, voir R. PRENTICE, *loc. cit.*, note 182. Cet article se concentre toutefois presque uniquement sur la concurrence économique, sans même aborder la concurrence par comparaison.

de la réglementation ? Deux écoles de pensée s'affrontent, l'une en appui et l'autre en opposition à la concurrence entre pays dans le domaine des valeurs mobilières.

Les principaux modèles de concurrence intergouvernementale sont proposés par Roberta Romano¹⁸⁶ ainsi que Stephen Choi et Andrew Guzman¹⁸⁷. Ces auteurs soutiennent que les sociétés devraient pouvoir choisir le régime juridique qui leur sera applicable parmi celui de plusieurs pays. Les pays se feraient donc concurrence pour attirer l'inscription des sociétés ouvertes. Ces dernières auraient ainsi accès à de meilleures options, qui reflètent mieux leurs préférences.

Un axiome central de la théorie de la concurrence intergouvernementale dans le domaine des valeurs mobilières est que le prix d'une valeur mobilière reflète non seulement la performance de la société émettrice, mais également la robustesse et la fiabilité du régime juridique auquel le titre est assujéti¹⁸⁸. Ainsi, toutes proportions gardées, les titres régis par une réglementation opaque ou favorisant excessivement les sociétés au détriment des investisseurs, auront une valeur diminuée par rapport à ceux qui sont soumis à une réglementation des valeurs mobilières plus sophistiquée¹⁸⁹. Le choix de la juridiction par l'émetteur témoigne de son intention d'être assujéti au droit d'une juridiction plutôt qu'à celui d'une autre. Ce choix est évidemment guidé par les préférences anticipées des investisseurs, qui recherchent en outre un régime juridique stable et efficace. Le choix de la juridiction signale donc les préférences à la fois des investisseurs et des émetteurs¹⁹⁰.

186 Roberta ROMANO, « The Need for Competition in International Securities Regulation » (2001) 2 *Theoretical Inquiries in Law* 387; Roberta ROMANO, « Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation », (1998) 107 *Yale Law Journal* 2359; Stephen J. CHOI et Andrew T. GUZMAN, « Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation », (1998) 71 *Southern California Law Review* 903.

187 S. CHOI et A.T. GUZMAN, *id.*

188 Venkat R. ELESWARAPU et Kumar VENKATARAMAN « The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis », (2006) 19 *Review of Financial Studies* 1081.

189 R. ROMANO, *loc. cit.*, note 186, 493. Cette prémisse est confirmée par une étude empirique récente : R.LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES et A. SHLEIFER, *loc. cit.*, note 82.

190 R. ROMANO, *loc. cit.*, note 186, 393.

Si les juridictions se faisaient concurrence, cela devrait résulter en un accroissement de l'innovation dans le développement des normes et en une panoplie d'options pour les émetteurs¹⁹¹. Les titres sont attirés vers les régimes juridiques adaptés à leurs besoins, ce qui devrait leur assurer une meilleure évaluation et, par conséquent, des coûts de financement plus bas¹⁹². Ainsi, la concurrence devrait être encouragée parce qu'elle favorise l'innovation des régimes juridiques et des règlements adaptés aux besoins du marché.

La mécanique de concurrence optimale suggérée par la professeure Romano diffère de celle de Choi et Guzman. Selon Romano, le choix d'une juridiction d'incorporation devrait déterminer le régime de valeurs mobilières, ce qui permettrait aux juridictions d'intégrer leur régime de droit corporatif et celui de droit des valeurs mobilières. Choi et Guzman vont plus loin, suggérant un choix de juridiction entièrement libre. Selon leur proposition, une société incorporée au Canada pourrait effectuer un placement international même en étant inscrite en France seulement¹⁹³.

Les positions de Romano, Choi et Guzman ne font pas l'unanimité. De nombreux experts critiquent sévèrement l'idée d'encourager la concurrence intergouvernementale dans le domaine des valeurs mobilières¹⁹⁴. Certains contestent la prémisse de base de Romano, Choi et Guzman, à l'effet que la valorisation de la robustesse du régime des valeurs mobilières d'une juridiction peut s'intégrer au prix des actions¹⁹⁵. Ils affirment également que dans un régime concurrentiel, les coûts informationnels seraient trop élevés, parce que les

191 *Id.*, 393-394.

192 S. CHOI et A.T. GUZMAN, *loc. cit.*, note 186, 916.

193 Les auteurs qualifient ce modèle de « portable reciprocity ».

194 Merritt FOX, « *The Issuer Choice Debate* », (2001) 2 *Theoretical Inquiries in Law* 563; Uri GEIGER, « *The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market* » (1997) *Columbia Business Law Review* 241; R. PRENTICE, précité, note 182; Frederick TUNG, « *Lost in Translation: From U.S. Corporate Charter Competition to Issuer Choice in International Securities Regulation* », (2005) 39 *Georgia Law Review* 525.

195 James D. COX, « *Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets* », (1999) 99 *Columbia Law Review* 1200, 1234.

investisseurs devraient engager des frais supplémentaires pour comparer l'information de différentes juridictions, présentée dans un format et avec un contenu non standardisé¹⁹⁶. Ces frais seraient excessifs, et les investisseurs préféreraient une réglementation *moins* spécialisée mais plus uniforme. La difficulté pratique d'entamer des poursuites lorsque l'émetteur et l'investisseur se trouvent dans des pays différents fait également obstacle à l'application du modèle. Il y a des risques d'une course vers le bas¹⁹⁷. Enfin, la majorité des États n'auraient pas suffisamment d'incitatifs pour investir dans l'innovation réglementaire dans le domaine des valeurs mobilières, notamment car il est beaucoup plus coûteux de développer et de mettre à jour un corpus législatif concurrentiel que de tout simplement dupliquer la législation américaine¹⁹⁸.

Une variante de la concurrence intergouvernementale dans le domaine des valeurs mobilières a également été envisagée au sein de l'Union européenne. Là, les normes de base relatives aux valeurs mobilières sont harmonisées, mais une certaine diversité persiste. La reconnaissance réciproque des régimes juridiques a créé une forme de concurrence, mais les nombreuses exceptions font en sorte qu'il est trop facile d'y faire échec¹⁹⁹. La concurrence dans le domaine des valeurs mobilières, en tant que modèle normatif, n'a pas été véritablement testée en Europe parce que dans l'esprit de plusieurs, ce système constitue en fait un compromis devant l'impossibilité d'uniformiser l'ensemble des normes à l'échelle européenne²⁰⁰. L'idéal aurait été, d'après les participants, la création d'un marché des valeurs mobilières européen unique et intégré, une commission européenne

196 J. TRACHMAN, *loc. cit.*, note 172, 23; U. GEIGER, *loc. cit.*, note 194, 301-302.

197 U. GEIGER, *id.* 290; M. FOX, *loc. cit.*

198 Voir par exemple, Frederick TUNG, « From Monopolists to Markets?: A Political Economy of Issuer Choice in International Securities Regulation » 2002 *Wisconsin Law Review* 1363; R. COX, *loc. cit.*, note 107.

199 Howell E. JACKSON et Eric J. PAN, « Regulatory Competition In International Securities Markets: Evidence From Europe In 1999--Part I » (2001) 56 *Business Lawyer* February 653, 681-682.

200 C. CARPENTIER et J.-M. SURET, « La réglementation des valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 29, 100 à 109; Ian ROBERGE, *Fighting the Joint-Decision Trap : Canadian Regulation in the Securities Industry*, Conférence de l'Association canadienne de science politique, 2005, www.cpsa-acsp.ca/papers-2005/Roberge.pdf, p. 21.

des valeurs mobilières²⁰¹. De plus, la pratique démontre que les sociétés européennes ont tendance à ne pas se prévaloir des choix européens, préférant sciemment se conformer aux normes américaines²⁰².

Le professeur Joel Trachtman synthétise les arguments de part et d'autre du débat et formule une position nuancée²⁰³. Selon lui, il importe de reconnaître à la fois les avantages et les limites de la concurrence intergouvernementale dans le domaine des valeurs mobilières. Ainsi, les modèles de Romano, Choi et Guzman permettent de faire avancer le débat sur le plan théorique mais sont trop extrêmes pour être entièrement réalisables dans la pratique. Fait intéressant, Trachtman soutient que les juridictions au sein d'une fédération pourraient s'engager dans une concurrence des valeurs mobilières, le gouvernement central agissant comme agent de stabilisation.

Voyons à présent comment la notion de concurrence intergouvernementale dans le domaine des valeurs mobilières a été reçue au Canada.

2.3 Concurrence intergouvernementale dans le domaine des valeurs mobilières au Canada et régime de passeport

Le plus souvent, le débat oppose deux camps aux positions bien tranchées. Le premier soutient que l'harmonisation est en voie de réalisation à l'intérieur de la structure actuelle. C'est l'argument maintenu depuis longtemps par les ACVM, à l'exception de l'Ontario. Le second souhaite la création d'une commission nationale des valeurs mobilières en vertu d'une loi fédérale applicable dans tout le pays. En 2002, le professeur Douglas Harris a présenté, pour le compte du Capital Markets Institute de l'Université de Toronto, un document intitulé « A Symposium

201 Voir par exemple Roberta S. KARMEL, « The Case for a European Securities Commission », (1999) 38 *Columbia Journal of Transnational Law* 9; Karen M. SMITH, « The need for centralized securities regulation in the European Union », (2000) 24 *Boston College International and Comparative Law Review* 205.

202 H. E. JACKSON et Eric J. PAN, *loc. cit.*, note 199.

203 J. TRACHTMAN, *loc. cit.*, note 172.

on Canadian Securities Regulation : Harmonization or Nationalization ? »²⁰⁴. Le titre en dit long sur la façon dont les participants perçoivent les enjeux, comme si les deux seuls choix possibles étaient l'harmonisation du droit provincial et la nationalisation. Entre ces deux extrêmes, la possibilité d'une concurrence interprovinciale est souvent occultée, ce qui explique pourquoi le document de M. Harris évoque la nécessité d'approfondir l'analyse de la concurrence interprovinciale dans le domaine des valeurs mobilières²⁰⁵. Quelques auteurs ont abordé le sujet : Carpentier et Suret²⁰⁶, Anita Anand et Peter Klein²⁰⁷, Neil Mohindra²⁰⁸ et Jeffrey MacIntosh²⁰⁹, ont fait état du potentiel de la concurrence interprovinciale. Carpentier et Suret notamment ont effectué un travail de synthèse important et ont offert plusieurs pistes d'analyse. MacIntosh a aussi proposé les contours d'une structure réglementaire concurrentielle.

À l'opposé, plusieurs rejettent expéditivement l'idée même de concurrence interprovinciale. L'ancien président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario va jusqu'à la qualifier d'« ignoble »²¹⁰. Le Rapport du Comité des personnes averties n'y prête pas une attention sérieuse, s'appuyant plutôt sur le cliché que la concurrence perpétue la fragmentation du marché et qu'elle est susceptible d'engendrer une course vers le bas²¹¹. Le document du Groupe Crawford²¹² n'en fait même pas mention. Une des études de Charles River

204 *Loc. cit.*, note 2.

205 *Id.*, 84-85.

206 *Loc. cit.*, note 29.

207 Anita Indira ANAND et Peter Charles KLEIN, « Inefficiency and path dependency in Canada's securities regulation system: Towards a reform agenda » (2005) 42 *Canadian Business Law Journal* 41 (juin).

208 Neil MOHINDRA, « Securities Market Regulation in Canada », dans *Critical Issues Bulletin 2002*, Fraser Institute.

209 Jeffrey MACINTOSH. « A National Securities Commission for Canada? », dans Thomas J. COURCHENE et Edwin H. NEAVE, eds., *Reforming the Canadian Financial Sector: Canada in Global Perspective*, Kingston, Ontario: John Deutsche Institute for the Study of Economic Policy, 1997. Plus récemment, voir aussi Jeffrey MACINTOSH, soumission présentée au CPA, 2003, http://www.wise-averties.ca/submitted_en.asp?file=sub_mac_int.

210 Le mot utilisé en anglais était « demeaning ». Voir Richard BLACKWELL, « Regulatory reform a 'political' task », *Globe and Mail*, 9 mars 2002, B3.

211 COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *loc. cit.*, note 3, 59-60.

212 *Loc. cit.*, note 6.

Associates l'envisage avec scepticisme²¹³. On trouve des arguments un peu plus élaborés notamment chez Doug Harris, qui doute lui aussi de la faisabilité de la concurrence interprovinciale dans le domaine des valeurs mobilières²¹⁴.

Or, comme le Canada est composé de plusieurs juridictions et que le domaine des valeurs mobilières se prête à la concurrence intergouvernementale, il y a lieu d'étudier en détail l'applicabilité de la théorie à ce pays. Nous verrons qu'une concurrence interprovinciale peut effectivement générer des résultats supérieurs à ceux du régime actuel *et* à ceux d'une réglementation uniforme par le fédéral. Nous proposerons donc un modèle permettant de réaliser le potentiel de la concurrence interprovinciale : un régime de passeport, auquel se superpose une réglementation fédérale ponctuelle dans certains domaines afin de corriger les lacunes de la concurrence.

213 *Loc. cit.* note 55, 542.

214 Doug HARRIS, « Passport flaws », *National Post*, vendredi, 5 mars 2004. Voir également la brève référence au potentiel de la concurrence interprovinciale dans le domaine des valeurs mobilières, dans Robert LECKEY et Eric WARD, « Taking Stock : Securities Markets and the Division of Powers », (1999) 22 *Dalhousie Law Journal* (Vol. 2), 250, 262.

3. Modèle proposé : une véritable concurrence interprovinciale augmentée d'une intervention fédérale

Commentant le régime actuel, un article mentionne le potentiel de concurrence interprovinciale au Canada, mais fait remarquer que

« [...] The choice of forum theorists do not contemplate concurrent compliance with all the competing regimes in a federation but, obviously, a choice between them. In Canada, in the absence of federal regulation of securities, instead of having a competitive market of different, innovative regimes, one province, Ontario, dominates and sets standards for the others. Given that companies wishing to distribute their securities in other provinces must still comply with the requirements of those provinces, Ontario does not operate as a Delaware for securities regulation »²¹⁵.

La position des auteurs, concernant la domination de l'Ontario, mérite d'être nuancée quelque peu, à la lumière des exemples d'innovation provinciale (voir *supra* 1.1.2.3). Nous souscrivons toutefois à leur conclusion principale, à l'effet que le régime actuel ne met en valeur aucun des avantages de la concurrence parce que les provinces conservent en grande partie leur monopole réglementaire.

Nous suggérons donc un modèle de concurrence interprovinciale réelle et vigoureuse, stabilisée par l'intervention du gouvernement fédéral. Un tel modèle devrait, selon nous, permettre une répartition efficace des compétences provinciales et fédérales et minimiser les désavantages de la concurrence. Nous verrons que les conditions préalables à sa mise en place sont réunies (3.1). Nous démontrerons que ce modèle passe par un régime de passeport, c'est-à-dire un régime où la réglementation d'une province est valable partout au Canada. Nous décrirons brièvement ce régime et le distinguerons de celui proposé actuellement par les ACVM (3.2). Nous estimerons ensuite les coûts d'un tel régime (3.3). Nous

215 R. LECKEY et E. WARD, *id.*

suggererons des sphères d'activité qui devraient faire l'objet d'une réglementation au fédéral, superposée à la concurrence interprovinciale (3.4). Enfin, nous dresserons le portrait global de la structure ainsi proposée (3.5).

3.1 Les conditions préalables à la concurrence sont réunies

Tel que mentionné précédemment (*supra*, 2.2.1), la mobilité du capital rend possible la concurrence dans le domaine des valeurs mobilières. Il reste à savoir si les incitatifs sont suffisamment importants pour engager les gouvernements provinciaux ou les ACVM dans le jeu de la concurrence interprovinciale, et si l'industrie serait réceptive à une telle concurrence. Nous examinons ces questions ci-dessous.

3.1.1 Incitatifs des gouvernements provinciaux

Les provinces canadiennes sont-elles motivées à se faire concurrence dans la réglementation des valeurs mobilières ? Avant d'aborder cette question, il convient de se demander quel serait l'objet de la concurrence, car différentes sphères de concurrence sont possibles. Dans chaque cas, les acteurs diffèrent, tout comme les enjeux et les effets. Nous étudions le potentiel de concurrence économique et de concurrence par comparaison, à la fois entre les provinces et entre les commissions de valeurs mobilières.

3.1.1.1 Incitatifs pour la concurrence économique

Rappelons que la concurrence économique vise à accroître les revenus. Dans le domaine des valeurs mobilières, deux catégories de revenus sont possibles : les revenus directs provenant des frais de services, et les revenus indirects. Nous verrons que la première n'est pas susceptible d'inciter les provinces ou les commissions, mais que la seconde peut le faire.

(1) *Concurrence ayant pour objet les frais de services*

En théorie, les revenus provenant des frais de services prélevés régulièrement auprès des sociétés et des courtiers inscrits pourraient constituer une forme d'incitatif pour les provinces. Celles-ci souhaiteraient attirer le maximum de sociétés et de courtiers afin d'accroître leurs revenus. Le parallèle avec le Delaware est tentant. L'État du Delaware tire une part importante de ses revenus des frais d'incorporation des sociétés. Les chiffres diffèrent selon les études, mais tous s'entendent pour affirmer qu'ils sont énormes – dans les centaines de millions de dollars – et qu'ils représentent un pourcentage élevé des revenus totaux du Delaware²¹⁶. Cette situation fait en sorte que l'État dépend en grande partie du succès de sa réglementation en la matière, ce qui constitue un incitatif important pour lui²¹⁷. Toutefois, dans le domaine des valeurs mobilières au Canada, le potentiel d'une concurrence visant à augmenter les frais de services n'est pas significatif en raison du manque d'incitatifs pour les gouvernements provinciaux et pour les ACVM.

Incitatifs provinciaux : revenus monétaires négligeables

Dans le domaine de l'incorporation des sociétés, Jeffrey Macintosh et Douglas Cummings ont fait valoir que la concurrence en matière de frais d'usagers était limitée au Canada, essentiellement parce que les revenus d'incorporation y sont faibles – de l'ordre de quelques millions seulement pour les grandes provinces et le fédéral²¹⁸. Même évalués avec optimisme, les revenus ne représentent qu'une infime partie des entrées de fonds annuelles de ces juridictions. Le coût des initiatives innovatrices diminue la rentabilité d'un investissement du gouvernement dans ce domaine, ce qui rend peu probable

216 Voir Lucian Arye BEBCHUK et Assaf HAMDANI, « Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters » (2002) 112 *Yale Law Journal* 553, 583; D. J. CUMMING et J. G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 152, 146.

217 Roberta ROMANO, « Law as Product : Some Pieces of the Incorporation Puzzle », (1985) 1 *Journal of Law, Economics and Organization* 225.

218 CUMMING et MACINTOSH, *id.*, 148.

l'existence d'une concurrence vigoureuse au Canada en matière d'incorporation de sociétés²¹⁹.

L'argument pourrait être transposé dans le domaine des valeurs mobilières. Les revenus provenant des frais de service sont variables d'une province à l'autre. Les plus élevés sont d'environ 78 millions de dollars pour l'Ontario, 34 millions pour le Québec, 27 millions pour la Colombie-Britannique et 20 millions pour l'Alberta²²⁰. Les revenus des petites provinces sont de beaucoup inférieurs. Les frais de services exigés par les commissions ne représentent donc qu'un très faible pourcentage des revenus annuels des provinces, qui atteignent, eux, les milliards de dollars. Même si les provinces pouvaient en théorie s'accaparer une plus grande part du marché, leur dépendance aux revenus de frais de services n'augmenterait pas de façon significative. Sur la base de ce constat, il est peu probable que les gouvernements provinciaux soient incités à dépenser des sommes considérables pour concurrencer l'un avec l'autre dans le seul but d'accroître les revenus provenant des frais de service²²¹.

Incitatifs pour les ACVM : incompatibilité avec leur rôle présumé

Si l'on considère non pas les gouvernements provinciaux mais les commissions de valeurs mobilières comme les acteurs dans la concurrence interprovinciale, l'incitatif devient cependant beaucoup plus important. Pour les grandes commissions, les quelques dizaines de millions de dollars en frais de services constituent la quasi-totalité de leur budget annuel. Selon la théorie des choix collectifs (« public choice »), les ACVM chercheraient à accroître leur pouvoir et les dirigeants au sein de ces organismes chercheraient à faire progresser leur

219 *Id.*, 148-149.

220 BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, Annual Report 2005, http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/2005_Annual_Report.pdf; ONTARIO SECURITIES COMMISSION, Annual Report 2005, http://www.osc.gov.on.ca/About/AnnualRpt/rpt_2005-osc-en.pdf; AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, Rapport Annuel 2005, http://www.lautorite.qc.ca/bulletin-publications/AMF_Rapport_annuel_2004-2005.

221 Frederick Tung, *loc. cit.*, note 194, argumente de façon analogue en ce qui a trait à la concurrence à l'échelle internationale.

carrière²²². Si tel est le cas, les appâts financiers, preuves de la bonne performance des dirigeants, peuvent constituer un incitatif important.

La possibilité d'une concurrence entre ACVM se heurte toutefois à la perception, autant dans l'industrie qu'au sein des ACVM, que les frais perçus par les commissions ne doivent pas servir à enrichir les coffres de l'État, mais plutôt à couvrir les coûts de la réglementation²²³. D'ailleurs, les commissions du Québec, de l'Ontario et de la Colombie-Britannique ont annoncé récemment une diminution des frais de service, justement à cause de l'aversion des ACVM et de l'industrie pour l'accumulation de surplus gouvernementaux²²⁴. Or, si les ACVM ou les provinces ne peuvent conserver leurs surplus, il n'y a plus de réelle incitation pour s'accaparer une plus grande part de marché des frais de services.

On affirme généralement que le rôle des ACVM n'est pas d'accumuler les revenus, mais de fournir un service public. Ainsi, l'accent que met la concurrence interprovinciale sur la mise en place d'incitatifs purement monétaires ébranle notre conception collective du rôle présumé des élus et des fonctionnaires de l'État. C'est peut-être à cela que faisait allusion l'ancien président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, lorsqu'il qualifiait d'ignoble la concurrence dans le domaine²²⁵.

En bref, la concurrence pour les frais de services ne constitue pas un incitatif de concurrence adéquat : pour les gouvernements provinciaux, les revenus provenant de ces frais ne représentent qu'une maigre part des budgets et pour les ACVM, le consensus du milieu vise la diminution, non l'accumulation de ces frais. Toutefois, l'accroissement des revenus *indirects* semble être un incitatif plus prometteur.

222 Pour une discussion de la théorie des choix collectifs, voir E. MACKAAY, *loc. cit.*, note 43.

223 John F. CHANT et Neil Mohindra, « Commissions Unbound The Changed Status of Securities Regulators in Canada », dans *Critical Issues Bulletin 2001*, Fraser Institute, pp. 41-42.

224 Colombie-Britannique: surplus de 27 millions \$; Ontario: surplus de 78 millions \$; Québec : surplus de 34 millions \$. Chiffres tirés de rapports annuels des organismes respectifs, *loc. cit.*, note 220.

225 *Supra*, note 210.

(2) *Accroissement des revenus indirects*

Nous entendons par « revenus indirects » les revenus découlant de l'établissement de l'industrie des services financiers dans une juridiction donnée : ceux provenant de la présence de cabinets d'avocats, de firmes d'investissement, d'analystes, de bourses et systèmes de négociation parallèle. Les revenus indirects peuvent contribuer de façon importante à l'économie. Bien que le marché canadien soit plus modeste que le marché américain, l'impact des revenus indirects sur les provinces est indéniable²²⁶. Les revenus de l'industrie des valeurs mobilières ont, depuis l'an 2000, dépassé les 10 milliards de dollars par année²²⁷, ce qui constitue une base de revenus imposables immense pour les gouvernements. Par exemple, à Toronto, le secteur financier génère 10 % des emplois; la moitié des 208 firmes de courtage canadiennes y ont leur siège social²²⁸. Ces chiffres expliquent d'ailleurs peut-être l'insistance de l'Ontario à créer une commission de valeurs mobilières nationale, et son opposition à la concurrence interprovinciale : la création d'une commission nationale, dont la place d'affaires principale serait située à Toronto, renforcerait le secteur financier torontois, tandis que la concurrence interprovinciale rendrait la province vulnérable à une réduction de sa part de marché.

La capacité d'accroître les revenus indirects constitue donc un incitatif puissant pour les provinces. D'ailleurs, cet incitatif n'est pas propre au domaine des valeurs mobilières. Les provinces tentent d'accroître leurs revenus dans plusieurs autres domaines économiques, en adoptant une réglementation attrayante pour l'industrie. Pensons par exemple aux industries de l'automobile, des hautes technologies, pharmaceutique et aérospatiale. L'industrie des valeurs

226 J. MACINTOSH, soumission présentée au CPA, *loc. cit.*, 209.

227 MINISTÈRE DES FINANCES, « L'industrie canadienne des valeurs mobilières », *loc. cit.*, note 15.

228 VILLE DE TORONTO, *Toronto's Financial Services Cluster—A Review*, 2001, http://www.toronto.ca/business_publications/finance_review.pdf; TORONTO FINANCIAL SERVICES ALLIANCE, Présentation en réponse à la consultation sur l'Examen de 2006 de la législation du secteur financier du ministère des Finances Canada, mai 2005, http://www.fin.gc.ca/consultresp/06Rev_22f.

mobilières n'échappe pas à cette réalité, favorisant ainsi l'émergence d'un climat concurrentiel.

3.1.1.2 Concurrence par comparaison

Comme nous l'avons souligné plus haut (*supra*, 2.1.2), la concurrence par comparaison émane de la pression exercée par les acteurs de l'industrie des valeurs mobilières, y compris les investisseurs, pour améliorer le produit législatif. La pression est palpable partout : les appels à l'harmonisation, les plaintes de l'industrie quant aux coûts excessifs, la comparaison avec les développements américains et australiens. D'ailleurs, pour tous les gouvernements, la force de l'économie est en grande partie fonction de la vitalité et du dynamisme des marchés financiers qui, à leur tour, dépendent de la qualité de la réglementation²²⁹. Tous souhaitent donc une réglementation des valeurs mobilières bien conçue, moderne et efficace.

Les voix de l'industrie interpellent les gouvernements provinciaux aussi bien que les commissions de valeurs mobilières. Le vote des citoyens pourrait également avoir un effet : de plus en plus de citoyens sont des investisseurs et ont ainsi un intérêt dans l'efficacité du marché. S'ils sont généralement moins bien informés que les institutions financières, ils gardent tout de même l'œil ouvert sur les développements en matière de valeurs mobilières. La fréquence élevée des scandales financiers oblige tant les gouvernements que les commissions à mettre en œuvre des réformes. La réaction américaine aux scandales Enron et

229 Sur l'importance des marchés financiers au Canada, voir Gordon BOISSONNEAULT, « La relation entre les marchés des capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada », monographie présentée au CPA, 24 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_2.pdf. Plus généralement, voir Bernard S. BLACK, « The Legal And Institutional Preconditions For Strong Securities Markets », (2001) 48 U.C.L.A. Law Review 781, 836-837.

WorldCom, par exemple, est à l'origine de plusieurs réformes législatives au Canada²³⁰.

De plus, la concurrence par comparaison peut fonctionner même si la réglementation des valeurs mobilières n'est pas un thème électoral. L'industrie des services financiers, y compris les investisseurs, ont le constant réflexe de comparer la performance locale avec les performances étrangères. Un tel mécanisme de comparaison constitue ainsi une main invisible qui oriente l'action des gouvernements et des commissions des valeurs mobilières²³¹. Les dirigeants ne peuvent ignorer les développements étrangers sans risquer de miner leur propre légitimité.

3.1.1.3 Réceptivité des gouvernements à la concurrence

Si les incitatifs de concurrence sont suffisants, encore faut-il que les gouvernements y soient réceptifs, ce que nous analysons ci-dessous.

(1) « Mentalité concurrentielle »

Dans leur article sur la concurrence en matière d'incorporation des sociétés, Cummings et MacIntosh notent l'absence d'une « mentalité concurrentielle » chez les acteurs gouvernementaux²³². Or, en l'absence d'une certaine propension à la concurrence, le mécanisme ne pourra pas atteindre son plein potentiel. Cette situation, à notre avis, peut évoluer au fur et à mesure que les provinces prennent conscience du potentiel latent. En fait, la première province à réaliser qu'elle a la possibilité d'augmenter sa part de marché par la concurrence bénéficiera

230 Pour un aperçu, voir Tara GRAY, *La réponse du Canada à la loi américaine sarbanes-oxley de 2002 : nouvelles orientations pour la gouvernance d'entreprise*, Bibliothèque du Parlement, Service d'information et de recherche parlementaire, Division de l'économie (4 octobre 2005); R. COX, *loc. cit.*, note 107.

231 Pour une analyse approfondie des facteurs incitatifs des gouvernements et des commissions de valeurs mobilières à l'échelle internationale, voir A. LICHT, « Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation », (1999) 24 *Yale Journal of International Law* 61.

232 J. CUMMING et J. G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 152, 150.

de l'avantage du premier entrant et pourra se positionner avantageusement sur le marché²³³. De plus, même sans augmentation de leur part de marché, les provinces devraient être incitées à améliorer leur réglementation du seul fait des pressions provenant de la comparaison avec les réglementations étrangères. Enfin, si le système est explicitement conçu pour favoriser la concurrence, la mentalité concurrentielle pourrait finir par se développer.

(2) *Coûts d'expérimentation*

La concurrence présuppose que les provinces développent leur réglementation de façon plus ou moins indépendante, sans tentative de coordination. La dynamique concurrentielle fait en sorte que les provinces, pour se démarquer, doivent innover, elles doivent effectuer certaines expériences réglementaires. Or, les innovations engendrent bien entendu des coûts d'expérimentation²³⁴. Nous entendons par coûts d'expérimentation les coûts relatifs à l'élaboration de politiques réglementaires, dont notamment l'embauche d'analystes, la prise en charge des risques d'échec.

S'il est difficile de chiffrer ces coûts dans l'abstrait, nous pouvons néanmoins affirmer qu'ils ne sont pas nécessairement excessifs. Les provinces engagent actuellement des frais substantiels dans la coordination de la réglementation. En éliminant les coûts de coordination, peu utiles dans un système concurrentiel, le budget pour l'élaboration et la mise à jour de la réglementation peut être augmenté au besoin. Le niveau optimal de dépenses dans l'expérimentation réglementaire dépendra, pour chaque province, des bénéfices qu'elle est susceptible de récolter. Chaque province est libre de faire le calcul qui lui convient.

233 M. GILLEN et P. POTTER, *loc. cit.*, note 178, 112.

234 *Id.*, 110.

D'autre part, une province pourrait juger qu'il n'est pas rentable pour elle d'investir dans l'expérimentation réglementaire. Elle pourrait alors s'en abstenir et maintenir un budget minimal, tout simplement pour suivre les développements qui surviennent ailleurs. En fait, une province pourrait, en théorie, n'adopter aucune réglementation de valeurs mobilières et s'exclure en quelque sorte du jeu concurrentiel. Nous verrons plus loin qu'une telle attitude est possible dans le système de passeport parce que la réglementation de chaque province est, à l'égard d'un émetteur donné, applicable partout au Canada²³⁵. Par exemple, si l'Île-du-Prince-Édouard estime qu'il lui en coûte trop de maintenir une commission de valeurs mobilières concurrentielle, en regard du bénéfice potentiel, elle peut éliminer bien des coûts en abolissant sa commission de valeurs mobilières et toute réglementation afférente. Les émetteurs pourront toujours se prévaloir du régime offert par l'une ou l'autre des provinces, qui, au titre du régime de passeport, demeure applicable partout au Canada. Par conséquent, une province peut décider de ne pas réglementer le domaine, et une telle décision ne créerait pas de vide juridique.

(3) *Resquillage*

Pour que la concurrence interprovinciale fonctionne, on aura compris que la province doit pouvoir internaliser les bénéfices des risques qu'elle prend. Autrement dit, si la province assume des coûts d'expérimentation, elle doit également pouvoir en recueillir les bénéfices. Or, en matière de concurrence intergouvernementale, le « produit » en question est une politique, une norme réglementaire. Celle-ci peut être facilement dupliquée par d'autres provinces si elle s'avère utile, ou écartée dans le cas contraire, sans que les provinces n'aient à en assumer le risque. Il est donc possible pour les provinces de resquiller sur les efforts de celle qui en a eu l'initiative.

235 *Infra*, 2.3.

La possibilité de resquillage pourrait affecter la motivation des provinces à innover. Il est beaucoup plus facile pour une province de reproduire une expérience réussie ailleurs que de tenter l'expérience elle-même. Plutôt que d'engager des coûts pour élaborer une politique *ex nihilo*, et assumer seule le risque afférent, la province peut demeurer passive et évaluer le succès des initiatives d'autres provinces avant de décider de les reproduire ou non. Nous avons vu que la diffusion des « bonnes » politiques constitue l'un des avantages de la concurrence²³⁶, mais une passivité excessive de la part des provinces est contre-productive si elle se généralise. En effet, si chaque province attend que l'autre prenne le risque de l'expérimentation réglementaire, les laboratoires de démocratie que sont censées représenter les provinces ne deviendront alors que des usines à recycler les politiques. Il en résultera un taux d'expérimentation sous-optimal.

Toutefois, ce scénario n'est pas susceptible de se produire si les incitatifs de concurrence sont suffisamment puissants – ce qui est en effet le cas (*supra*, 3.1) – et si la province qui initie l'expérience réglementaire et en assume le risque peut aussi recueillir une part importante des bénéfices. À cet égard, nous croyons que l'avantage du premier entrant permettra effectivement à la province en question de récolter la plupart des bénéfices²³⁷. Le cas de figure est à nouveau celui du Delaware, en matière d'incorporation de sociétés. Bien que plusieurs autres États américains aient reproduit pour l'essentiel les normes contenues dans la législation du Delaware, c'est toujours et encore le Delaware qui domine la concurrence pour le nombre d'incorporations²³⁸. Dans une moindre mesure, au Canada, le fédéral agit aussi à titre d'initiateur de nouvelles politiques dans le domaine du droit corporatif, et réussit donc à conserver la plus grande part du

236 *Supra*, 2.1.1.

237 M. GILLEN et P. POTTER, *loc. cit.*, note 178, 112.

238 *Supra*, 2.1.1.2 et 3.1.1.1.

marché²³⁹. Ainsi, l'avantage du premier entrant et les bénéfices d'une réputation établie diminuent les risques de resquillage²⁴⁰.

Dans le domaine des valeurs mobilières, on pourrait prendre l'exemple de l'Alberta et de sa réglementation des valeurs mobilières dans le secteur pétrolier. C'est l'Alberta qui a initié la Norme canadienne 51-101 sur la divulgation financière nécessaire pour les sociétés pétrolières et gazières. Reconnue pour son caractère spécialisé, la norme a été adoptée par les autres ACVM, mais l'Alberta a toutefois conservé sa réputation de juridiction la plus sensible aux besoins de cette industrie particulière.

3.1.2 Réceptivité de l'industrie à la concurrence interprovinciale

La concurrence interprovinciale nécessite également la réceptivité de l'industrie. Les deux obstacles à cette réceptivité sont les coûts informationnels que devraient engager les émetteurs et la prédisposition de ces derniers à favoriser leur province de résidence.

3.1.2.1 Coûts informationnels

Dans un système de concurrence, les émetteurs doivent comparer le produit législatif offert par chaque province pour choisir celui qui leur convient le mieux. L'information doit être exacte et à jour pour permettre l'identification des divergences entre les régimes provinciaux. Dans l'environnement concurrentiel idéal, l'information circulerait librement, serait gratuite et accessible facilement. Dans la réalité, l'obtention de cette information n'est pas sans coûts, ce qui constitue sans doute le plus grand obstacle à la réceptivité des émetteurs à la concurrence provinciale. En effet, le droit des valeurs mobilières est parfois

239 J. CUMMING et J. G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 152, 147 et suiv.

240 Les « effets de réseau » jouent également un rôle : un émetteur étudiera et répliquera les choix des autres ce qui, au fur et à mesure, renforce la réputation de juridiction. Voir Michael KLAUSNER, « Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts » (1997) 81 *Virginia Law Review* 713 .

extrêmement complexe et nécessite souvent le recours aux coûteux services d'avocats, de comptables et de conseillers. L'industrie dépend en grande partie de ces professionnels, qui eux seuls disposent des moyens nécessaires pour suivre de près les développements réglementaires. Or, plus les coûts d'obtention de l'information sont élevés, moins les émetteurs seront prêts à les supporter. Les coûts informationnels élevés réduisent donc les bénéfices de la concurrence²⁴¹.

S'il est difficile de les prédire avec exactitude, il y a des motifs de croire que ces coûts ne seraient pas excessifs. Au fur et à mesure que les provinces acquerront de l'expérience et un degré de spécialisation, elles se feront une réputation au sein de la communauté financière. Par exemple, il est concevable que l'Ontario se spécialise dans la réglementation des émetteurs de grande taille, que la Colombie-Britannique se spécialise dans celle des émetteurs de petite taille, que l'Alberta se spécialise dans celle du secteur de l'énergie. Une province de l'Atlantique pourrait également se lancer dans le jeu et adopter une réglementation sophistiquée et attrayante. Le choix d'un émetteur reposera donc sur sa connaissance préalable des spécialisations et de la réputation de chaque province. Ainsi, plutôt que d'avoir à choisir entre le régime juridique de 10 provinces et de 3 territoires, il n'aurait à faire un choix qu'entre deux ou trois régimes seulement, ce qui contribuerait à réduire les coûts informationnels.

Évidemment, les coûts informationnels seraient encore plus bas si le droit était harmonisé dans l'ensemble du pays. Une telle situation réduirait toutefois le choix qui s'offre aux émetteurs, car un droit uniforme dans tout le pays n'offre aucune option. La concurrence interprovinciale établit un équilibre : certes, les coûts informationnels sont plus élevés qu'ils ne le seraient s'il y avait une seule loi fédérale, mais la spécialisation des provinces et les choix offerts aux émetteurs contrebalancent sans peine ces coûts.

241 John C. COFFEE, « Law And Regulatory Competition: Can They Co-Exist ? », (2002) 80 *Texas Law Review* 1729, 1732.

Même les petits émetteurs bénéficieraient de la concurrence interprovinciale. Il est vrai qu'ils n'ont pas nécessairement les moyens de suivre les développements juridiques de chaque province, comme peuvent se le permettre les plus grands. Mais dans un système concurrentiel, diverses situations peuvent se présenter, chacune bénéficiant aux petits émetteurs d'une manière ou d'une autre. Par exemple, comme nous l'avons suggéré (*supra*, 3.1.1.2), une province comme la Colombie-Britannique pourrait tenter de s'emparer du marché des petits émetteurs en créant une législation taillée sur mesure pour eux. Une fois la réputation de la Colombie-Britannique établie, les petits émetteurs seraient déjà enclins à choisir cette province, sans avoir à faire de recherche juridique approfondie²⁴². De plus, si la législation de Colombie-Britannique fait ses preuves, elle sera reproduite pour l'essentiel par les autres provinces. La diffusion du droit entraînera tout naturellement une certaine uniformité des règles à travers les provinces, de sorte que le petit émetteur pourrait également choisir le droit d'une autre province – par exemple, le Québec – si ce droit lui convient mieux pour une raison ou une autre, tout en sachant que la réglementation des petits émetteurs au Québec est inspirée de celle de la Colombie-Britannique²⁴³. Quant à cette dernière, elle conserverait son avantage à titre de province spécialisée dans le domaine.

L'ensemble de ces facteurs fait en sorte que les coûts informationnels pourraient être relativement bas dans le contexte de la concurrence interprovinciale, malgré l'existence de divergences entre les juridictions.

3.1.2.2 Préférences locales des émetteurs

Dans leur étude sur la concurrence en matière d'incorporation, Cummings et MacIntosh étudient la question des préférences locales, à savoir la

242 *Loc. cit.*, note 240.

243 On constate précisément ce phénomène en droit corporatif. Voir Brett H. MCDONNELL, « The Ambiguous Virtues of Federalism in Corporate Law » Minnesota Public Law Research Paper No. 03-10, SSRN <http://ssrn.com/abstract=424681> (15 juillet 2003).

prédisposition des sociétés à choisir de s'incorporer en vertu soit de la loi de leur province d'origine, soit de la loi fédérale²⁴⁴. Les auteurs concluent que le biais local démontre la faible réceptivité de l'industrie envers les différences législatives d'une province à l'autre. L'existence de préférences locales serait donc l'un des facteurs empêchant le développement d'une véritable concurrence en matière de droit corporatif. Cet argument est-il applicable au domaine des valeurs mobilières ?

L'une des études commandées par le Comité des personnes averties a démontré que les investisseurs ont tendance à miser sur des entreprises locales²⁴⁵. Nous notons d'entrée de jeu que les auteurs ne se prononcent pas sur l'effet de ce constat sur la structure actuelle : l'existence de préférences locales pourrait servir à justifier soit la présence de commissions de valeurs mobilières provinciales, soit – si l'on souhaite éliminer ces préférences – l'abolition des ACVM provinciales en faveur d'une commission nationale. Mais sur le plan de la réceptivité des émetteurs à la concurrence interprovinciale, la conclusion ci-dessus n'est pas significative. En effet, dans le système de concurrence que nous envisageons, les investisseurs peuvent toujours choisir d'investir dans une société locale ou non; seul le régime juridique applicable à l'opération change. Le choix du régime juridique, dans un système parfaitement concurrentiel, appartient aux émetteurs. Pour étudier la réceptivité des émetteurs aux diverses offres de la concurrence, il faut donc se demander si les *émetteurs*, et non pas les

244 CUMMING et MACINTOSH, *loc. cit.*, note 152, 169-171.

245 D. CUMMING, A. KAUL et V. MEHROTRA, *Capitaux privés et préférences provinciales*, *loc. cit.* note 116, 311 : « Le degré de probabilité des investissements interprovinciaux (où l'investisseur ne réside pas dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevé : lorsque l'entreprise est une société ouverte; au cours des années 1999 à 2003 (comparativement aux années 1991 à 1998); lorsque les investissements sont effectués en syndication; lorsque les investissements portent sur des actions privilégiées et sur des actions privilégiées convertibles; et lorsque l'entreprise réside en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, à Terre-Neuve, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse ou à l'Île-du-Prince-Édouard (la fréquence des investissements interprovinciaux au Manitoba étant égale à la moyenne nationale). La probabilité des investissements intraprovinciaux (où l'investisseur réside dans la même province que l'entreprise bénéficiaire) est plus élevée : lorsque l'entreprise en est à l'étape du redressement; lorsque l'entreprise appartient à un secteur traditionnel (par opposition aux sciences de la vie et aux autres secteurs de haute technologie); lorsque l'investisseur est une administration publique ou une société de travailleurs; lorsqu'il s'agit d'un financement initial (plutôt que d'un financement, ou « tour de table », subséquent); lorsque l'opération porte sur un montant relativement modeste; lorsque l'opération porte sur des instruments d'emprunt; lorsque l'entreprise réside en Ontario ou au Québec. »

investisseurs, ont des préférences locales. Cela permettrait ensuite de déterminer la mesure dans laquelle un émetteur d'une province est enclin à choisir d'être réglementé par une autre province. L'étude commandée par le Comité des personnes averties n'aborde pas cette question.

En l'absence de données précises, nous ne pouvons que spéculer. Il est raisonnable de présumer que les émetteurs sont prédisposés à choisir le régime de valeurs mobilières de leur province d'origine. En effet, si l'émetteur est installé dans une province, le régime juridique de cette province lui est déjà familier, et le cabinet d'avocats avec qui il transige est probablement, lui aussi, situé dans la province. Et si, comme l'étude commandée par le Comité le laisse entendre, les investisseurs locaux sont prédisposés à miser sur un émetteur local, ce dernier pourrait chercher à rassurer ses investisseurs potentiels en choisissant un régime juridique qui leur est déjà familier²⁴⁶. En bref, face à un choix de régimes juridiques, les émetteurs auraient probablement une préférence pour le régime local. Dans ce cas, les préférences locales pourraient rendre la concurrence inutile²⁴⁷.

Or, les préférences locales ne sont pas nécessairement mauvaises. L'avantage principal d'une « préférence locale » est la diminution des coûts. Pour l'émetteur, le fait d'avoir des liens avec l'ACVM de sa province favorise l'établissement d'une certaine confiance mutuelle et une meilleure compréhension de la mentalité locale. Ces éléments devraient contribuer à réduire les coûts de conformité pour l'émetteur, ce qui se traduit éventuellement par une diminution du

246 S. CHOI et A.T. GUZMAN, *loc. cit.*, note 186, 923.

247 Cet argument est avancé par Frederick Tung comme une des limites au régime de passeport à l'échelle internationale. Il estime que les préférences locales pousseront l'émetteur à choisir sa juridiction locale, rendant les choix de régime étrangers superflus (voir Frederick TUNG, « Passports, Private Choice, and Private Interests: Regulatory Competition and Cooperation in Corporate, Securities, and Bankruptcy Law », (2002) 3 *Chicago Journal of International Law* 369, ainsi que « Lost in Translation: From U.S. Corporate Charter Competition to Issuer Choice in International Securities Regulation », *loc. cit.*, note 194). Le modèle que nous proposons se distingue toutefois de celui envisagé par Tung à l'échelle internationale, en ce que l'émetteur canadien dispose de choix véritables entre des régimes provinciaux avec lesquels il est déjà quelque peu familier. Il ne choisit pas entre du droit japonais, français ou irlandais, mais entre différents régimes juridiques canadiens.

coût du capital. De plus, l'existence de préférences locales pourrait encourager les autorités réglementaires à se concentrer d'abord et avant tout sur la réglementation de leur marché local. Cela éviterait une situation où l'ACVM ignore son marché local pour tenter de s'accaparer d'un marché extraprovincial plus lucratif. Autrement dit, les préférences locales constituent un avantage pour les autorités réglementaires, et les incite à déterminer précisément leurs domaines de spécialisation locaux, afin de mieux exploiter les *infrastructures* locales de mobilisation de capitaux²⁴⁸.

De plus, la prédisposition des émetteurs à choisir le régime juridique local, si elle est acquise, n'est pas fatale à une saine concurrence. Le cas du Delaware démontre qu'il est possible pour une juridiction de s'accaparer du marché « étranger ». Le Delaware n'a jamais été une puissance économique de l'ordre de l'État de New York ou de la Californie. Malgré tout, il a réussi à surmonter les préférences locales des sociétés se trouvant dans ces États pour s'emparer d'une part importante des incorporations américaines.

Nous concluons donc de ce qui précède que les préférences locales des émetteurs ne signifient pas nécessairement une faible réceptivité aux différences de régimes.

Les conditions préalables à la concurrence interprovinciale étant satisfaites, il importe maintenant d'étudier la structure à adopter pour donner à la concurrence l'essor nécessaire. Nous avons fait allusion précédemment à l'établissement d'un régime de passeport. Nous le décrivons plus amplement dans ce qui suit.

248 *Supra*, 1.1.2.1.

3.2 Description du régime de passeport

Dans le domaine privé, la concurrence est possible parce que les consommateurs ont accès aux marchandises, quelle que soit la provenance de celles-ci. Le marché n'a pas de limites territoriales. Par analogie, pour que la concurrence interprovinciale dans le domaine des valeurs mobilières produise ses effets, il faut concevoir le « marché » comme étant le territoire canadien entier, non cloisonné par des barrières provinciales, tout en ôtant aux provinces leur monopole juridictionnel²⁴⁹. On permet ainsi aux provinces de présenter leur « produit », leur réglementation des valeurs mobilières, à l'ensemble des « consommateurs » canadiens, les émetteurs et investisseurs.

En outre, c'est le principe de reconnaissance mutuelle qui permet l'élimination des barrières territoriales. Dans le contexte des valeurs mobilières, la reconnaissance mutuelle signifierait que le placement obéissant aux règles d'une province est valable pour toutes les autres. De même, les décisions administratives et judiciaires de la juridiction principale valent pour l'ensemble des provinces. La conformité au droit d'une province constitue en quelque sorte un passeport pour percer le marché des autres provinces. Cette approche élimine la multiplication des coûts pour les émetteurs, puisqu'ils n'ont à se conformer qu'au régime d'une seule juridiction, celle qu'ils auront choisie. Cela représente des économies importantes par rapport au système actuel, surtout pour les PME, qui en ont le plus besoin²⁵⁰.

En 2005, les provinces se sont entendues pour créer un régime de passeport pour les émetteurs, basé sur le modèle ci-dessus. Cependant, nous verrons que, tel que conçu par les ACVM, ce régime n'exploite pas adéquatement le potentiel d'innovation inhérent à la concurrence interprovinciale et qu'il ne

249 N. Mohindra, « Securities Market Regulation in Canada », *loc. cit.*, note 208, 34.

250 *Supra*, 1.1.1.6.

bénéficie pas d'une perspective nationale. Nous en proposerons donc une version modifiée dans le but de combler ces lacunes.

3.2.1 Régime de passeport proposé par les ACVM

La première déficience du régime proposé par les ACVM est qu'il souffre de la même ambivalence d'objectifs qui caractérise l'approche générale des ACVM, en ce qu'il joue simultanément les cartes de l'harmonisation et de l'innovation. Par exemple, le préambule du protocole d'entente entre les ACVM créant le nouveau régime de passeport²⁵¹ affirme ce qui suit :

« [...] les juridictions participantes conviennent de mettre en place un régime de passeport pour améliorer le cadre réglementaire des valeurs mobilières, *de développer une législation sur les valeurs mobilières qui soit hautement harmonisée*, simplifiée dans les cas appropriés, et *d'étudier toute nouvelle possibilité de consolider et/ou de renforcer la coordination et la cohérence des lois sur les valeurs mobilières* dans l'ensemble des provinces et des territoires ». (nos italiques)

Par ailleurs, l'article 5.2 prévoit que le régime s'appliquera seulement aux règles qui sont déjà harmonisées. L'article 7.1 prévoit l'harmonisation aussi complète que possible sur la base du *Projet de législation de valeurs mobilières uniforme*. Les règles innovatrices développées par une province mais non encore harmonisées ne peuvent être « testées » que localement et ne peuvent être intégrées au passeport. Or, la capacité de tester les initiatives qui divergent du droit harmonisé est limitée si ces initiatives sont confinées au marché d'une seule province, alors que la majorité du trafic financier se fait à l'échelle nationale. Globalement donc, les perspectives pour les initiatives innovatrices sont peu intéressantes. Comme le souligne un commentateur, « [o]pponents of the single regulator model argue that regulatory competition is beneficial, yet they are also

251 *Protocole d'entente sur le régime de passeport, loc. cit.*, note 4.

quick to point out that great strides have been taken towards harmonization of legislation and regulation »²⁵².

Dans l'ensemble, la philosophie du régime proposé par les ACVM semble donc en être une d'harmonisation et d'uniformité. Or, si la législation sur les valeurs mobilières est identique d'une province à l'autre, il ne peut y avoir de véritable concurrence interprovinciale. La concurrence ne peut fonctionner sans une certaine tension entre les acteurs, une motivation à se démarquer. Si le produit est identique, nous sommes en présence d'une sorte de cartel réglementaire et les bénéfices potentiels de la concurrence interprovinciale sont alors perdus. Pourtant, le régime de passeport est censé valoriser la diversité, non pas l'harmonisation. Toute similitude des politiques devrait normalement résulter de la diffusion des bonnes politiques, de la « sélection naturelle » des politiques, et non pas d'un effort concerté. De plus, si le résultat souhaité est l'harmonisation avec quelques exceptions locales, il est difficile de justifier un contrôle provincial, avec tous les coûts de coordination nécessaires; la centralisation en faveur du fédéral semblerait une solution nettement supérieure pour réaliser cet objectif. En mettant l'accent sur l'harmonisation et en limitant la place de l'innovation, le régime de passeport proposé par les ACVM ne tire parti d'aucun des deux modèles.

L'autre lacune du régime proposé par les ACVM est qu'il limite le choix des sociétés émettrices et des courtiers quant au régime juridique qui les régit. En effet, le Protocole d'entente mettant en place le régime de passeport définit ainsi « juridiction principale » :

252 I. ROBERGE, *loc. cit.*, note 200, p. 20. L'une des études de Charles River Associates abonde dans le même sens : « La concurrence réglementaire directe véritable exigerait que les sociétés puissent choisir leur organisme de réglementation et que tous les autres organismes de réglementation s'en remettent à l'organisme de réglementation choisi. Dans un tel environnement, un organisme de réglementation disposerait d'un incitatif de nature concurrentielle en vue d'élaborer des règlements réduisant les coûts de réglementation imposés aux sociétés pour les amener à choisir cet organisme de réglementation. Ce type de concurrence réglementaire n'existe pas entre les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens et il n'est pas clair non plus qu'il est souhaitable de s'orienter dans cette direction pour la protection des investisseurs. » CHARLES RIVER ASSOCIATES, « L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 55, 542.

« "juridiction principale" » s'entend de la province ou du territoire avec qui le participant du marché est considéré entretenir la relation la plus étroite, aux fins du présent protocole d'entente, qui correspond, dans la plupart des cas et conformément au paragraphe 5.12 :

[...]

iii) pour un émetteur, à la juridiction dans laquelle le siège social de cet émetteur est situé [...]. »²⁵³

L'article 5.1 du Protocole stipule que l'émetteur qui respecte le droit de sa juridiction principale est réputé se conformer au droit des autres provinces. Cela fait en sorte que ni la société, ni le courtier ne peuvent se prévaloir des règles d'une autre province, même si celles-ci leur conviennent mieux. Par exemple, l'émetteur qui a son siège social en Ontario est automatiquement assujéti au droit ontarien des valeurs mobilières. Or, la localisation du siège social est une décision prise au moment de l'incorporation, et n'est modifiée que rarement, généralement pour des motifs non liés au droit des valeurs mobilières. En associant le lieu d'incorporation à la réglementation des valeurs mobilières, cette réglementation deviendrait donc un facteur dans la décision de localisation du siège social, comme si cette décision n'était pas déjà assez chargée²⁵⁴.

Le fait de lier le droit des valeurs mobilières applicable avec la province où se trouve le siège social pose aussi le problème de l'interprétation des signaux. Par exemple, il se pourrait qu'un émetteur trouve désavantageuse la réglementation des valeurs mobilières d'une province donnée, mais y établisse néanmoins son siège social pour d'autres considérations (fiscales, par exemple). Autrement dit, l'émetteur pourrait choisir une province pour y établir son siège social *malgré* le régime de valeurs mobilières applicable. Inversement, un émetteur pourrait juger que le régime de valeurs mobilières d'une province est si avantageux

253 *Protocole d'entente sur le régime de passeport, loc. cit., note 4.*

254 J. TRACHTMAN, *loc. cit.* note 172, 37.

qu'il l'emporte sur les autres considérations relatives à la localisation du siège social. Dans un cas comme dans l'autre, il serait impossible pour un observateur extérieur de savoir si l'émetteur a choisi la province à cause de son régime de valeurs mobilières ou en dépit de celui-ci. La difficulté d'interpréter les décisions des émetteurs et des courtiers embrouille les signaux, ce qui empêche les gouvernements provinciaux de créer un régime des valeurs mobilières réceptif aux besoins de l'industrie²⁵⁵.

Enfin, le « Conseil des ministres » créé par le régime est un organisme de coordination d'une multitude d'intérêts provinciaux et territoriaux. Aucune voix nationale n'y est présente, insinuant ainsi que l'apport du gouvernement fédéral dans la réglementation des valeurs mobilières n'est pas nécessaire. Nous avons vu que le régime actuel souffre d'une absence de perspective nationale²⁵⁶. Or, le régime de passeport, étant confiné aux provinces, ne corrige pas ce problème²⁵⁷.

3.2.2 Proposition d'un régime de passeport modifié

Le régime que nous proposons ressemble à celui mis de l'avant par les ACVM, le principe essentiel de reconnaissance mutuelle étant conservé. Cependant, notre modèle se distingue du régime des ACVM sous trois aspects.

D'abord, le régime de passeport que nous proposons ne met pas l'accent sur la nécessité d'harmoniser le droit entre les provinces. Les provinces sont libres d'élaborer une réglementation des valeurs mobilières qui leur est propre et qui répond aux besoins de leurs citoyens, tout en ayant accès à un marché plus vaste.

255 Le groupement de différents types de réglementation est d'ailleurs cité par les critiques du modèle de concurrence intergouvernementale, précisément à cause de ce problème d'interprétation de signaux. Plus il est possible d'isoler les produits réglementaires, plus le signalement devient clair. Voir W. W. BRATTON et J. A. MCCAHERY, *loc. cit.*, note 134, 222.

256 *Supra*, 1.1.1.8.

257 A.I. ANAND et P. C. KLEIN, « Inefficiency and path dependency in Canada's securities regulation system: Towards a reform agenda », *loc. cit.*, note 207, 31. Les auteurs identifient également d'autres lacunes du régime proposé par les ACVM, par exemple l'absence d'une attribution des compétences précise en matière de surveillance du marché et d'application des lois (p.31-34).

En théorie, cela devrait assurer une véritable concurrence dans la réglementation des valeurs mobilières, une capacité d'expérimentation accrue favorisant l'innovation, une capacité d'adaptation aux besoins du marché, une réceptivité aux besoins locaux et extraprovinciaux et la sélection naturelle des politiques.

Ensuite, dans notre régime, contrairement au modèle des ACVM, la « juridiction principale » n'est pas nécessairement celle du siège social de l'émetteur. Elle est choisie librement par l'émetteur en fonction de ses préférences et de ses besoins²⁵⁸. Les avantages d'une telle liberté sont nombreux. En dissociant le choix du siège social et le choix du régime des valeurs mobilières, le régime offre aux participants un plus grand éventail d'options. Cela n'empêche pas une province de proposer des incitatifs pour qu'une société la choisisse à la fois comme lieu d'incorporation et comme régime de valeurs mobilières, mais le choix fondamental revient à l'émetteur. Les émetteurs bénéficient de diverses options législatives. Leur choix éventuel transmet un signal clair aux gouvernements provinciaux quant à leurs préférences, ce qui permet aux gouvernements de s'adapter aux besoins de l'industrie. Les mesures réglementaires afférentes au domaine des valeurs mobilières et prises par une province peuvent être jugées à leur mérite seul, et non en tant qu'ensemble lié à d'autres réglementations. Cela donne lieu à une concurrence ciblée sur un domaine précis, la réglementation des valeurs mobilières.

Enfin, l'autre aspect de notre modèle de passeport qui se distingue de celui des ACVM concerne l'implication du gouvernement fédéral. Selon nous, le gouvernement fédéral ne doit pas être écarté de l'équation car il a un rôle à jouer dans un régime de concurrence interprovinciale. Les provinces ne peuvent tout faire seules, et il y a une plus-value à la contribution d'un gouvernement national. Toutefois, avant d'approfondir ce sujet²⁵⁹, il convient d'estimer les coûts du régime

258 Ce mécanisme est également préconisé par Jeffrey Macintosh (voir sa soumission au CPA, *loc. cit.*, note 209.

259 *Infra*, 3.4.

de passeport que nous mettons de l'avant. L'analyse des coûts et bénéfices permettra ensuite de façonner le rôle éventuel du gouvernement fédéral.

3.3 Coûts de la réglementation dans un régime de passeport

3.3.1 Coûts bruts

Dans un système de passeport, on peut s'attendre à une multiplication des efforts d'élaboration de politiques, chaque province étant responsable de sa propre réglementation. La perte d'économies d'échelle potentielles est donc à prévoir. Néanmoins, le régime de passeport devrait générer une diminution globale des coûts de la réglementation, pour les raisons décrites ci-après.

D'abord, pour économiser ses ressources, chaque province aura tendance à se spécialiser dans les domaines où elle possède déjà une expertise. Dans les autres domaines, elle pourra reproduire ou adapter les innovations développées par les autres provinces, sans avoir à réinventer la roue. La diffusion des politiques fait en sorte qu'une province peut profiter des innovations des autres et économiser ainsi ses ressources – ce qui se traduit par une baisse globale du coût de la réglementation. La duplication des efforts de réglementation parallèles ne sera donc pas nécessairement prononcée, en grande partie au profit de la diffusion des politiques éprouvées.

Par ailleurs, la spécialisation ne limite pas les choix des provinces. Par exemple, une province pourrait faire preuve d'audace et décider d'investir dans le développement de chaque aspect des valeurs mobilières, si elle estime que les bénéfices d'une telle décision excèdent les coûts. Elle pourrait aussi, au contraire, s'abstenir entièrement et laisser aux autres provinces le soin de développer la réglementation des valeurs mobilières. Un tel choix est possible dans un système de passeport parce que, rappelons-le, le choix de juridiction effectué par l'émetteur vaut pour tout le Canada. Un placement est accessible à tous les investisseurs canadiens dès que l'émetteur choisit le régime juridique de l'une des provinces.

Les provinces pourraient également mettre leurs ressources en commun et se partager la tâche de la réglementation. Les provinces de l'Atlantique sont les candidates idéales pour une telle approche.

De plus, la perte d'économies d'échelle potentielle résultant de la consolidation des efforts d'élaboration de politiques dans un seul organisme national peut être compensée par d'autres économies d'échelle, par exemple en consolidant la réglementation de son secteur financier comme l'ont fait le Québec et la Saskatchewan. Enfin, les coûts de coordination qu'engagent actuellement les ACVM pour développer, négocier et mettre en œuvre une réglementation harmonisée à l'échelle nationale seraient éliminés.

3.3.2 Qualité de la réglementation

Le Rapport du Comité des personnes averties affirme :

« Le régime actuel a facilité l'acquisition de compétences en réglementation dans certains secteurs industriels. Il s'agit d'un point fort important, qui devrait être conservé. Cependant, le régime actuel ne mise pas efficacement sur les compétences existantes pour permettre à tous les Canadiens de tirer profit de la spécialisation des organismes de réglementation provinciaux. Par exemple, un émetteur du domaine pétrolier et gazier dont le siège se trouve en Ontario, qui dépose un prospectus sous le régime du REC, l'Ontario étant l'organisme de réglementation principal, ne tirerait pas habituellement profit des compétences de l'Alberta Securities Commission, qui ne serait pas chargée de revoir le document. »²⁶⁰

Nous avons vu précédemment que le problème n'est pas aussi prononcé que ne le suggère le Rapport²⁶¹. Néanmoins, dans un système de passeport, ce problème disparaît entièrement parce que le placement effectué en vertu du régime d'une province vaut pour tout le Canada. Pour reprendre l'exemple ci-

260 COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *loc. cit.*, note 3, 23.

261 *Supra*, 1.1.2.2.

dessus, un émetteur du domaine pétrolier dont le siège se trouve en Ontario peut choisir d'être assujéti au régime juridique de l'Alberta et profiter ainsi pleinement de la spécialisation albertaine dans le domaine pétrolier.

Un scénario pourrait toutefois miner cet avantage. Dans un régime de passeport, une province pourrait renoncer à sa spécialisation locale si elle estime qu'un avantage supérieur se trouve dans la réglementation des émetteurs étrangers. En effet, rien n'empêche une province de réglementer pour attirer une classe d'émetteurs extraprovinciaux au détriment des émetteurs provinciaux. Il est facile d'imaginer, par exemple, une forte concurrence interprovinciale pour attirer les émetteurs du domaine énergétique ou des sciences du savoir. Par contre, la concurrence pour les petits émetteurs des provinces maritimes ne sera pas aussi vigoureuse, car le poids financier de cette classe d'émetteurs est moins important. Il y a donc un risque que ces émetteurs soient délaissés par la concurrence. Il en résulterait une réglementation peu sophistiquée à leur égard.

Le problème n'est toutefois pas aussi sérieux qu'il ne paraît. D'abord, ces émetteurs peuvent regrouper leurs intérêts à travers le Canada pour exercer une certaine pression sur une ou plusieurs provinces. Aussi, dans la mesure où ces émetteurs sont importants pour l'économie d'une province particulière, leurs intérêts ne pourront être ignorés longtemps par les décideurs de la province en question. Enfin, le fait de se trouver « délaissés » par la réglementation n'est pas mauvais en soi : si les émetteurs ne représentent pas une force économique, s'ils ne disposent pas d'une certaine masse critique, l'allocation excessive de ressources pour développer une réglementation particulière et spécialisée à leur égard pourrait s'avérer sous-optimale. Dans ce cas, tout au plus seront-ils assujéti à la réglementation des valeurs mobilières « par défaut » des provinces. Cette situation pourrait se produire également si le gouvernement fédéral réglementait le domaine.

3.3.3 Coûts du placement et délais

Les émetteurs engagent deux types de coûts lorsqu'ils effectuent un placement : les frais payés aux ACVM et les coûts de conformité. Nous avons vu (*supra*, 1.1.1.2) que ces coûts sont fort concurrentiels au Canada par rapport aux autres pays. Par contre, il y a toujours place à amélioration, surtout devant la pression croissante du marché mondial. Le régime de passeport peut contribuer à diminuer davantage les coûts du placement.

Dans un régime de passeport, l'émetteur ne paie les frais de service qu'à une seule ACVM, plutôt que 13, ce qui diminue le coût du placement. Cet avantage devrait se faire sentir, particulièrement chez les PME. De plus, il y a lieu de croire que les frais dans un régime de passeport seraient plus bas que si une autorité nationale unique était établie. En effet, la diminution des coûts bruts de la réglementation dans un système concurrentiel (*supra*, 3.3.1) permet aux ACVM de justifier un budget d'exploitation moins élevé. Celles-ci n'ont donc pas besoin de prélever autant de frais pour assurer leur financement.

Quant aux coûts de conformité, l'un des principaux avantages du système de passeport est qu'il élimine la nécessité de se conformer simultanément au droit de multiples juridictions, car le choix du régime d'une seule juridiction est valable pour tout le Canada. Les coûts de conformité sont donc réduits considérablement et le placement devient beaucoup plus rentable pour les émetteurs. Cette réduction devrait bénéficier surtout aux petits émetteurs qui, comme nous l'avons vu, sont le plus désavantagés actuellement par la nécessité de se conformer à 13 réglementations différentes.

Enfin, en ce qui a trait aux délais, tant avec une commission nationale unique qu'avec un régime de passeport, une seule commission est chargée de l'examen du dossier. Dans les deux cas, les décisions de la commission, notamment les approbations de prospectus et les dispenses, valent pour

l'ensemble du Canada. Par conséquent, les délais décisionnels de l'un ou l'autre de ces modèles devraient être encore plus courts que ceux du système actuel.

3.3.4 Coûts de surveillance

Rappelons que l'une des prémisses de la concurrence est que les investisseurs valorisent la qualité du régime juridique qui encadre l'émetteur²⁶². C'est ce qui incite les émetteurs à choisir un régime juridique correspondant aux attentes de leurs investisseurs potentiels. Or, le régime juridique comprend non seulement les règles « traditionnelles » des valeurs mobilières (divulgence, réglementation des initiés, normes de gouvernance d'entreprise) mais la façon dont ces règles sont administrées dans la pratique²⁶³. Par conséquent, la structure du mécanisme de surveillance des marchés et d'application des lois est primordiale.

Les problèmes actuels de la surveillance du marché et du contrôle de l'application des lois sont multiples : manque de cohérence dans l'interprétation de la notion « d'intérêt public », disparité des sanctions, limitation territoriale de l'effet des sanctions et difficulté de gestion des dossiers extraprovinciaux²⁶⁴. Ces problèmes pourraient bien sûr être réglés en grande partie par la création d'une commission nationale appliquant un droit unique à l'échelle canadienne. Cependant, un régime de passeport pourrait en faire autant, et fournir de surcroît une valeur ajoutée par rapport à la réglementation unitaire. Dans ce qui suit, nous examinons en détail le fonctionnement pratique du mécanisme de surveillance du marché et de contrôle de l'application de la réglementation dans un régime de passeport.

262 *Supra*, 2.2.2.3.

263 Robert DAINES, « Does Delaware law improve firm value ? » (2001) 62 *Journal of Financial Economics* 525, 540.

264 *Supra*, 1.1.1.5.

Le régime de passeport prévoirait que le droit des valeurs mobilières d'une seule province régit l'émetteur. La commission provinciale agirait alors en quelque sorte comme une commission « nationale » à l'égard des émetteurs qu'elle réglemente, en ce sens que son champ d'action potentiel n'est pas strictement limité à la province – c'est plutôt le Canada dans son ensemble. Cette attribution est avantageuse sous plusieurs aspects. Sur le plan pratique, elle évite la multiplication des efforts de surveillance, car l'émetteur est assujéti à la surveillance d'une seule commission, même lorsque les événements surviennent dans une autre province. Quant au contrôle de l'application des lois, il n'y a pas de risque de disparité des sanctions à l'égard du même événement puisque toute décision prise par une commission envers un émetteur – qu'il s'agisse de la décision d'enquêter un événement, d'entamer des poursuites, d'imposer des sanctions ou d'émettre une quelconque ordonnance – est la seule qui soit nécessaire à l'échelle nationale.

Cette situation permet à chaque province de développer son propre droit des valeurs mobilières spécialisé. La province peut déterminer le type de recours possible, le niveau de sanctions, les critères à prendre en considération pour déterminer l'intérêt public. L'ACVM et les tribunaux de la province en cause peuvent élaborer, au fur et à mesure, une jurisprudence cohérente et spécialisée, comme l'ont fait les tribunaux du Delaware en droit corporatif²⁶⁵. La sagesse des décisions de l'ACVM contribue également à la réputation du régime juridique qu'elle applique.

Quant aux activités de surveillance, le régime de passeport rend obsolète le mécanisme actuel selon lequel les ACVM surveillent leur marché provincial respectif exclusivement. Dans le régime de passeport, chaque ACVM réglemente des émetteurs et protège des investisseurs qui peuvent être situés partout au Canada. Son marché n'est pas limité à son territoire. Par conséquent, elle devrait

265 *Id.*

normalement assurer l'intégrité et l'efficacité de « son » marché, ainsi que la protection des investisseurs qui y participent, où qu'ils se trouvent. Il existe un autre motif, d'ordre économique, de confier à l'ACVM le mandat de surveiller le marché qu'elle réglemente : si une ACVM n'était pas responsable des effets extraprovinciaux de sa réglementation, il se produirait une externalité négative, car les autres provinces seraient forcées de payer les coûts d'une réglementation qui n'est pas la leur. Le fait d'obliger les ACVM à réglementer la totalité de leur marché fait en sorte qu'elles internalisent les coûts de surveillance.

À ce stade, la question qui se pose est la suivante : comment une commission de valeurs mobilières d'une province peut-elle protéger les investisseurs d'une autre province ? Dans un régime de passeport, le seul lien que les investisseurs entretiennent avec une ACVM d'une autre province découle du fait que l'émetteur, un tiers, a choisi d'assujettir ses valeurs mobilières au régime juridique de cette province. Dans ce cas, quelle assurance les investisseurs ont-ils que leurs intérêts seront défendus par une ACVM « étrangère » ?

Cette situation peut paraître étrange mais en fait, rien ne permet de croire qu'une province favoriserait les investisseurs locaux au détriment des investisseurs extraprovinciaux. Si les investisseurs perçoivent un déséquilibre quelconque dans la réglementation provinciale, la province en cause verra le prix des valeurs mobilières qu'elle réglemente réduit en conséquence, et les émetteurs actuels et éventuels fuiront cette juridiction. La crainte de voir sa part de marché diminuer devrait inciter les provinces à maintenir une réglementation neutre, protégeant de façon équitable tous les investisseurs. La situation comporte d'ailleurs plusieurs avantages : supposons, par exemple, que l'Ontario se spécialise dans la réglementation des grands émetteurs; dans ce cas, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario devra surveiller un marché constitué principalement de grands émetteurs, et développer un cadre juridique spécifique et adapté à la situation. Le premier avantage est donc la possibilité pour l'ACVM de renforcer sa spécialisation. Le second est que les investisseurs, situés un peu partout au

Canada, pourront compter sur la protection d'une commission sophistiquée qui connaît et comprend le marché des grands émetteurs.

Ces questions révèlent toutefois une tension latente dans le régime de passeport. Globalement, les ACVM sont chargées d'appliquer la législation des valeurs mobilières en conformité avec l'« intérêt public ». S'il y avait une seule commission de valeurs mobilières nationale, l'« intérêt public » correspondrait évidemment à celui du public et du marché canadiens. Mais dans un régime de passeport, chaque commission provinciale est responsable de surveiller les activités de l'émetteur dans l'ensemble du Canada. Doit-elle définir l'intérêt public comme celui de son marché seulement, ou celui de tout le Canada ? Il est difficile d'imaginer qu'une commission provinciale soit mandatée pour défendre l'intérêt public national. Tout au plus pourrait-elle protéger « son » marché, celui des émetteurs qu'elle réglemente²⁶⁶. Mais, ce faisant, l'intérêt national s'en trouverait délaissé. Une telle problématique suggère qu'il pourrait y avoir un rôle réglementaire pour le gouvernement fédéral dans le domaine des valeurs mobilières.

3.4 Intervention du fédéral

Malgré les avantages du régime de passeport, il pourrait quand même arriver que l'intérêt du marché régi par une ACVM ne corresponde pas à l'intérêt « national ». Les marchés capitaux canadiens en tant que composantes de l'économie nationale pourraient requérir une attention particulière. Cette observation fournit l'indice du rôle du gouvernement fédéral que nous proposons : lorsque l'intérêt national est en jeu, le pouvoir de réglementer devrait naturellement appartenir au fédéral. D'ailleurs, les problèmes normalement associés à la concurrence intergouvernementale – la difficulté pratique de rencontrer certaines conditions préalables à la concurrence, les externalités négatives de la

266 Ce problème est identifié par Frederick Tung à l'échelle internationale (*loc. cite*, note 194, 616-618).

concurrence interprovinciale, la crainte d'une course vers le bas, la crainte que la concurrence dégénère en une cacophonie de normes – seraient en grande partie éliminés si le palier fédéral intervenait pour préserver une saine concurrence²⁶⁷. En fait, la concurrence interprovinciale ne peut fonctionner adéquatement que si le gouvernement fédéral supervise l'attribution des ressources²⁶⁸. Nous verrons ci-dessous que le gouvernement fédéral dispose d'incitatifs suffisants pour agir en ce sens et adopter une réglementation des valeurs mobilières complémentaire à la réglementation provinciale. Nous suggérerons ensuite certains domaines propices à une réglementation d'ordre fédéral.

3.4.1 Incitatifs du gouvernement fédéral

Nous avons déterminé que les provinces sont fortement encouragées à se faire concurrence pour accroître leurs revenus indirects et pour renforcer leur économie – deux incitatifs puissants mais ignorés par le Rapport du Comité des personnes averties. Le fédéral est également motivé à faire concurrence sur la scène *internationale*. Quels sont les incitatifs en question ? D'emblée, il convient d'écarter la concurrence pour les revenus provenant des droits de services, pour les mêmes raisons que celles invoquées dans le cas des provinces : faible impact des revenus sur le budget fédéral et aversion envers l'accumulation excédentaire de frais de service²⁶⁹.

Quant à la concurrence pour l'accroissement des revenus indirects, elle est possible, mais dans une moindre mesure : le Canada cherche évidemment à maintenir et accroître la taille de l'industrie des valeurs mobilières et les revenus qui y sont associés, mais il est peu probable qu'il puisse augmenter sa part du

267 J. TRACHTMAN, *loc. cit.*, note 172, 17.

268 Wallace E. OATES et Robert. SCHWAB, « The Allocative and Distributive Implications of Local Fiscal Competition », dans D. KENYON and J. KINCAID, *Competition Among States and Local Governments*, Washington, DC: Urban Institute Press. 1991, à la p.128. Voir également les commentaires de Breton (note 143).

269 Le Parlement a d'ailleurs adopté la *Loi sur les frais d'utilisation* (L.C. 2004, ch.6) justement pour veiller à ce que les frais prélevés par les organes administratives fédérales soient proportionnels au service rendu.

marché international de façon significative. Pour les émetteurs étrangers, le marché américain représentera toujours l'intérêt principal. Le Canada pourrait tenter de se positionner comme porte d'entrée vers les États-Unis en utilisant le Régime d'information multijuridictionnel (RIM), en vertu duquel les grands émetteurs canadiens peuvent s'inscrire aux États-Unis, et vice versa. Mais certaines réformes américaines récentes²⁷⁰ ont limité la portée du RIM et, si la tendance se maintient, le Canada ne pourra pas servir de point d'entrée aux États-Unis aussi facilement que prévu. Les perspectives de voir le pays jouer un rôle concurrentiel sur la scène internationale seraient alors assez limitées²⁷¹. Par contre, le Canada pourrait tenter de se positionner en tant que pays disposant de plusieurs spécialisations réglementaires, et d'exploiter ainsi la spécialisation des provinces.

La concurrence par comparaison paraît plus prometteuse. Les nombreux appels de l'industrie pour réformer la structure réglementaire s'appuient sur des comparaisons de performance. Les dirigeants canadiens subissent une pression constante pour améliorer les conditions du marché – comme en témoignent leurs déclarations répétées à l'effet qu'il sont prêts à négocier avec les provinces pour réformer la structure du système actuel²⁷². La comparaison présente un certain danger, parce que le point de référence naturel est la réglementation américaine, qui n'est pas toujours adéquate pour le Canada²⁷³. Mais, de façon générale, le fédéral a d'excellents motifs de veiller à la compétitivité de l'industrie des valeurs

270 SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, Release Nos. 33-8591; 34-52056; IC-26993; FR-75. Les réformes en question portent sur certaines dispenses de divulgation pour une nouvelle catégorie d'émetteurs, les « well-known seasoned issuers », dont sont exclus les émetteurs canadiens bénéficiant du RIM. Voir également Sandra RUBIN, « The New World Order : Many Canadians Are Barred From Using the New SEC Reform. Why ? », *National Post*, 14 décembre 2005.

271 Sandra Rubin, *id.*

272 Voir les commentaires du ministre Jim Flaherty, le 10 juillet 2006, et ceux de l'ancien ministre Ralph Goodale, le 21 juin 2005.

273 C. CARPENTIER et J.-M. SURET, « La réglementation des valeurs mobilières au Canada », *loc. cit.*, note 29, 119-123.

mobilières à l'échelle internationale, étant donné l'impact des marchés financiers sur l'économie nationale²⁷⁴.

Le gouvernement fédéral dispose donc d'incitatifs suffisants pour jouer un rôle dans la réglementation des valeurs mobilières qui soit axé sur la protection des marchés financiers nationaux. Il s'agit donc de définir ce rôle.

3.4.2 Domaines et modes d'intervention fédérale possibles

Nous verrons ci-dessous que les transactions d'initiés, les marchés boursiers, la facilitation des poursuites et la présence internationale constituent des domaines qui, par leur importance pour le marché national, se prêtent à une intervention fédérale²⁷⁵. Celle-ci pourrait être directe ou indirecte. La réglementation directe consisterait en l'élaboration de normes applicables aux acteurs de l'industrie; la réglementation indirecte permettrait l'application des normes fédérales aux gouvernements provinciaux.

3.4.2.1 Réglementation directe

Nous avons identifié deux domaines où le palier fédéral pourrait – et devrait – intervenir directement : les bourses et la représentation internationale.

(1) Bourses

Nous avons vu que selon certaines études, le TSX n'est pas aussi performant qu'il ne pourrait l'être²⁷⁶. Les bourses et systèmes de négociation parallèle sont les plaques tournantes de l'industrie des valeurs mobilières, puisque

274 Voir note 229.

275 Nous présumons à ce stade que le fédéral a la compétence pour réglementer ces domaines. La question sera approfondie plus loin (*infra*, 3.4).

276 *Supra*, 1.1.1.1 et 1.1.1.2.

là s'effectuent la plupart des opérations sur les valeurs mobilières²⁷⁷. Les notions d'efficacité et de liquidité des marchés prennent tout leur sens dans le marché boursier²⁷⁸. Il va sans dire que le bon fonctionnement des marchés boursiers canadiens est vital non seulement pour l'économie de chaque province mais également pour l'économie canadienne dans son ensemble²⁷⁹.

Les bourses mondiales sont en mutation constante²⁸⁰. La concurrence féroce dans le domaine engendre des fusions, des réorientations²⁸¹. Au Canada, depuis 1999, les bourses ont consolidé leurs activités et se sont divisées le marché : le TSX s'occupe des grands titres, la Bourse de croissance TSX des titres juniors, et la Bourse de Montréal des dérivés. L'entente expire en 2009, et déjà le TSX envisage de se lancer dans les dérivés financiers, pour rivaliser avec la Bourse de Montréal²⁸². Rappelons également que le Winnipeg Commodity Exchange se spécialise dans l'échange de produits dérivés sur les marchandises. Les systèmes de négociation parallèle tels Bloomberg et CNQ font également leur apparition dans le marché canadien. Tous ces acteurs sont encadrés par des OAR, mais la réglementation des OAR n'est pas exhaustive. Par exemple, lorsqu'il est question de fusions de bourses, d'incitatifs pour concurrencer sur la scène internationale ou de lien entre les marchés boursiers et la politique économique nationale, aucune province ne peut agir dans l'intérêt de l'ensemble du pays. Même si les marchés boursiers se portent actuellement relativement bien, comme nous l'avons vu²⁸³, l'encadrement d'une réglementation nationale fait défaut.

277 Certaines opérations sont également réalisées sur le marché hors cote, surtout pour les investisseurs institutionnels. Par hypothèse, le fédéral devrait aussi réglementer ce marché, mais pour en venir à une conclusion définitive, il faudrait étudier en détail les caractéristiques de ce marché.

278 Voir à ce sujet Serge BOISVERT et Charles GAA, « Innovation et concurrence au sein des marchés boursiers canadiens », (2001) *Revue de la Banque du Canada* 17 (été).

279 P. HOGG et P. ANISMAN, *loc. cit.* note 72, 139.

280 Pour un tracé de l'évolution de la structure des marchés boursiers, voir Amir LICHT, « Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets », *loc. cit.*, note 9.

281 Récemment, le NYSE a fait une offre d'achat à Euronext. Si ces bourses fusionnaient, elles formeraient de loin la bourse la plus importante au monde.

282 Voir Kerry MASSARO, « Toronto Exchange Plans Derivative Debut », *Wall Street and Technology*, 30 janvier 2006.

283 *Supra*, 1.1.1.1 et 1.1.1.3.

La réglementation des bourses se fait actuellement par l'entremise d'OAR, qui sont à leurs tours réglementés par les lois provinciales des valeurs mobilières. En 2002, la réglementation du TSX, de la Bourse de croissance TSX et des nouveaux systèmes de négociation parallèles qui commencent à émerger au Canada a été prise en charge par SRM, reconnu à titre d'organisme d'OAR par l'Ontario, le Québec, la Colombie-Britannique, le Manitoba et l'Alberta. La Bourse de Montréal est également agréée en tant qu'OAR au Québec et réglemente l'activité de ses membres.

Pour être reconnu comme OAR, un organisme doit répondre à certains critères de forme et faire preuve de transparence envers le gouvernement provincial (fourniture de rapports, supervision des règlements administratifs). Les critères de reconnaissance d'un OAR sont sensiblement les mêmes d'une province à l'autre, outre quelques variations mineures. Plusieurs gouvernements provinciaux ont donc un impact théorique sur la réglementation des marchés boursiers, mais la valeur ajoutée par les différences provinciales est minime.

La réglementation multiple des OAR engendre un autre problème : si une province a des critères d'agrément plus stricts que ceux des autres, l'OAR devra, dans les faits, se conformer aux normes de cette province. Une seule province peut donc obtenir la mainmise *de facto* sur la réglementation des OAR, rendant superflue la réglementation des autres provinces. Aussi, le fait qu'un OAR soit tributaire de l'agrément de plusieurs provinces pourrait nuire à son fonctionnement, advenant des conflits ou des contradictions dans la réglementation provinciale. Enfin, dans la pratique, l'Ontario réglemente SRM et le Québec réglemente la Bourse de Montréal. La reconnaissance en tant qu'OAR par d'autres provinces n'est qu'une formalité, ce qui rend redondante la réglementation des autres provinces²⁸⁴. Il y a donc lieu de se demander si la structure actuelle est

284 Pour une discussion approfondie de la pertinence de la réglementation moderne des OAR et des problèmes du régime actuel, voir N. MOHINDRA, « Securities Market Regulation in Canada », *loc. cit.*, note 208, 33-35.

véritablement optimale et, surtout, si elle a sa place dans un régime de concurrence interprovinciale.

Il est en effet difficile d'imaginer comment la réglementation des OAR pourrait s'intégrer dans un régime concurrentiel. En principe, chaque province pourrait établir des critères de reconnaissance des OAR, lesquels feraient partie du produit juridique offert. Or, il n'y a aucune raison de croire que la réglementation des OAR a un impact sur la valeur de la réglementation, telle que perçue par les investisseurs et les émetteurs. Il n'y a aucune preuve à cet effet non plus. Les investisseurs valorisent surtout les normes *substantives* élaborées par les OAR, non pas les règles d'encadrement des OAR, qui sont en somme des règles de forme. Cela ne signifie pas que ces règles ne sont pas importantes, mais simplement qu'elles n'entrent pas vraiment en jeu dans l'évaluation de la qualité de la réglementation provinciale. Par conséquent, il serait peu efficace de demander à plusieurs provinces d'investir dans la réglementation des OAR. De plus, dans un régime de concurrence, le même OAR devrait obéir en parallèle aux règles de toutes les provinces qui le réglementent, ce qui n'est pas réalisable dans la pratique.

Il s'agit donc d'un domaine où l'intervention directe du gouvernement fédéral serait souhaitable²⁸⁵. Les bourses offrent un service national et international : le maintien d'un marché de valeurs mobilières. Comme la majorité des titres canadiens sont transigés dans l'une ou l'autre des bourses canadiennes, tous les investisseurs et émetteurs canadiens bénéficient de marchés boursiers efficaces et bien réglementés. Si le gouvernement fédéral était investi du pouvoir de réglementer les OAR boursiers, il pourrait générer des économies d'échelle et s'occuper d'une question véritablement nationale : l'efficacité des marchés.

285 Le Rapport de la Commission Macdonald avait d'ailleurs suggéré cela : *loc. cit.*, note 135, p. 187.

Mais dans ce cas, n'y aurait-il pas risque de capture réglementaire des OAR ou du gouvernement fédéral par l'industrie ? En théorie, peut-être – mais nous ne croyons pas que les conséquences constituent une menace. La réglementation gouvernementale des OAR concerne la forme plus que le fond : les gouvernements établissent les critères de reconnaissance et de supervision des OAR qui, eux, formulent les règles substantives auxquelles les bourses doivent se conformer. La capture du gouvernement fédéral ne pourrait donc affecter que de règles de supervision. Quant à la capture réglementaire des OAR, elle se trouve limitée justement par la supervision gouvernementale et l'imposition de règles de transparence.

(2) *Rôle international*

Plusieurs commentateurs ont fait remarquer que le Canada manque de présence sur la scène internationale des valeurs mobilières²⁸⁶. Certes, quatre commissions provinciales sont membres de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, mais elles ne peuvent agir qu'en leur nom propre. Elles ne représentent pas les intérêts des émetteurs ou des investisseurs des autres provinces. Cela renforce la perception de la communauté internationale à l'effet que le système canadien des valeurs mobilières est compliqué et chaotique²⁸⁷.

Pour faire face à ce problème, le gouvernement fédéral devrait – sous réserve de certaines précautions dont nous discutons ci-dessous – s'imposer sur la scène internationale et agir à titre d'interlocuteur principal auprès des pays, des émetteurs et des investisseurs étrangers, pour le compte des provinces. Il pourrait ainsi présenter un front commun et faire avancer les intérêts nationaux. Enfin, il pourrait sensibiliser la communauté internationale au régime canadien de

286 D. HARRIS, *A Symposium on Canadian Securities Regulation - Harmonization or Nationalization ?*, *loc. cit.*, note 2, 50-51, David JOHNSTON et Kathleen Doyle ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 3^e éd., Toronto, Butterworths, 2003, p. 317.

287 *Loc. cit.*, note 90.

réglementation concurrentielle, ce qui bénéficierait à la crédibilité du marché canadien des valeurs mobilières sur la scène internationale.

Évidemment, pour que le gouvernement fédéral puisse être un interlocuteur crédible auprès de la communauté internationale, il devra avoir la confiance des provinces, surtout lorsque viendra le temps de prendre de souscrire à des engagements internationaux. Pour ce faire, il devra consulter les provinces au préalable et veiller à ce que leurs intérêts soient dûment intégrés à la politique nationale²⁸⁸. Cela nécessitera une ouverture ainsi qu'un engagement constant de la part des gouvernements en cause. Le gouvernement fédéral devra donc faire preuve de doigté dans ses relations intergouvernementales. Les bénéfices d'une si délicate tâche sont cependant considérables : le Canada bénéficiera d'une voix cohérente au niveau international et, par la promotion de ses diverses spécialisations réglementaires dans le domaine des valeurs mobilières, pourra attirer davantage de capital étranger, ce qui renforcera ses marchés capitaux.

3.4.2.2 Réglementation indirecte

La réglementation par voie de normes minimales applicables aux provinces peut s'avérer nécessaire lorsque le fédéral souhaite atteindre un objectif quelconque pour assurer la protection du marché national, mais que divers moyens peuvent être employés pour y arriver. La réglementation indirecte n'exigerait pas une réglementation fédérale détaillée – au contraire, elle servirait seulement à fixer l'objectif, laissant aux provinces le soin de l'intégrer à leur réglementation comme elles l'entendent. La constitutionnalité d'un tel mécanisme est envisagée plus loin²⁸⁹. À ce stade, nous nous contentons d'identifier certains domaines qui pourraient se prêter à une intervention fédérale indirecte, vu leur

288 La place laissée au rôle des autres provinces sur la scène internationale est délicate et dépasse le cadre de la présente étude. Mentionnons qu'elle n'est pas propre au domaine des valeurs mobilières.

289 *Infra*, 4.2.3.

incidence importante sur le marché nationale : les délits d'initiés, les règles d'encadrement des PME, les poursuites publiques et les poursuites privées.

(1) *Délits d'initiés*

La plupart des études doutent de l'utilité de la réglementation des initiés comme mécanisme de protection des investisseurs car il n'a pas été prouvé de façon concluante que les investisseurs subissent un dommage réel découlant des transactions d'initiés²⁹⁰. Par contre, une telle réglementation pourrait avoir une incidence sur la protection de l'intégrité des marchés. En effet, la majorité des commentateurs la justifient soit sur des bases d'équité, soit sous l'angle de la protection de l'information confidentielle de la société²⁹¹. Autrement dit, les règles interdisant les délits d'initiés peuvent être perçues comme une façon de raffermir la confiance des investisseurs envers le marché²⁹². Une autre étude récente démontre que la qualité de la réglementation en matière de délits d'initiés a également un effet positif sur la liquidité du marché et la dispersion de l'actionnariat, deux autres facteurs importants pour la protection des marchés. La réglementation des initiés vise donc davantage la protection des marchés que la protection des investisseurs²⁹³.

Nous faisons face à nouveau à la dichotomie entre marché provincial et marché national. Dans la mesure où on conçoit le marché des valeurs mobilières comme un marché national, sa liquidité et son efficacité intéressent naturellement le palier fédéral. À ce titre, l'intervention par le gouvernement fédéral pourrait être

290 Voir Stephen M. BAINBRIDGE, *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*, mars 2001, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277. Les partisans de la doctrine demeurent divisés à l'égard de l'utilité de la réglementation des initiés. Le texte de Bainbridge en fait une synthèse.

291 *Id.*

292 Utpal BHATTACHARYA and Hazem DAOUK, « The World Price of Insider Trading », (2002) 57 *Journal of Finance* 75, 76-77; Kimberly D. KRAWIEC, « Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age » (2001) 95 *Northwestern University Law Review* 443.

293 Laura N. BENY, « Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World (Former title: Do Insider Trading Laws Matter ? Some Preliminary Comparative Evidence) » (mai 2006). *University of Michigan Legal Working Paper Series. University of Michigan John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper Series. Working Paper 35*, <http://law.bepress.com/umichlwps/olin/art35>.

souhaitable, non pas pour réglementer les transactions d'initiés de façon substantive, mais seulement pour apporter les rectifications nécessaires afin que le marché national demeure vigoureux.

Une telle réglementation pourrait prendre la forme de normes minimales applicables aux provinces. Par exemple, certaines études ont démontré que les pénalités ont un effet dissuasif important sur les délits d'initiés²⁹⁴. Par conséquent, l'imposition de normes pénales minimales, que les provinces incorporeraient à leur réglementation, constituerait un mode d'intervention approprié. Ce mode devrait permettre le maintien d'un standard élevé et éviter que la réglementation sous-optimale d'une province nuise au marché national. Notons par ailleurs que ce type d'intervention couvrirait plus que la réglementation fédérale actuelle, qui se limite aux champs de compétence fédérale : aspects criminels du délit d'initié et réglementation du délit dans le cadre de certaines lois de ressort fédéral telles la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et la *Loi sur les banques*.

(2) Règles d'encadrement des PME

Nous avons noté les difficultés de financement et de performance auxquelles font face les PME (*supra*, 1.1.1.6). Étant donné leur importance pour l'économie canadienne dans son ensemble, il pourrait s'avérer souhaitable d'adopter certaines règles minimales à l'échelle du pays pour corriger ces problèmes. Dans un article récent, le professeur Stéphane Rousseau propose une série de réformes visant à alléger le fardeau réglementaire des PME et faciliter leur accès au financement²⁹⁵. Le gouvernement fédéral pourrait tirer de ces réformes certains principes essentiels qui seraient par la suite applicables aux provinces. Cette approche assurerait que les éléments de base nécessaires à l'amélioration de la situation des PME canadienne bénéficie d'une attention nationale tout en s'intégrant, avec certaines variations, aux différentes réglementations provinciales.

294 A. Bris, *loc. cit.*, note 83.

295 *Loc. cit.*, note 86.

(3) *Assistance aux provinces : poursuites publiques*

Si l'intérêt public des marchés provinciaux est primordial, l'intérêt public national ne doit pas être écarté pour autant; au contraire, il est essentiel de veiller à sa protection. Différentes solutions pour intégrer la protection de l'intérêt public national au régime de passeport peuvent être envisagées. Par exemple, dans sa soumission au Comité des personnes averties, le professeur Macintosh propose un mécanisme de délégation au gouvernement fédéral pour les poursuites publiques²⁹⁶. Ce mécanisme a l'avantage de regrouper les procédures de toutes les provinces sous l'autorité d'une même juridiction. Cependant, si les commissions provinciales perdaient la compétence de gérer les procédures relevant de leur régime, elles ne pourraient pas développer une jurisprudence spécialisée. L'un des bénéfices de la concurrence serait alors perdu.

Une solution permettant de conserver ce bénéfice serait l'adoption par le gouvernement fédéral d'une norme minimale applicable à toutes les lois provinciales des valeurs mobilières, faisant du critère de l'intérêt public national un critère supplémentaire dont les commissions devraient tenir compte. Le défaut de considérer ce critère adéquatement serait donc un motif d'appel. On pourrait le jumeler à une exigence de notifier la Couronne de toute procédure d'intérêt public national, comme cela se fait déjà en matière constitutionnelle. Le gouvernement fédéral aurait ainsi la possibilité d'être partie aux procédures et de faire entendre son point de vue. Avec un tel mécanisme, les commissions pourraient développer une jurisprudence spécialisée, sans que l'intérêt public national soit compromis.

296 « One way to spread the cost of the administrative enforcement mechanism is to have all participant jurisdictions delegate authority to conduct investigations, etc. to the federal government. In a sense, this is an automatic cost-spreading device, because the costs of the system are borne by all Canadian tax payers. It may be that the federal government could be induced to offer this service so as to be seen to be part of the solution to our current problems (although Quebec will not likely delegate to the federal government). Moreover, the federal government is better situated than many of the provinces to offer enforcement services. » J. MACINTOSH, soumission présentée au CPA, *loc. cit.*, 209.

(4) *Assistance aux investisseurs : poursuites privées*

Rappelons que, dans le régime actuel, les coûts sont générés par les différences procédurales d'une province à l'autre, et par la difficulté d'administrer un recours collectif d'investisseurs dans ce contexte. Le problème est évité dans un régime de concurrence parce que les règles applicables dans une poursuite civile sont celles de la province qui régit l'émetteur. De la sorte, il n'y a qu'un seul ensemble de règles de procédure à l'égard de l'émetteur. Tous les détenteurs de valeurs mobilières de cet émetteur ont les mêmes droits procéduraux peu importe leur province de résidence. Il leur est donc possible de se regrouper et de former un recours collectif cohésif et fort. L'administration d'un tel recours est aussi beaucoup plus facile.

Un problème subsiste toutefois. Dans le système actuel, comme l'émetteur est assujéti aux règles de toutes les provinces simultanément, l'investisseur peut invoquer le droit de sa propre province de résidence pour poursuivre un émetteur, peu importe l'emplacement du siège social de ce dernier. Dans un régime de passeport, la juridiction logique pour tenter la poursuite serait la province qui régit l'émetteur. Or, si l'investisseur réside ailleurs, une telle poursuite pourrait s'avérer difficile.

Le problème n'est peut-être pas aussi sérieux qu'il ne paraît. En effet, puisqu'il y a des investisseurs dans la même situation partout au Canada, il est probable que l'un d'entre eux se situe dans la province qui réglemente l'émetteur. Le recours pourrait donc facilement être entrepris par cette personne²⁹⁷. On pourrait également permettre aux tribunaux des autres provinces de juger les

297 Cette situation se distingue de celle évoquée par John Coffee, dans sa critique sur la concurrence internationale dans le domaine des valeurs mobilières, où les tribunaux nationaux devraient interpréter les lois de certains de pays rédigées dans des langues différentes (John C. COFFEE, « Law And Regulatory Competition: Can They Co-Exist ? », *loc. cit.*, note 241, 1733).

poursuites selon le droit de la province hôte, une pratique courante dans d'autres domaines²⁹⁸.

Une approche cohérente à l'échelle nationale pourrait également s'avérer nécessaire. Les études continues de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes et, Andrei Shleifer²⁹⁹ concluent, entre autres, que le succès relatif d'un marché de valeurs mobilières dépend en grande partie des mécanismes favorisant la résolution *privée* de litiges – autrement dit, les recours civils des investisseurs – plutôt que du régime public d'application des lois, aussi rigoureux soit-il. La facilitation des recours des investisseurs, notamment par la possibilité d'intenter un recours collectif, relèverait donc de l'intérêt national. Par conséquent, le gouvernement fédéral aurait un intérêt particulier à assurer que tous les investisseurs disposent de droits de poursuite collective en matière de valeurs mobilières, non pas pour régir de façon précise les modalités des recours, mais pour garantir l'existence d'un certain droit de base. Le fédéral pourrait alors établir une norme minimale, à laquelle souscriraient les provinces, enchâssant la possibilité des investisseurs d'intenter un recours collectif portant sur le droit des valeurs mobilières³⁰⁰. Les provinces seraient libres d'élaborer les modalités d'un tel recours.

3.5 Vue d'ensemble du modèle

Le modèle qui se dessine est celui d'une réglementation à deux paliers ayant des champs d'application complémentaires. Les provinces, par la mise en œuvre d'un régime de passeport, s'engagent dans une concurrence intergouvernementale dans la plupart des aspects de la réglementation des

298 C'est d'ailleurs la philosophie véhiculée par l'arrêt *Hunt c. T&N plc*, [1993] 4 R.C.S. 289.

299 Nous nous référons donc à la plus récente. R.LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES et A. SHLEIFER, *loc. cit.*, note 82.

300 Comme la Constitution prévoit, au paragraphe 92(14), que l'administration de la justice dans une province est de compétence provinciale, la compétence fédérale quant à l'adoption de normes minimales en matière procédurale pourrait être mise en cause. Cette question sera abordée au chapitre suivant (*infra*, 4.2.3).

valeurs mobilières. Le gouvernement fédéral intervient lorsque la protection du marché national est en jeu, soit en imposant certaines normes minimales que les provinces doivent ensuite intégrer à leur réglementation, soit en réglementant directement dans certains domaines qui dépassent les intérêts provinciaux. La perte d'économies d'échelle qu'aurait amené la création d'une commission nationale unique est compensée par la capacité d'innovation, la réceptivité des autorités de réglementation aux besoins de l'industrie, et la spécialisation – bref, l'amélioration de la qualité du produit législatif³⁰¹. De plus, le modèle que nous proposons jouit d'une perspective nationale et d'une plus grande stabilité, deux éléments qui font défaut dans régime de passeport proposé par les ACVM³⁰². Au plan strict des coûts et des bénéfices, notre modèle présente donc un avantage par rapport au modèle de commission unique et au régime de passeport.

Il va sans dire que ce modèle nécessite une certaine coopération minimale entre les provinces et le fédéral. Cela peut paraître comme un coût de coordination supplémentaire excessif, mais aucune structure excessivement lourde n'est préconisée. La coopération ne doit pas être aussi prononcée que le suggère le rapport du « Groupe Crawford »³⁰³. Néanmoins, pour maintenir une réglementation unifiée et cohérente pour l'industrie, le fédéral ne saurait agir isolément. D'ailleurs, dans tous les domaines de compétence fédérale et provinciale mixte, la coopération et la communication intergouvernementale sont souhaitées et

301 Anand et Klein parlent d'une « efficacité des coûts » dans un modèle à commission unique et d'une « efficacité dynamique » dans le modèle de passeport. Ils voient un compromis à faire entre ces deux types d'efficacité, selon le modèle choisi. A.I. ANAND et P. C. KLEIN, « Inefficiency and path dependency in Canada's securities regulation system: Towards a reform agenda », *loc. cit.*, note 207. L'analyse des coûts et des bénéfices effectuée plus haut indique cependant que le régime que nous proposons peut être aussi efficace sur le plan des coûts, sinon plus, que le modèle à commission unique, d'autant plus que la présence du gouvernement fédéral stabiliserait le système.

302 Plusieurs auteurs, indiquent en fait que la concurrence intergouvernementale ne peut être stable sans l'intervention d'un gouvernement de niveau supérieur. L'absence d'une telle intervention à l'échelle internationale diminue la stabilité de la concurrence réglementaire internationale en valeur mobilières, mais la présence du gouvernement fédéral pourrait effectivement jouer le rôle de stabilisation voulu au sein d'une fédération (voir F. TUNG, *loc. cit.*, note 198, 1388). Ce thème revient constamment dans l'analyse d'Albert Breton, *op. cit.* note 143. Au Canada, les détracteurs du régime de passeport proposé par les ACVM font état de ce manque de stabilité, mais ne tiennent pas compte de la possibilité pour le fédéral d'intervenir (voir par exemple D. HARRIS, *A Symposium on Canadian Securities Regulation - Harmonization or Nationalization ?*, *loc. cit.*, note 2, 72).

303 *Loc. cit.*, note 6.

encouragées. Dans le modèle que nous proposons, la coopération servirait non pas à obliger tous les acteurs à coordonner minutieusement leurs politiques – ce qui ralentirait le processus décisionnel – mais simplement à assurer une bonne communication entre les acteurs et favoriser une saine concurrence.

Aussi intéressant qu'il puisse être en théorie, le modèle que nous proposons ne peut recevoir d'application pratique à moins de pouvoir s'inscrire dans le cadre constitutionnel du partage des compétences. Les quelques partisans de la concurrence interprovinciale dans la réglementation des valeurs mobilières n'ont pas, à notre connaissance, élaboré sur la constitutionnalité de ce mécanisme. Il y a donc lieu d'examiner la structure réglementaire proposée ci-dessus sous l'angle constitutionnel.

4. Concurrence interprovinciale et fédéralisme

En termes constitutionnels, la compétence en matière de valeurs mobilières présente un paradoxe. Les valeurs mobilières constituent un bien que l'on peut acheter comme tout autre bien, ce qui devrait valoir aux provinces présomption de compétence pour en réglementer la vente³⁰⁴. Toutefois, le bien participe également d'une activité qui dépasse le cadre d'une simple opération commerciale, parce que la somme des opérations a une incidence importante sur l'ensemble du marché financier canadien. Par conséquent, la compétence fédérale en matière de trafic et de commerce, ainsi que le pouvoir « de faire des lois pour la paix, l'ordre et le bon gouvernement du Canada », semblent favoriser une intervention fédérale³⁰⁵. C'est précisément pour ces raisons que le régime de passeport peut découler, selon nous, de la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils, tandis que l'intervention fédérale dans certains domaines peut relever des compétences fédérales en matière de commerce et de paix, d'ordre et de bon gouvernement.

L'objectif de l'analyse qui suit est de démontrer que ce modèle de répartition des tâches est non seulement compatible avec le partage des compétences, tel que prévu aux articles 91 et 92 de la *Loi constitutionnelle*, mais qu'il s'intègre fort bien à l'esprit de ces articles. L'analyse nécessitera toutefois un certain rajustement de la façon traditionnelle d'appréhender les pouvoirs constitutionnels. Nous examinerons donc successivement les compétences provinciales et fédérales à l'appui du modèle. En filigrane, nous verrons que le rattachement de la

304 *Brasseries Labatt du Canada Ltée. c. Procureur général du Canada*, [1980] 1 R.C.S. 914, 942.

305 Article 91, *Loi constitutionnelle de 1867*. D'autres pouvoirs constitutionnels ont été identifiés par certains auteurs comme pouvant servir de base à une réglementation fédérale dans certains domaines afférents au droit des valeurs mobilières, mais le lien est plus ténu. Par exemple, le pouvoir de légiférer en matière criminelle pourrait être utilisé pour réglementer les aspects délictueux du droit des valeurs mobilières, tels la fraude et le délit d'initié. Le pouvoir de déclarer certains travaux comme étant « de l'avantage du Canada » (al. 92(10)a) de la *Loi constitutionnelle*) pourrait théoriquement permettre au gouvernement fédéral de déclarer que les bourses canadiennes relèvent de sa compétence. Voir R. LECKEY et E. WARD, *loc. cit.*, note 214. Étant donné leur perspective plus restreinte, ces deux chefs de compétence peuvent toutefois être écartés comme sources primaires de compétence pour le type d'intervention fédérale que nous proposons.

compétence à l'un ou l'autre des paliers de gouvernement dépend de l'objectif de la mesure en cause : plus une mesure relève de l'objectif de « protection des investisseurs », plus elle peut se rattacher à la compétence provinciale. Par contre, plus elle est relèvé de l'objet de « protection des marchés nationaux », plus la compétence fédérale est mise en jeu.

4.1 La compétence provinciale en droit des valeurs mobilières et le régime de passeport

Dans ce qui suit, nous effectuons un bref historique de la jurisprudence en matière de propriété et droits civils, et en matière de valeurs mobilières, pour démontrer que les tribunaux ont adopté, tant dans leurs décisions initiales que dans leurs décisions plus récentes, une conception du droit des valeurs mobilières axée sur la protection des investisseurs, par opposition à la protection des marchés. Cette conception, à laquelle nous adhérons, nous permettra d'établir les bases du régime de passeport et de l'adapter aux contraintes constitutionnelles auxquelles il fait face. Nous en examinerons ensuite les lacunes, au regard du deuxième grand objectif de la réglementation des valeurs mobilières : la protection des marchés.

4.1.1 Droits civils dans la province – décisions initiales

La compétence provinciale en réglementation des valeurs mobilières débute par des arrêts du Conseil privé touchant le droit corporatif. *Citizens' Insurance Co. v. Parsons*³⁰⁶ (1881) mettait en cause une loi ontarienne qui prévoyait certaines modalités contractuelles impératives dans les contrats d'assurance, alors que dans *John Deere Plow Co. v. Wharton*³⁰⁷ (1914), une loi de Colombie-Britannique imposait certaines conditions d'enregistrement aux sociétés voulant faire affaire dans la province. Dans les deux cas, le Conseil privé devait déterminer si la loi

306 7 App. Cas. 96.

307 [1915] A.C. 330.

provinciale en question pouvait s'appuyer sur le pouvoir en matière de propriété et droits civils pour réglementer, sans restriction, les sociétés incorporées au fédéral, ou si au contraire ce pouvoir devait être circonscrit par le pouvoir fédéral de réglementer ces sociétés. Le principe qui se dégage de ces décisions est que le pouvoir en matière de propriété et droits civils comprend celui de réglementer les sociétés œuvrant dans la province, y compris les sociétés incorporées en vertu d'une loi fédérale; toutefois, la compétence provinciale ne permet pas de limiter l'action des ces dernières au point de paralyser leur capacité de fonctionnement³⁰⁸.

Ce principe a été appliqué au domaine des valeurs mobilières dans les arrêts *Lukey v. Ruthenian Farmers' Elevator Co.*³⁰⁹ et *A.G. Manitoba v. A.G. Canada*³¹⁰. Dans ces deux affaires, la législation provinciale interdisait la vente de valeurs mobilières à moins que la compagnie vendeuse et le courtier ne soient dûment enregistrés auprès des autorités provinciales. Dans les deux cas, la législation provinciale a été jugée inapplicable envers les sociétés incorporées en vertu d'une loi fédérale. Il est intéressant de noter que la loi provinciale était implicitement considérée comme valide de façon générale (seule son application envers les sociétés incorporées au fédéral était contestée) parce qu'elle s'inscrivait dans le cadre d'un objectif provincial légitime, à savoir la protection du public contre des investissements inadéquats³¹¹. Cependant, le lien entre valeurs mobilières et propriété et droits civils ne fait pas l'objet d'élaboration.

308 Le principe est appliqué également dans *The Great West Saddlery Co. Ltd. v. The King*, [1921] 2 A.C. 91. Il est habilement résumé par la Cour suprême de la Colombie-Britannique dans l'affaire *British Columbia Power Corporation* (1965) 47 D.L.R. (2d) 633, 684 : « It seems to me that the gist of the authorities can be summed up by saying that, – (1) If the provincial legislation does not relate to "company law", but to some matter over which the Province has exclusive jurisdiction under one of the enumerated heads of s. 92, then the legislation is intra vires notwithstanding that some Dominion companies are thereby prevented from carrying on business; (2) If the Provincial legislation is of the type that relates to "incorporation" of companies (i.e., is "company law") in the sense in which "incorporation" has been interpreted in the cases from *John Deere Plow Co. on*, then if the effect of such legislation is to prevent a Dominion company from carrying on business within the Province the legislation is ultra vires irrespective of whether or not the law is a law of general application. »

309 [1924] S.C.R. 56.

310 [1929] 1 D.L.R. 369.

311 Dans *Lukey*, le raisonnement de la Cour d'appel de Saskatchewan ([1923] 4 D.L.R. 308) est cité avec approbation par la Cour suprême sans être repris en profondeur.

Le sujet est quelque peu approfondi dans l'arrêt *Lymburn v. Mayland*³¹², où il était question de la légalité du *Securities Fraud Prevention Act* de l'Alberta. Cette loi prévoyait une procédure d'enregistrement de toute personne – employé d'une société ou courtier – qui entend transiger des valeurs mobilières, et un examen de l'intégrité de cette personne par le procureur général de la province. Par effet indirect, la société voulant faire un appel public à l'épargne devait nécessairement avoir recours à un courtier inscrit, ou veiller à ce que l'un des employés soit inscrit. Ce mécanisme constituait en fait les rudiments de l'examen des prospectus et de la réglementation des intermédiaires de marché.

La même question que dans les arrêts précédents se posait donc : dans quelle mesure la loi provinciale peut-elle s'appliquer aux sociétés incorporées en vertu d'une loi fédérale ? La loi a finalement été déclarée valide au motif que la restriction de liberté d'action des sociétés inscrites au fédéral était considérée comme moins importante que dans les causes précédentes. Mais il importe de retenir ici que le Conseil privé s'est penché sur l'objectif de la loi, en approfondissant l'analyse des affaires précédentes. Il a constaté que le mécanisme d'enregistrement et d'examen préalable visait essentiellement à protéger le public contre les transactions frauduleuses en veillant à ce que les personnes qui transigent les valeurs mobilières soient intègres et qualifiées. En adoptant une telle position, il affirme indirectement que la protection du public investisseur relève de la « propriété et des droits civils dans la province »³¹³.

L'évolution jurisprudentielle se poursuit avec deux arrêts importants de la Cour suprême dans les années 1960, *R. v. Smith*³¹⁴ et *Gregory & Co. v. Quebec (Securities Commission)*³¹⁵. Dans *Smith*, il était question de l'ancien article 63 de la loi ontarienne sur les valeurs mobilières, qui interdisait l'émission d'un prospectus

312 [1932] A.C. 318.

313 *Id.*, 326.

314 [1960] S.C.R. 776.

315 [1961] S.C.R. 584.

frauduleux. Comme l'article était semblable à une disposition du Code criminel, l'appelant soutenait que l'article 63 était en fait une règle de droit criminel, donc de compétence fédérale. La Cour suprême a rejeté cet argument à la majorité, se fondant sur l'arrêt *Lymburn* et réitérant que l'objectif de la législation provinciale dans le domaine des valeurs mobilières est la protection du public. Elle décrit ensuite l'interdiction d'émettre un prospectus frauduleux comme l'un des éléments de cette protection.

L'arrêt *Gregory*, quant à lui, présente à la Cour suprême une nouvelle question : le démarchage interprovincial des valeurs mobilières par les courtiers. L'appelant était un courtier en valeurs mobilières dont le siège social se trouvait à Montréal. Il exerçait toutefois ses activités sans être inscrit à la Commission des valeurs mobilières du Québec, et était donc poursuivi par celle-ci pour avoir contrevenu à l'obligation d'inscription préalable. L'appelant contestait l'applicabilité de cette obligation, expliquant qu'il exerçait ses activités de courtier exclusivement auprès de clients résidant dans d'autres provinces. Il se fondait en fait sur l'argument que les lois provinciales ne peuvent avoir d'effet extraterritorial. La Cour a rejeté son argument, affirmant que les activités de l'appelant étaient bel et bien exercées à partir de Montréal, et minimisant l'incidence du fait que les clients se trouvaient ailleurs qu'au Québec³¹⁶.

On peut dégager de ces trois décisions – *Lymburn*, *Smith* et *Gregory* – certaines caractéristiques communes. Premièrement, chacun de ces arrêts affirme que la protection du public relève de la propriété des droits civils, quoique le lien n'y soit pas expliqué formellement. On ne peut que présumer que les tribunaux se sont basés sur le fait que les valeurs mobilières sont un type de propriété, habituellement soumises aux règles contractuelles du droit commun provincial. Les décisions ont un autre point en commun : dans chaque affaire, le tribunal est

316 La Cour d'appel du Manitoba a rendu une décision identique dans une affaire similaire mais inversée : Dans *Regina v. McKenzie Securities Ltd. et Al.*, [1966] 4 C.C.C. 29, il s'agissait d'un courtier poursuivi par la province où se trouvaient ses clients.

appelé à examiner non pas une loi provinciale des valeurs mobilières dans son ensemble, mais seulement quelques dispositions particulières : l'inscription des courtiers ou des sociétés, ou le contenu du prospectus. Chaque disposition est présentée comme découlant de la nécessité de protéger le public, domaine qui est présumé relever de la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils dans la province. Pourtant, dans chaque cas, la Cour ne s'est pas prononcée quant à la validité de la loi sur les valeurs mobilières sur laquelle reposent les décisions qu'elle a rendues. D'ailleurs, dans l'arrêt *Gregory*, le juge Cartwright a identifié cette lacune dans une opinion séparée. Il exprime ainsi ses doutes quant à la validité du raisonnement dans *Lymburn* :

« [...] I wish to make it clear that the judgment of this Court in this case does not by implication or otherwise decide anything as to the constitutional validity of the Act. Although all arguments involving an attack on the validity of the Act are withdrawn I have difficulty in satisfying myself that on its true construction the Act authorizes the Securities Commission to regulate a business of the sort carried on by the appellant [...].»³¹⁷

De plus, la perspective du droit des valeurs mobilières axée exclusivement sur la protection des investisseurs semble peu recherchée, compte tenu de la complexité actuelle du domaine et, surtout, de la nécessité de protéger l'intégrité des marchés. Si l'accent avait été mis sur la protection des marchés financiers canadiens, il y a lieu de se demander si la compétence en matière de propriété et droits civils aurait été jugée suffisante pour justifier l'application de la législation provinciale.

4.1.2 Décisions récentes

Trois décisions relativement récentes ont été rendues sur la question de la compétence provinciale en droit des valeurs mobilières. Il s'agit des arrêts *Multiple Access*, *Global Securities* et *Pearson*. Ces décisions confirment, de manière un

317 *Gregory*, précité, note 315, p. 592.

peu plus sophistiquée que les décisions initiales, la compétence provinciale en matière de valeurs mobilières, en mettant l'accent sur l'objectif de protection des investisseurs, au détriment de la protection des marchés³¹⁸. Nous les reprenons par ordre chronologique.

Multiple Access

L'affaire *Multiple Access*³¹⁹ mettait en cause deux mesures législatives presque identiques sur le délit d'initié, l'une fédérale et l'autre provinciale. La loi fédérale sur les sociétés par actions et la loi ontarienne sur les valeurs mobilières prévoyaient un recours contre les initiés d'une société qui profitent indûment et au détriment des autres actionnaires de l'information dont ils disposent à l'égard de la société. La Cour Suprême devait se prononcer sur la constitutionnalité de chacune de ces mesures.

D'une part, la Cour, reprenant la méthodologie utilisée dans *Lymburn*, tente d'abord de qualifier l'objectif de la mesure législative provinciale. La Cour estime que cette mesure s'inscrit dans l'objectif général de la loi sur les valeurs mobilières, c'est-à-dire l'intégrité des personnes qui transigent des valeurs mobilières³²⁰. Autrement dit, pour la Cour suprême, la compétence de réglementation des initiés serait matière de propriété et droits civils, parce qu'elle viserait à protéger les investisseurs³²¹. Par contre, la Cour demeure silencieuse quant à la validité de la disposition provinciale à l'égard de la compétence fédérale

318 L'affaire *Bennett*, datant de 1991, en vient à la même conclusion. Voir *Bennett v. British Columbia (Securities Commission)*, 82 D.L.R. (4th) 129. Nous en discutons plus longuement dans le contexte de la compétence fédérale sur le commerce interprovincial et international (*infra*, 4.2.1.2).

319 Précité, note 71.

320 *Id.*, pp.184-185.

321 Comme nous l'avons vu (*supra*, 3.4.2.2), les études récentes révèlent que la réglementation des opérations d'initiés a une plus grande incidence sur l'intégrité des *marchés* que sur l'intégrité des *initiés*. Le véritable objectif de la réglementation de ces opérations ne serait donc pas la protection des investisseurs mais celle du marché. Le lien établi par la Cour suprême entre la réglementation du délit d'initié et l'intégrité des initiés eux-mêmes n'est donc pas tout à fait exact.

en matière de commerce³²². Les aspects extraprovinciaux de la réglementation des valeurs mobilières ne sont pas traités. Ainsi, l'autre grand objectif de cette réglementation, la protection des marchés, est ignoré.

La dissidence des juges Beetz, Estey et Chouinard est fort évocatrice à ce sujet. Le juge Estey, au nom des juges dissidents, note avec regret que la Cour suprême n'a pas été saisie de la question de la compétence des provinces en matière de valeurs mobilières en regard de la compétence fédérale sur le commerce interprovincial et international³²³. Cette dissidence témoigne du doute qui subsiste quant au lien entre la réglementation du domaines des valeurs mobilières et la compétence provinciale en propriété et droits civils³²⁴. Elle fait état selon nous du fait que la compétence provinciale ne permet pas nécessairement de couvrir tous les aspects du droit des valeurs mobilières, notamment ceux ayant trait à la protection des marchés nationaux.

Global Securities

Dans l'affaire *Global Securities*³²⁵, la Cour suprême devait se prononcer sur la validité de l'article 114 de la loi sur les valeurs mobilières de Colombie-Britannique. Cette disposition autorisait le directeur de la Commission des valeurs mobilières de Colombie-Britannique à rendre des ordonnances permettant l'échange de renseignements avec d'autres commissions de valeurs mobilières. En l'espèce, la commission des valeurs mobilières de Colombie-Britannique transmettait certains renseignements dont elle disposait sur Global Securities Corporation, une maison de courtage, à la Securities Exchange Commission des États-Unis, dans le cadre d'une enquête mené par cette dernière. Il fallait donc

322 Elle ne se prononce sur cette compétence qu'à l'égard du pouvoir fédéral d'incorporation qui, lui, pourrait justifier la réglementation des initiés par le fédéral.

323 *Id.*, pp.224-225.

324 Anand et Klein suggèrent que l'attribution aux provinces de la compétence dans le domaine des valeurs mobilières est justement due à ce genre d'accident de parcours. A.I. ANAND et P. C. KLEIN, « Inefficiency and path dependency in Canada's securities regulation system: Towards a reform agenda », *loc. cit.*, note 207, 18 et suiv.

325 *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494.

déterminer si l'article 114 constituait une mesure législative valide, en regard de ses effets extraprovinciaux. Ainsi, la Cour suprême avait ici l'occasion de raffiner ou à tout le moins de clarifier son raisonnement dans *Multiple Access*, quant au lien entre législation en valeurs mobilières et « propriétés et droits civils dans la province ».

La Cour aborda la question en reprenant le test effectué dans l'arrêt *General Motors*³²⁶ : elle devait déterminer si la disposition en cause est valide selon l'un des chefs de compétence invoqués et, dans le cas contraire, déterminer si malgré cela la disposition s'inscrit raisonnablement dans le cadre d'un régime législatif valide sur le plan constitutionnel³²⁷. Elle entreprit donc de qualifier le caractère véritable de l'article 114. Son analyse se résume ainsi :

« [L']objectif dominant, ou « caractère véritable », de la disposition en cause est l'application de la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique. Cet objectif relève clairement de la compétence que les provinces ont, en vertu du par. 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, pour légiférer dans le domaine de « la propriété et [d]es droits civils dans la province ». La mesure législative favorise de deux façons la réalisation de cet objectif. Premièrement, pour réglementer efficacement le marché des valeurs mobilières dans la province, la Commission doit souvent avoir accès à des documents qui se trouvent à l'extérieur de la province, et c'est l'organisme de réglementation du marché des valeurs mobilières du ressort en cause qui est en mesure de lui donner le plus efficacement cet accès. Pour pouvoir compter sur cette coopération de la part d'organismes comme la SEC, la Commission se doit, comme l'al. 141(1)b) lui permet de le faire, d'obtempérer à toute demande de coopération qu'ils peuvent lui adresser.

Deuxièmement, l'al. 141(1)b) sera vraisemblablement utile pour déceler l'inconduite, à l'étranger, de courtiers inscrits dans la province. La Commission se soucie de l'honnêteté et de la bonne réputation des courtiers inscrits dans la province. Il ne fait aucun doute que la violation, par un courtier inscrit en Colombie-

326 *General Motors of Canada Ltd. c. City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641. Nous examinons cet arrêt dans le contexte de la compétence fédérale (*infra*, 4.2.1).

327 *Loc. cit.*, note 325, pp.505-506.

Britannique, des lois sur les valeurs mobilières d'un autre ressort est pertinente pour décider de l'aptitude de ce courtier à continuer de faire du commerce dans la province. La communication de renseignements pertinents à la SEC aide donc la Commission à décider de l'aptitude des courtiers inscrits dans la province à y faire du commerce. »³²⁸

Ici, la Cour se contente de prendre pour acquis la validité de la réglementation des valeurs mobilières en vertu de la compétence en matière de propriété et droits civils dans la province. Ayant établi que l'article 114 est une mesure législative valide en vertu de ce chef de compétence, il n'était pas nécessaire de passer à la deuxième partie du test de *General Motors* pour déterminer si l'article 114 s'inscrit dans le cadre d'un régime législatif valide. C'est pourtant cette deuxième partie qui aurait permis à la Cour suprême d'approfondir sérieusement le sujet et de reconsidérer les présomptions reprises aveuglément depuis l'arrêt *Lymburn*. La Cour suprême ne fait pourtant qu'effleurer la question fondamentale.

Pearson

L'arrêt *Pearson v. Boliden*³²⁹ touche au nœud de la question de la compétence provinciale en matière de valeurs mobilières, c'est-à-dire à la question entourant sa portée souvent extraprovinciale. L'affaire concernait une demande d'autorisation de recours collectif, dans une action en dommages contre une société qui aurait fait des déclarations frauduleuses dans un prospectus. La demande d'autorisation était portée devant un tribunal de Colombie-Britannique, mais elle visait tous les investisseurs canadiens ayant subi des dommages. Le tribunal de première instance avait autorisé le recours et tous les investisseurs canadiens faisaient partie de l'un ou l'autre des sous-groupes de demandeurs. La société défenderesse soutenait toutefois devant la Cour d'appel de Colombie-Britannique que certains sous-groupes de demandeurs devaient être exclus du

328 *Id.*, 499-500.

329 Précité, note 84.

recours, faisant valoir notamment que, dans certaines provinces où une distribution d'actions avait eu lieu, la loi locale sur les valeurs mobilières empêchait un tel recours, pour diverses raisons. Dans ces provinces, les personnes qui avaient acquis les actions suite à un placement de la société devaient donc être exclues du recours.

Le demandeur répliquait que la loi applicable dans tous les cas était celle du territoire où la faute avait été commise, soit la loi de la Colombie-Britannique. Il soutenait donc qu'il suffisait d'appliquer la loi de la Colombie-Britannique à tous les sous-groupes, et que les autres lois provinciales n'étaient pas pertinentes. La Cour d'appel de Colombie-Britannique était ainsi saisie de la question suivante : la loi sur les valeurs mobilières de la Colombie-Britannique s'applique-t-elle aux placements d'actions effectués dans d'autres provinces ? Autrement dit, a-t-elle une portée extraterritoriale ? Une réponse affirmative signifierait que les sous-groupes de demandeurs provenant d'autres provinces étaient couverts par cette loi ; à l'inverse, une réponse négative aurait pour effet d'exclure du recours collectif ceux qui résidaient dans une province où ce recours était interdit.

La Cour d'appel a tranché en faveur des défendeurs et a exclu du recours collectif les personnes qui s'étaient prévaluées d'un placement effectué dans une autre province, si la loi de la province en question empêchait le recours en dommages dans les circonstances. Pour en arriver à cette conclusion, la Cour d'appel a abordé la question sous l'angle du droit international privé (le principe de courtoisie) et du droit constitutionnel (l'union économique fédérale). La Cour souligne que la notion fondamentale, dans toutes les lois provinciales des valeurs mobilières, est celle du « placement » de valeurs mobilières. Selon la Cour, comme il n'y a pas de restriction de résidence attachée à la définition de « placement », cela signifie qu'un placement au sens de la loi ontarienne des valeurs mobilières peut avoir lieu en Ontario mais viser des investisseurs albertains. Autrement dit, le lieu du placement est déterminé indépendamment du lieu de résidence des investisseurs.

La Cour analyse la validité de ce mécanisme en regard de la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils dans la province, et elle précise sa position quant au lien entre ce chef de compétence et le droit des valeurs mobilières :

« [T] the "primary aim" of the provincial *Securities Acts* is the protection of the public from acts or conduct – particularly the solicitation of trades and the sale of securities – taking place within the respective provinces. As stated succinctly by Gillen [...] " . . . it is the vendor that is the object of the [legislation], and it is the purchaser that the legislation is designed to protect." The other goals of securities legislation – ensuring the efficiency of capital markets and increasing public confidence in the markets [...] – do not detract from this principle.

In a very real sense, then, the *Acts* are analogous to consumer protection legislation. The conduct *in the province* of issuers, brokers and other market intermediaries, wherever they may reside or carry on business, is regulated in order to protect the public, and the integrity of the market, in that province. »³³⁰

Pour la Cour d'appel de la Colombie-Britannique, la protection du public constitue le fondement principal du droit des valeurs mobilières, et c'est en cela que ce droit relève de la compétence en matière de propriété et droits civils dans la province. Par rapport aux arrêts *Lymburn*, *Multiple Access* et *Global Securities*, la conclusion n'est pas nouvelle. Ce qui distingue toutefois l'arrêt *Pearson* des arrêts précédents, c'est qu'il établit de façon explicite que le but *principal* de la réglementation des valeurs mobilières n'est pas la protection de l'intégrité ou de l'efficacité du marché, mais bien la protection des investisseurs. Les buts d'intégrité et d'efficacité du marché – autrement dit, la protection des marchés – seraient donc accessoires³³¹.

330 *Id.*, 278-279.

331 Nous reviendrons plus loin, dans le contexte de la compétence fédérale, sur l'objectif de protection des marchés. Notons que dans l'arrêt *Pezim* (précité, note 71), cité par la Cour d'appel dans *Pearson*, (précité, note 84) la Cour suprême avait réitéré que le but principal des lois sur les valeurs mobilières est non seulement de protéger les investisseurs, mais aussi d'« assurer le rendement du marché des capitaux et la confiance du public dans le système » (p.589). Par contre, dans *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée.*, (précité, note 67), la Cour suprême

De plus, la Cour d'appel indique que la protection des investisseurs d'une province passe par la réglementation des personnes qui participent au marché dans la province, même si ces personnes sont situées physiquement ailleurs. Elle fournit deux exemples :

« A dealer or broker may not trade in British Columbia unless it is registered to do so under the *British Columbia Act*. It matters not where the intermediary (or its customer) resides or carries on business. Similarly, an issuer that wishes to distribute shares in New Brunswick must comply with the prospectus requirements of the *New Brunswick Act*. This is so regardless of where the document is prepared or where the issuer has its head office. In this way, each province protects the investing public from misconduct in its territory [...]. »³³²

Ces exemples intègrent fermement le droit des valeurs mobilières dans la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils dans la province. La décision crée bien entendu certains problèmes relatifs à l'application des lois dans l'ensemble du Canada³³³, mais retenons à ce stade qu'elle repose sur la conception que l'opération sur une valeur mobilière constitue l'élément fondamental des valeurs mobilières. C'est cet attribut précis qui l'associe d'abord et avant tout à la protection des investisseurs et, du même coup, à la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils.

La compétence provinciale étant établie, il convient à présent d'étudier l'applicabilité du régime de passeport dans ce contexte.

plaçait l'intégrité des marchés au même niveau que la protection des investisseurs. Dans ces deux arrêts, toutefois, la Cour ne s'exprimait que dans le cadre d'une demande de révision judiciaire de la décision d'une commission de valeurs mobilières. La dualité d'objectifs de la réglementation des valeurs mobilières n'a pas été considérée dans l'analyse constitutionnelle.

332 *Pearson*, précité, note 84, 279.

333 *Supra*, 1.1.1.5.

4.1.3 Application du régime de passeport

À l'époque de *Lymburn*, la législation des valeurs mobilières était assez rudimentaire, reposant exclusivement sur la nécessité de protéger les investisseurs. Les provinces se sont surtout inspirées de la réponse américaine au krach de 1929, réponse qui ciblait principalement les problèmes de fraude et qui se voulait une mesure de protection des investisseurs³³⁴. C'est ainsi que, de *Lymburn* à *Pearson*, le droit des valeurs mobilières a toujours eu pour objectif premier la protection des investisseurs. La compétence provinciale en matière de propriété et droits civils a donc été interprétée, à juste titre selon nous, comme la compétence la mieux adaptée à l'atteinte de cet objectif.

En effet, l'aspect du droit des valeurs mobilières qui concerne l'interface investisseur-émetteur, l'opération réduite à son élément fondamental, revêt un caractère microéconomique que les provinces, de par leur proximité avec les émetteurs et les investisseurs locaux, sont particulièrement aptes à régler. L'expression « propriété et droits civils dans la province » fait justement appel à cette notion de réglementation microéconomique, car elle fait le pont entre la sensibilité des provinces aux questions locales et la réglementation pour traiter de ces questions. Cette conclusion révèle une compréhension sous-jacente tout à fait contemporaine de cette compétence – rejoignant d'ailleurs le modèle que nous proposons – à l'effet que la compétence constitutionnelle dans est assignée au palier provincial car ce sont les provinces qui sont les plus « aptes » à le régler. Ce sont elles qui disposent des meilleurs incitatifs et de la plus grande proximité aux besoins locaux.

Dans la pratique, pour mettre en œuvre le régime de passeport, les provinces devront d'abord s'entendre sur ses modalités administratives. Pour y parvenir, les provinces devront reconnaître l'application de la réglementation des

334 Voir Thomas Lee HAZEN, *Law of Securities Regulation*, 4^e éd, West Group Publishing, 2002, pp. 6-7.

valeurs mobilières d'une autre province sur leur territoire. Elles devront ensuite légiférer à l'interne, sur la base de leur compétence en matière de propriété et droits civils, pour mettre ce principe en application. Pour ce faire, la législation pourrait prévoir des dispenses de la loi provinciale locale, pourvu que l'émetteur soit couvert par la loi d'une autre province. Par exemple, si le prospectus d'un émetteur est approuvé en vertu de la législation québécoise, il ne doit pas faire l'objet d'un examen en vertu de la loi albertaine. La législation provinciale devrait également reconnaître la validité des décisions prises par les ACVM des autres provinces.

Dans l'ensemble, l'interprétation de la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils semble donc intégrer le régime de passeport. Il y a toutefois une question fondamentale impossible à ignorer : le paragraphe 92(13) de la Constitution mentionne que la compétence provinciale s'étend à la propriété et aux droits civils « dans la province ». Or, dans le régime de passeport, lorsque l'émetteur choisit le droit d'une province pour régir ses valeurs mobilières, ce droit est applicable partout au Canada. Les émetteurs à travers le Canada sont assujettis au droit d'une seule province, qui peut être une province autre que celle de leur résidence. Quant aux investisseurs, ils transigent les valeurs mobilières d'une société qui ne se conforme pas forcément aux lois locales. Bref, pour fonctionner et donner lieu à une véritable concurrence interprovinciale, le régime de passeport doit permettre à une province de réglementer la propriété et les droits civils dans d'autres provinces. Comment concilier cela avec la limitation explicite du paragraphe 92(13) à l'effet qu'une province n'a compétence que sur la propriété et les droits civils sur son territoire ?

L'obstacle n'est en fait qu'apparent. Dans le régime de passeport, les provinces souscrivent à un arrangement réciproque par lequel elles consentent à ce que le droit de l'une d'entre elles s'applique aux citoyens de l'autre. En ce sens, chaque province réglemente la propriété et les droits civils sur son territoire en donnant effet à la réglementation d'une autre province. Dans la mesure où la décision de chaque province est consciente et délibérée, il est toujours possible

pour une province de réglementer la propriété et les droits civils de façon passive, en acceptant parfois l'application du droit d'une autre province. D'ailleurs, chaque province conserve toujours la possibilité de se soustraire du régime si elle estime qu'il est contraire à l'intérêt de sa juridiction. Dans ce cas, elle occuperait entièrement le champ des valeurs mobilières relatif à la propriété et aux droits civils.

Les provinces ont donc la compétence pour mettre en œuvre un régime de passeport. Quelques éléments de réflexion subsistent encore sur le plan constitutionnel : tout d'abord, la caractérisation du droit des valeurs mobilières par la jurisprudence semble fondée sur une distinction entre la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils et la compétence fédérale en matière d'incorporation des sociétés. Une telle réflexion conduit toutefois à une fausse piste, qu'il conviendra d'écarter plus loin. Ensuite, la jurisprudence semble avoir négligé ou minimisé l'importance du deuxième objectif de la réglementation des valeurs mobilières : celui de la protection des marchés.

4.1.4 Obstacle possible au régime de passeport : le pouvoir fédéral d'incorporation

Rappelons que les arrêts initiaux du Conseil privé – *John Deere Plow* et *Lymburn*, par exemple – opposaient la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils au *pouvoir d'incorporation fédéral*. Le test constitutionnel mesurait l'empiètement provincial sur les activités de la société incorporée en vertu de la loi fédérale (*supra*, 4.1.1). Or, dans plusieurs arrêts subséquents, le Conseil privé et la Cour suprême ont affirmé que le pouvoir d'incorporation couvre plus que le simple enregistrement d'une société : il s'étend à toute une gamme de matières de droit corporatif, y compris des sujets que l'on associe traditionnellement au droit

des valeurs mobilières, tels le financement des sociétés, les opérations d'initiés et la gouvernance d'entreprise³³⁵.

Cette conclusion pose obstacle au régime de passeport. Si le droit des valeurs mobilières n'était qu'une simple composante du droit corporatif, le palier fédéral pourrait s'appuyer sur son pouvoir d'incorporation pour légiférer en matière de droit des valeurs mobilières à l'égard des sociétés incorporées au fédéral³³⁶. En suivant cette logique, il y aurait donc des compétences parallèles en matière de valeurs mobilières, c'est-à-dire une compétence provinciale fondée sur la propriété et les droits civils, et une compétence fédérale fondée sur le pouvoir fédéral d'incorporation. Le schéma qui se dégagerait alors de cette conclusion est une réglementation des valeurs mobilières divisée, chaque palier pouvant régler le droit des valeurs mobilières pour les sociétés inscrites dans sa juridiction. Ainsi, il y aurait non pas 13 autorités de valeurs mobilières, mais 14. Une telle structure n'encouragerait pas la concurrence intergouvernementale; au contraire, elle enchâsserait les monopoles juridictionnels des provinces et y intercalerait un monopole juridictionnel du gouvernement fédéral. Le régime de passeport ne pourrait pas fonctionner comme nous l'entendons, puisque les sociétés incorporées au fédéral seraient soustraites à la réglementation provinciale. Il est d'ailleurs peu probable qu'une telle structure obtienne l'aval des provinces, du gouvernement fédéral ou de l'industrie, vu sa complexité.

Heureusement, cette conclusion n'est pas nécessairement contraignante. En effet, la réglementation des valeurs mobilières a pris, au fil des ans, une

335 « La jurisprudence établit clairement que ce pouvoir va bien au delà de la simple constitution de la compagnie. Il s'étendrait à des matières comme le maintien de la compagnie, la protection de ses créanciers et la sauvegarde des intérêts de ses actionnaires. Tout cela fait partie du fonctionnement interne par opposition aux activités commerciales. [...] La malversation des dirigeants porte directement atteinte aux pouvoirs, à l'organisation et à la gestion interne de la compagnie. Elle porte également atteinte au financement parce que les actionnaires et les actionnaires éventuels doivent être assurés que les affaires de la compagnie seront administrées de façon méticuleuse et honnête sinon la mobilisation de capitaux, qui est clairement un élément du droit des compagnies, sera neutralisée [...]. » (*Multiple Access*, précité, note 71, pp. 177-178). Voir aussi *Reference: re: Dominion Constitutional Act, s.110 (Canada)* [1934] S.C.R. 653.

336 C'est d'ailleurs ce qu'a reconnu la Cour suprême dans *Multiple Access*, sur la question de la réglementation des opérations d'initiés.

ampleur et une importance indépendante du droit corporatif, de sorte que le lien avec ce droit paraît aujourd'hui plus lointain. D'ailleurs, la doctrine moderne trace une distinction conceptuelle importante entre le droit des valeurs mobilières et le droit corporatif³³⁷. Ainsi, même si une partie du droit des valeurs mobilières recoupe le droit corporatif, il s'agit de deux domaines autonomes dont les objectifs diffèrent. Par conséquent, la compétence fédérale en matière d'incorporation n'est plus suffisante pour justifier l'intervention fédérale dans le droit des valeurs mobilières. La compétence provinciale demeure donc intacte.

4.1.5 Protection du marché

Nous avons vu que de *John Deere Plow* en 1915 à *Pearson* en 2002, la jurisprudence a systématiquement affirmé que la réglementation des valeurs mobilières reposait sur la compétence en matière de propriété et droits civils, parce qu'elle visait principalement la protection des investisseurs. Cependant, le droit des valeurs mobilières a évolué, et ses objectifs sont plus complexes que la protection des investisseurs, quoique celle-ci demeure au centre des lois sur les valeurs mobilières. La liquidité et l'efficacité sont désormais des considérations distinctes de la protection des investisseurs. La protection des marchés en tant qu'entités est donc tout aussi importante, même si l'objectif « principal » de la réglementation des valeurs mobilières demeure la protection des investisseurs. En qualifiant d'accessoire l'objectif de protection des marchés, les tribunaux semblent l'avoir totalement perdue de vue.

Or, si la compétence provinciale en droit des valeurs mobilières repose sur l'objectif de protection des investisseurs, il y a lieu de se demander quel chef de

337 Voir l'historique exhaustif décrit dans A. LICHT, « International Diversity in Securities Regulation : Roadblocks on the Way to Convergence », *loc. cit.*, note 176, 245 à 263. L'auteur soutient que la distinction fondamentale réside dans le caractère de « droit privé » du droit corporatif, et de « droit public » du droit des valeurs mobilières. Au Canada, cette position est soutenue dans Patrick MOYER, « The Regulation of Corporate Law by Securities Regulators : A Comparison of Ontario and the United States », (1997) 55 *University of Toronto Faculty of Law Review* 43. Voir également la dissidence de Beetz dans *Multiple Access*, où il distingue les deux domaines et affirme que les règles sur le délit d'initié relève du droit des valeurs mobilières, non pas du droit des sociétés.

compétence pourrait justifier une réglementation visant principalement la protection des marchés. Si l'on souhaite un marché national scindé en différents marchés provinciaux cloisonnés, la compétence provinciale pourra peut-être suffire. Mais un tel cloisonnement n'est souhaité par personne. L'industrie comme les provinces perçoivent l'existence d'un marché national. Dans ce contexte, quel chef de compétence pourrait justifier une réglementation pour superviser ce marché ? La jurisprudence ne répond pas directement à la question, dans le cadre de la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils. Il faut donc se tourner vers l'une des compétences fédérales.

4.2 Réglementation par le fédéral

Pour répondre à la question de la compétence constitutionnelle du gouvernement fédéral dans le domaine des valeurs mobilières, la plupart des commentateurs analysent de quelle façon la jurisprudence pourrait être interprétée pour justifier l'occupation totale du champ législatif des valeurs mobilières par le fédéral³³⁸. Nous proposons plutôt d'analyser la jurisprudence sous l'angle du rôle que pourrait jouer le gouvernement fédéral dans le régime que nous proposons, un rôle qui n'élimine pas pour autant la compétence provinciale en matière de propriété et droits civils. En effet, le rôle du fédéral serait complémentaire à celui des provinces, sans remettre en cause les compétences provinciales préétablies. Les deux sphères de législation coexisteraient sans s'exclure mutuellement. Nous verrons également comment ce rôle est tout à fait conforme à l'esprit de la Constitution et de la jurisprudence relative aux chefs de compétence fédérale qui semblent être les plus directement liés à la protection des marchés nationaux, soit la compétence fédérale en matière de trafic et de commerce et celle en matière de paix, ordre et bon gouvernement.

338 Voir par exemple, E. LECKEY et E. WARD, *loc. cit.*, note 214; 214.

4.2.1 Intervention fédérale en vertu de la compétence sur le trafic et le commerce

L'arrêt *Parsons* est l'arrêt clé sur la compétence en matière de réglementation des échanges et du commerce³³⁹. Un passage fréquemment cité de cet arrêt du Conseil privé est celui dans lequel Lord Montague Smith juxtapose la compétence fédérale en matière de trafic et de commerce et la compétence provinciale en matière de propriétés et droits civils. Notant les chevauchements possibles entre ces deux chefs de compétence, et les dangers d'une interprétation trop large de la compétence fédérale, il tente de déterminer la portée essentielle de cette dernière :

« Construing therefore the words "regulation of trade and commerce" by the various aids to their interpretation above suggested, they would include political arrangements in regard to trade requiring the sanction of parliament, regulation of trade in matters of interprovincial concern, and it may be that they would include general regulation of trade affecting the whole dominion. Their Lordships abstain on the present occasion from any attempt to define the limits of the authority of the dominion parliament in this direction. It is enough for the decision of the present case to say that, in their view, its authority to legislate for the regulation of trade and commerce does not comprehend the power to regulate by legislation the contracts of a particular business or trade, such as the business of fire insurance in a single province [...]. »³⁴⁰

Ce passage décrit les deux volets de la compétence en matière de commerce : (1) la compétence générale sur le commerce touchant le Canada dans son ensemble; (2) la compétence en matière de commerce interprovincial et international. Ces deux volets peuvent fonder sur des bases constitutionnelles l'intervention fédérale que nous avons proposée.

339 Précité, note 306.

340 *Id.*, 113.

4.2.1.1 Compétence générale en matière de commerce

(1) Résumé de la jurisprudence

Ce volet a fait l'objet d'une évolution irrégulière depuis son énonciation dans *Parsons* en 1881. Le Conseil privé l'avait conçu comme visant la « general regulation of trade affecting the whole dominion ». Le volet n'a toutefois été que très peu invoqué au fil des ans, sans doute parce que sa formulation générale se prête à une interprétation si large qu'à la limite, elle pourrait s'étendre à toute question touchant également « la propriété et les droits civils dans la province »³⁴¹. Par conséquent, une interprétation respectueuse de la compétence provinciale nécessiterait une lecture atténuée de la compétence fédérale générale en matière de commerce touchant le Canada³⁴².

Le critère de base est celui de l'intérêt général : pour qu'une loi soit valide en vertu du volet général, elle ne peut porter sur une industrie particulière ou sur un type de contrat particulier. Elle doit, au contraire, porter sur le commerce « en général »³⁴³. Ce principe est développé ainsi par la Cour suprême, dans l'arrêt *Transports Nationaux* :

« Si la réglementation d'un seul commerce dans une province ne peut constituer une question d'intérêt général pour tout le Dominion, cela tient à ce que cette réglementation constitue un aspect fondamental de l'autonomie locale envisagée dans la Loi constitutionnelle de 1867. Qu'un texte fédéral ait pour but d'appliquer une telle réglementation uniformément dans toutes les provinces ou conjointement avec d'autres codes de réglementation visant d'autres échanges ou commerces, il n'en reste pas moins qu'il en résulte un véritable chevauchement et, partant, une annulation de la compétence conférée aux provinces par la Constitution. Il en va autrement, cependant, lorsqu'on se trouve en présence d'une législation d'application générale ayant pour objet l'économie non pas

341 *Procureur général du Canada c. Transports Nationaux du Canada, Ltée* [1983] 2 R.C.S. 206, 262.

342 *Id.*

343 *Labatt*, précité, note 304, p. 940.

en tant que série d'entreprises locales distinctes, mais en tant qu'entité nationale intégrée. Du point de vue qualitatif, une pareille législation est différente de ce que les provinces, agissant séparément ou conjointement, pourraient pratiquement ou constitutionnellement adopter. Une législation de ce type revêt un caractère d'ordre surtout général, même si elle a évidemment, au niveau local, des effets particuliers qui peuvent toucher "la propriété et les droits civils dans la province". Il s'agit néanmoins d'une législation qui, de par son caractère véritable, porte sur des questions d'intérêt général pour tout le Dominion. La ligne de démarcation est claire entre les mesures qui visent légitimement une réglementation générale de l'économie nationale et celles qui ont simplement pour objet d'assurer un contrôle centralisé sur un grand nombre d'entités économiques locales. »³⁴⁴

La Cour suprême ne s'est pas arrêtée à la distinction entre économie « en tant qu'entité nationale intégrée » et économie « en tant que série d'entreprises locales distinctes ». Dans l'arrêt *MacDonald v. Vapor Canada Ltd.*³⁴⁵, elle se prononce sur la constitutionnalité d'un article de la *Loi sur les marques de commerce*, qui interdit de manière générale les pratiques commerciales déloyales et prévoit un recours civil. La Cour conclut que la loi est *ultra vires* en ce qu'elle empiète sur la compétence provinciale en matière de droits civils dans la province, et qu'elle ne peut se rattacher à l'un des champs de compétence fédérale. En ce qui a trait au volet général de la compétence fédérale en matière de commerce, la Cour indique, en *obiter*, que la disposition en cause aurait peut-être été sauvée si elle s'était inscrite dans un « système de réglementation » comportant un organisme de contrôle public général sur les marques de commerce³⁴⁶.

La Cour suprême poursuit dans cette veine avec les arrêts *Transports Nationaux* et *General Motors*, dans lesquels elle développe cet *obiter* et en fait une véritable composante du pouvoir fédéral de réglementation générale du commerce. Dans *General Motors*, la Cour énonce les cinq critères, non exhaustifs, qui serviront à soutenir une loi fédérale en vertu de ce pouvoir. Les critères sont

344 *Transports Nationaux*, précité, note 341, p. 267.

345 [1977] 2 R.C.S. 134.

346 *Id.*, p. 163.

les suivants : (1) la mesure législative contestée doit s'inscrire dans un système général de réglementation; (2) le système doit faire l'objet d'une surveillance constante par un organisme de réglementation; (3), la mesure législative doit porter sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier; (4) la loi devrait être d'une nature telle que la Constitution n'habiliterait pas les provinces, conjointement ou séparément, à l'adopter; (5) l'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités dans le système législatif compromettrait l'application de ce système dans d'autres parties du pays³⁴⁷.

(2) *Analyse*

À leur lecture, il est tentant de voir dans ces critères les assises d'une commission fédérale des valeurs mobilières. C'est un lien que font d'ailleurs plusieurs auteurs³⁴⁸. Les deux premiers critères, surtout, semblent taillés sur mesure pour la centralisation vers le fédéral de la réglementation des valeurs mobilières et pour la création d'une commission fédérale. Toutefois, un examen méticuleux de ces critères, plutôt qu'une application purement mécanique, révèle qu'ils ne vont pas nécessairement dans ce sens. Ils semblent par contre propres à fonder les types d'intervention fédérale ponctuelle se superposant au régime de passeport.

Système général de réglementation

Le premier critère paraît à première vue surprenant, car il est difficile de saisir le lien entre l'exigence qu'une mesure « s'inscrive dans un système général de réglementation » et la compétence générale en matière de commerce³⁴⁹. Rien

347 *General Motors*, précité, note 326, 662-663.

348 Voir par exemple R. LECKEY et E. WARD, *loc. cit.*, note 214 et Don TSE, « Establishing a Federal Securities Commission », (1994) 58 *Saskatchewan Law Review* 427.

349 Voir Patrick MONAHAN, *Constitutional Law*, 2^e édition, 2002, à la p.294. « [I]t is difficult to see any connection between the first two indicia and the question of whether a matter is genuinely of national economic concern. Indeed, the issue of whether a particular legislative provision is part of a regulatory scheme (the first indicia), as well as whether the legislation provides for a regulatory agency (the second

n'empêche une mesure législative fédérale d'être ponctuelle, de viser à rectifier un problème économique spécifique, et de constituer une mesure économique dans l'intérêt de tout le Canada, sans qu'elle ne s'inscrive dans un système général de réglementation. La Cour a probablement formulé ce critère pour éviter que le fédéral ne s'immisce dans des situations ponctuelles qui sont normalement de compétence province – mais l'applicabilité de ce critère n'est pas absolue³⁵⁰. D'ailleurs, la simple présence ou non d'un système général de réglementation n'est pas l'indice *déterminant* d'une réglementation « générale » en matière de commerce. Ce n'est pas l'exhaustivité d'une loi, en soi, qui rendrait la réglementation valide. C'est plutôt son champ d'application général, son caractère supraprovincial, qui pourrait la justifier en tant que réglementation générale du commerce.

Ainsi, une intervention fédérale ponctuelle dans le domaine des valeurs mobilières, visant par exemple certaines normes minimales que les provinces devraient intégrer, ne s'inscrirait probablement pas dans un « système général de réglementation », au sens du premier critère. Néanmoins, elle pourrait, selon nous, être justifiée à titre de réglementation du commerce en général, parce qu'elle viserait l'amélioration des marchés en général et non pas la réglementation des opérations en particulier – même si elle avait un effet accessoire sur ces opérations.

La présence d'un organisme de surveillance ou de réglementation

Quant au deuxième critère, son lien avec la réglementation générale du commerce est quelque peu nébuleux. À la limite, le gouvernement fédéral pourrait créer une agence nationale pour chaque question relevant des champs de

indicia), seems rather unconnected from the issue of whether the underlying economic problem being addressed is truly national in scope. These first two indicia seem more concerned with the form of federal legislation rather than with the substance of the economic it seeks to address. In fact, these two indicia seem dated, reflecting a philosophy and approach to regulation that was dominant in an era when government and the public sector were generally in an expansionary mode. »

350 *General Motors*, précité, note 326, 662.

compétence provinciale – la question relèverait alors soudainement de la compétence fédérale. En fait, si la présence d'un organisme de surveillance national peut révéler l'importance que le gouvernement fédéral accorde à la mesure proposée, il n'en demeure pas moins que c'est un critère entièrement exogène à la nécessité d'adopter une mesure nationale. C'est une question de forme plutôt que de fond³⁵¹.

Ce critère donne l'impression que plus la mesure législative fédérale est lourde et envahissante à l'égard de la compétence provinciale, plus elle peut être justifiée en tant que mesure relevant du commerce général. Or, dans le modèle de réglementation des valeurs mobilières que nous proposons, l'intervention fédérale ne serait pas forcément aussi lourde. Il y aurait probablement une agence fédérale chargée de surveiller le marché national et d'élaborer des politiques, mais cette agence aurait un mandat plus limité que celui de la réglementation exhaustive des valeurs mobilières. La réglementation devrait être néanmoins valide, selon nous, parce qu'elle se préoccuperait de l'aspect du commerce des valeurs mobilières qui touche l'intérêt national. En cela, le critère de la présence d'un important organisme de réglementation ne devrait pas selon nous déterminer la validité d'une loi fédérale en vertu de sa compétence en matière de commerce général.

Critère de la portée générale de la loi

Dans un article de 1994, Don Tse affirme ce qui suit :

« [W]hile some might argue that a federal securities body is regulation of a particular industry, being the securities industry, in actual fact the legislation would be for the regulation of securities in general. It is not legislation aimed at the industry of trading securities, but it is aimed at commerce in general and financing through the issuance of securities specifically. »³⁵²

351 Voir note 349.

352 D. TSE, *loc. cit.*, note 348, 437.

Cet argument est de taille mais, selon nous, il doit être nuancé, car la distinction que propose la Cour entre, d'une part, l'économie « en tant qu'entité nationale intégrée », et l'économie « en tant que série d'entreprises locales distinctes », est quelque peu obscure. Toute industrie « locale », si elle est réglementée à l'échelle nationale, pourrait théoriquement acquérir un caractère national et « intégré ».

En fait, tout dépend de l'angle sous lequel on examine la question. Si la réglementation des valeurs mobilières est perçue comme la réglementation de la transaction d'un type de bien – en l'espèce, la valeur mobilière – il ne fait aucun doute qu'il s'agit de la réglementation d'une industrie particulière. Cette transaction élémentaire est la base de toute l'industrie des valeurs mobilières. Tout tourne autour de la valeur mobilière et de ses modalités de transaction. L'investisseur est le consommateur du produit et les éléments divulgués constituent l'équivalent financier de l'étiquetage. Dans cette optique, le droit des valeurs mobilières n'est rien d'autre qu'un « droit de la protection de l'investisseur »³⁵³. La réglementation des opérations d'initiés, des bourses et des courtiers, serait alors corollaire à la réglementation d'une simple transaction touchant un bien de consommation.

En suivant cette logique, il serait possible de caractériser le droit des valeurs mobilières comme une collection de règles qui s'appliquent à une multitude d'acteurs : la réglementation des courtiers fait surtout appel à des principes de déontologie et d'expertise professionnelle; les règles s'appliquant aux émetteurs concernent surtout la déclaration d'informations; les règles élaborées par les bourses visent la divulgation et l'efficacité des marchés. Dans la pratique, les lois provinciales des valeurs mobilières délèguent une grande partie de la réglementation à des OAR tels l'ACCOVAM pour les courtiers et RS Inc. pour la Bourse de Toronto et d'autres marchés de titres de participation – ce qui témoigne de la possibilité de compartimenter « l'industrie des valeurs mobilières » en

353 *Pearson v. Boliden*, précité., note 84, 279.

diverses sous-industries. Le marché des valeurs mobilières ressemble à cet égard aux autres industries : il met en jeu plusieurs intervenants, des relations internationales, des associations locales et nationales. Le droit des valeurs mobilières en tant que droit visant à protéger les investisseurs semble réglementer une industrie particulière, en réglementant l'agrégat de ses composantes.

Par contre, si l'on conçoit le droit des valeurs mobilières comme visant à protéger le marché par le truchement d'un ensemble de règles d'encadrement de ce marché, ce ne sont pas les opérations sur les valeurs mobilières ou la protection des investisseurs qui font l'objet de la réglementation, mais le marché dans son ensemble. Une telle caractérisation fait en sorte que l'on s'éloigne alors de la réglementation d'une industrie en particulier, pour se rapprocher d'une réglementation plus globale et générale. La situation s'apparente à celle des lois reconnues comme satisfaisant le critère de généralité, telles l'ancienne *Loi sur les coalitions* (portant sur la concurrence) et la *Loi sur les marques de commerce*³⁵⁴. Ces lois sont suffisamment « générales » parce qu'elles ne visent aucune industrie ni aucun type de société en particulier, mais affectent tout de même le commerce au sens large. Leur champ d'application couvre toutes les industries. L'objectif de la réglementation des valeurs mobilières visant la protection de l'intégrité et de la fiabilité des marchés est une préoccupation d'ordre on ne peut plus général. Aucun secteur particulier de l'industrie n'est visé – les sociétés minières, de haute technologie et pétrolières sont toutes soumises aux mêmes mesures³⁵⁵. Les règles de divulgation, la supervision des bourses et l'inscription des courtiers répondraient à ces préoccupations d'ordre économique « général ».

En bref, si l'on applique rigoureusement le critère de la portée « générale » de la loi conformément à l'esprit de l'arrêt *Parsons*, on aboutit au résultat suivant : le droit des valeurs mobilières est de portée « générale », au sens du test de

354 *Kirkbi AG c. Gestions Ritvik Inc.*, [2005] 3 R.C.S. 302.

355 Avec quelques exceptions près, puisque la réglementation des valeurs mobilières s'adapte parfois à ces secteurs particuliers (*supra*, 1.1.2).

General Motors, si l'on considère qu'il a pour objectif de surveiller et de protéger les marchés financiers. Si, par contre, il est perçu comme visant essentiellement la protection des investisseurs, force est d'admettre qu'il s'agit d'un droit qui réglemente un commerce en particulier, celui de l'échange de valeurs mobilières.

Ainsi, la façon de concevoir le droit des valeurs mobilières influence sa caractérisation constitutionnelle. Dans la pratique, les distinctions que nous proposons peuvent parfois être difficiles à soutenir, puisque les deux conceptions de ce droit sont concomitantes et enchevêtrées. La même règle de droit peut être justifiée par la nécessité de protéger les investisseurs ou par celle d'assurer l'intégrité du marché. De fait, il existe une corrélation entre protection des investisseurs et qualité du marché : plus un régime protège ses investisseurs, plus il leur inspire confiance, et plus ces derniers auront tendance à y placer leur argent. Plus d'analystes s'intéresseront alors aux titres qui y sont transigés, ce qui se traduira par une meilleure information sur ces titres. L'accroissement du nombre d'investisseurs, de la capitalisation et des échanges aura aussi pour effet d'améliorer la liquidité du marché. De même, un marché efficace protège les investisseurs parce que l'information relative aux titres est de meilleure qualité, ce qui leur permet d'éviter les investissements de qualité douteuse. Si le marché est liquide, il protège les investisseurs en leur permettant de se départir facilement de leurs participations³⁵⁶.

Malgré la corrélation entre protection des investisseurs et protection des marchés, il est possible d'attribuer à certains domaines l'un ou l'autre des objectifs principaux du droit des valeurs mobilières. Par exemple, la réglementation des bourses et les relations internationales relèvent clairement de la protection du marché dans son ensemble, tandis que les règles de divulgation sont davantage liées à la protection des investisseurs. Ainsi, l'intervention fédérale ponctuelle dans le domaine des valeurs mobilières, telle que nous la proposons, est justifiée en

356 G. BOISSONNEAULT, *loc. cit.*, note 274, 71-73.

termes constitutionnels parce qu'elle a trait principalement à la protection des marchés.

Critère de l'absence d'habilitation provinciale

Interprété textuellement, le critère de l'habilitation provinciale semble quelque peu circulaire : si les provinces ne sont pas habilitées, alors le fédéral l'est. On pourrait toutefois en raffiner le sens ainsi : l'incapacité provinciale signifie l'absence d'habilitation des provinces pour réglementer *la totalité* du domaine à elles seules. Dans le domaine des valeurs mobilières, nous avons vu que les provinces ne disposent pas de la perspective nationale requise pour protéger les intérêts du marché dans son ensemble. C'est alors que le critère « d'incapacité provinciale » prend tout son sens : le fédéral a un rôle à jouer, non pas pour occuper entièrement le champ de compétence en valeurs mobilières, mais pour réglementer les aspects qui dépassent la compétence provinciale³⁵⁷. En vertu d'une telle compréhension de ce critère, le fédéral pourrait réglementer afin de veiller à ce que la concurrence interprovinciale demeure saine et réponde aux intérêts nationaux. Le critère justifierait non seulement la réglementation des marchés boursiers, mais également, dans le cadre du régime de passeport, la fixation de normes minimales applicables à toutes les provinces, et l'assistance prêtée aux poursuites publiques et privées.

Critère de l'application nationale de la loi

Le dernier critère à considérer pour décider si une loi fédérale relève de la compétence générale en matière de commerce, est celui de l'application nationale de la loi, c'est-à-dire que la loi doit être telle que « l'omission d'inclure une seule ou

357 Cette délimitation du rôle du gouvernement fédéral est également suggérée dans le Rapport de la Commission Macdonald, *loc. cit.*, note 135, 166.

plusieurs provinces ou localités dans le système législatif compromettrait l'application de ce système dans d'autres parties du pays. »³⁵⁸

Un article souvent cité suggère qu'une loi fédérale sur les valeurs mobilières satisferait ce critère parce qu'actuellement, toute la réglementation émane de l'Ontario, et la majorité des opérations s'effectuent dans cette province³⁵⁹. Par conséquent, si la réglementation ontarienne était déficiente, tout le système en souffrirait. Cela démontrerait qu'une réglementation à l'échelle nationale est nécessaire. Un tel argument nous semble peu convaincant. De prime abord, notons qu'une réglementation fédérale sous-optimale aurait des effets encore plus néfastes à l'échelle nationale qu'une réglementation provinciale sous-optimale, fût-elle de l'Ontario

Selon nous, il s'agit plutôt de se demander si le fait de réglementer le sujet au fédéral permet d'atteindre un objectif économique qui ne pourrait être réalisé par les provinces agissant indépendamment et poursuivant leurs intérêts locaux. Cela exige une réelle appréhension de la dialectique du fédéralisme : quel est le niveau de réglementation optimal pour atteindre un objectif donné ? Ce critère exige en fait l'existence d'une plus-value à la réglementation fédérale, un bénéfice autre que la simple uniformisation des règles dans l'ensemble du pays, et qui excède les bénéfices d'une réglementation par les provinces. Dans *General Motors*, la Cour suprême fait allusion à cette notion lorsqu'elle affirme, à l'égard de la loi fédérale sur la concurrence, que « la concurrence ne peut être réglementée efficacement que si cette réglementation se fait à l'échelle nationale »³⁶⁰.

Si la logique qui sous-tend le critère est effectivement l'exigence d'une plus-value de la réglementation fédérale, le modèle de réglementation complémentaire fédérale et provinciale convient parfaitement. En effet, la réglementation fédérale

358 *General Motors*, précité, note 326, 662.

359 R. LECKEY et E. WARD, *loc. cit.*, note 214.

360 *Id.*, 680.

pourrait être justifiée lorsque la poursuite d'intérêts exclusivement locaux nuit à l'intérêt national. Les marchés capitaux canadiens exigent une perspective nationale particulière, perspective dont les provinces ne disposent pas. L'intervention fédérale serait alors nécessaire, par exemple dans la réglementation des bourses, parce que celles-ci sont d'intérêt national, alors que les provinces ne peuvent poursuivre que leurs intérêts locaux. En somme, les domaines d'intervention fédérale que nous proposons sont tous des domaines où les provinces ne pourraient, à elles seules, satisfaire les objectifs nationaux au même titre qu'une éventuelle réglementation fédérale.

La question de la dualité des objectifs du droit des valeurs mobilières – protection des investisseurs et protection du marché – se pose donc à nouveau dans ce contexte. Plus une matière est liée à la protection de l'intégrité et de l'efficacité des marchés, plus l'intervention fédérale apporte une plus-value, et plus le rôle du fédéral devient justifié sur le plan constitutionnel. Le type d'intervention fédérale que nous proposons peut ainsi reposer sur le volet général de la compétence en matière de commerce. Nous verrons à présent que le volet interprovincial et international est lui aussi compatible avec le rôle fédéral que nous envisageons.

4.2.1.2 Commerce interprovincial et international

La compétence fédérale en matière de commerce interprovincial et international est composée de deux sous-volets distincts : le commerce interprovincial fait participer des gouvernements de même ordre au sein de la fédération, tandis que le commerce international concerne les interactions entre le gouvernement fédéral et la communauté internationale. La compétence fédérale dans chacun de ces domaines répond à des préoccupations différentes, mais il existe un dénominateur commun : l'intérêt du gouvernement fédéral dans la protection du marché dans son ensemble par opposition à la protection des investisseurs.

La majorité des décisions relatives à la compétence fédérale en matière de commerce interprovincial mettent en cause une loi fédérale qui, en réglementant l'échange interprovincial d'un produit quelconque, a une incidence sur la production locale. Souvent, l'analyse tourne autour de la question de savoir si l'empiètement sur le commerce local s'intègre de façon accessoire et nécessaire à la loi. Or, le seul fait qu'un bien puisse se transiger entre personnes dans des provinces ou des pays différents suffit-il à justifier la compétence fédérale en matière de commerce interprovincial ou international ? Le professeur Hogg souligne que la jurisprudence actuelle ne permet pas de tracer une ligne de démarcation claire³⁶¹. Or, presque tous les biens peuvent être transportés physiquement, et ce mouvement est facilité par les améliorations technologiques quotidiennes. Les valeurs mobilières, biens intangibles, se transigent partout, dans les provinces et à l'extérieur du Canada, à la vitesse des électrons. Si la compétence fédérale découlait du seul fait qu'elles peuvent se transiger au-delà des frontières provinciales, aucune matière, aucun domaine commercial relevant normalement de la propriété et des droits civils – y compris les valeurs mobilières – n'échapperait à cette logique.

Ce que confirme d'ailleurs l'affaire Bennett, où se trouvait contestée la validité de la loi sur les valeurs mobilières de Colombie-Britannique, notamment au motif que l'objectif principal de la loi était la réglementation du commerce interprovincial et international. On soulignait entre autres que l'opération avait traversé les frontières provinciales et que les nouvelles technologies rendaient obsolète la réglementation provinciale. La Cour suprême de Colombie-Britannique rejeta cet argument en affirmant que l'objectif principal de la loi est la réglementation des opérations sur le plan « éthique » et non « mécanique »³⁶². Le fait que la *mécanique* de l'opération soit interprovinciale ne change pas l'objectif principal de la législation.

361 Peter HOGG, *Constitutional Law of Canada*, 4^e éd., Toronto, Carswell, 1997, p. 560.

362 *Bennett*, précité, note 318, 152, 158.

Pour harmoniser le sens du pouvoir fédéral en matière de commerce interprovincial et international avec la compétence provinciale en matière de droits civils, il faut en effet aller au-delà de l'argument de la « mécanique », comme le suggère le juge dans l'affaire Bennett. Selon nous, l'intervention fédérale serait justifiée si elle portait sur l'aspect réellement transfrontalier des valeurs mobilières, c'est-à-dire sur le *marché* national et international. Les domaines d'intervention que nous proposons en constituent des exemples : la réglementation des marchés boursiers, véritables plaques tournantes pour toutes sortes de transactions interprovinciales et internationale; la fixation de normes minimales, que les provinces doivent respecter pour assurer l'efficacité du marché canadien; la représentation du Canada à l'échelle internationale et la négociation d'engagements internationaux.

Cette façon de concevoir la compétence en matière de commerce interprovincial et international est conforme à la jurisprudence de la Cour suprême sur les régimes de commercialisation interprovinciale³⁶³. De plus, elle permet au gouvernement fédéral de jouer un rôle national dans le domaine des valeurs mobilières, sans toutefois évincer la compétence provinciale.

4.2.2 Intervention en vertu de la compétence en matière de paix, ordre et bon gouvernement

Le passage introductif de l'article 91 de la *Loi constitutionnelle* autorise le Parlement à promulguer des lois pour « la paix, l'ordre et le bon gouvernement du Canada ». Ce pouvoir peut également servir à titre subsidiaire pour fonder l'intervention fédérale dans un régime de passeport. L'analyse qui en ressort est

363 Voir par exemple *The Queen v. Klassen* (1959), 20 D.L.R. (2d) 406 (C.A. Man.); *Renvoi relativement à la Loi sur l'organisation du marché des produits agricoles*, [1978] 2 R.C.S. 1198. Ces décisions affirment que le fédéral a la compétence de régir les aspects véritablement interprovinciaux ou internationaux du commerce. La réglementation incidente du commerce interprovincial serait mineure dans le cas des valeurs mobilières puisque la réglementation principale serait effectuée par les provinces.

d'ailleurs semblable à celle faite à l'égard du pouvoir fédéral en matière d'échange et de commerce.

Il est désormais reconnu que le pouvoir comporte trois catégories : le pouvoir d'urgence, le pouvoir résiduaire et le pouvoir d'intervenir dans des questions d'intérêt national³⁶⁴. Cette dernière catégorie est la plus pertinente pour autoriser une éventuelle loi fédérale sur les valeurs mobilières. L'arrêt de principe en la matière est désormais *Crown Zellerbach*³⁶⁵, dans lequel le juge Le Dain expose les critères servant à déterminer si la réglementation fédérale relève d'une quelconque « dimension nationale ». En somme, la loi fédérale doit « avoir une unicité, une particularité et une indivisibilité qui la distinguent clairement des matières d'intérêt provincial, et un effet sur la compétence provinciale qui soit compatible avec le partage fondamental des pouvoirs législatifs effectué par la Constitution [...] »³⁶⁶. Il explique ensuite comment ces critères doivent être interprétés :

« Pour décider si une matière atteint le degré requis d'unicité, de particularité et d'indivisibilité qui la distingue clairement des matières d'intérêt provincial, il est utile d'examiner quel effet aurait sur les intérêts extra-provinciaux l'omission d'une province de s'occuper efficacement du contrôle ou de la réglementation des aspects intraprovinciaux de cette matière. »³⁶⁷

Comme le soulignent Brun et Tremblay, ces critères sont extrêmement flous³⁶⁸. Tout au plus peut-on saisir que l'approche doit être « pratique » et « conceptuelle »³⁶⁹. Mais que signifient « unicité », « particularité » et « indivisibilité » ? La Cour est silencieuse sur cette question. Le seul indice

364 Nous écartons la discussion à l'égard de la confusion possible entre la théorie des dimensions nationales et le pouvoir résiduaire. Voir Henri BRUN et Guy TREMBLAY, *Droit constitutionnel*, 3^e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1997, pp. 552 à 658 et P. HOGG, op. cit., note 361, p. 443 à 447.

365 [1988] 1 R.C.S. 401.

366 *Id.*, 432.

367 *Id.*

368 BRUN et TREMBLAY, op. cit., note 364, pp. 561-562.

369 *Crown Zellerbach*, précité, note 365, p. 434.

véritable est celui mentionné dans le *Renvoi sur la loi anti-inflation*, à l'effet que le sujet de la loi ne doit pas être un « agrégat de matières provinciales »³⁷⁰. En appliquant ces critères au droit des valeurs mobilières, certains y verront sûrement un domaine peu étanche et qualifieront de relativement mineures ses répercussions sur la propriété et les droits civils. D'autres, au contraire, mettront l'accent sur le fait que les opérations sur les valeurs mobilières sont en fait des transferts de propriété, et que la réglementation de ces transferts et des intermédiaires de marché n'est qu'un agrégat de matières relevant de la compétence provinciale. Les critères ne permettent pas de trancher la question de façon définitive.

Il est toutefois possible de dégager des principes sous-jacents en analysant le raisonnement des juges. Dans l'affaire *Crown Zellerbach*, la majorité des juges affirment qu'il est utile « d'examiner quel effet aurait sur les intérêts extra-provinciaux l'omission d'une province de s'occuper efficacement du contrôle ou de la réglementation des aspects intraprovinciaux de cette matière ». La réglementation de l'énergie nucléaire répond à des préoccupations semblables, selon la Cour suprême dans *Ontario Hydro c. Ontario*³⁷¹. Le juge LaForest y indique en effet que la réglementation de l'énergie nucléaire relève de l'intérêt national, entre autres parce que « ses répercussions sont principalement extraprovinciales et internationales »³⁷². Les autres matières de compétence fédérale – notamment l'aéronautique³⁷³, la région de la capitale nationale³⁷⁴, la pollution marine – sont aussi des affaires qui dépassent les intérêts strictement intraprovinciaux.

370 *Renvoi sur la loi anti-inflation*, [1976] 2 R.C.S. 373, 458.

371 *Ontario Hydro c. Ontario*, [1993] 3 R.C.S. 327.

372 *Id.*, p. 379. La question qui se posait était celle de savoir si la réglementation des relations de travail des employés relevait aussi de la compétence fédérale. La majorité des juges ont répondu dans l'affirmative, au motif que les conditions de travail sont un domaine « intégré » à la question de la sécurité nucléaire.

373 *Johannesson v. West St. Paul* [1952] 1 S.C.R. 292.

374 *Munro v. National Capital Commission* [1966] S.C.R. 663.

Dans *Ontario Hydro c. Ontario*, il est intéressant de noter la dissidence du juge Iacobucci, au nom des juges Sopinka et Cory également, quant à la question principale de l'affaire, c'est-à-dire la compétence en matière de relations de travail dans les centrales nucléaires. Il rappelle le passage de *Crown Zellerbach* à l'effet que la loi fédérale, pour pouvoir reposer sur le pouvoir en matière de paix, ordre et bon gouvernement, doit avoir « un effet sur la compétence provinciale qui soit compatible avec le partage fondamental des pouvoirs législatifs effectué par la Constitution ». Il interprète le passage comme signifiant que « l'étendue de ce qui relève de la compétence du Parlement est limitée aux dimensions d'intérêt national de l'énergie atomique »³⁷⁵ (nos italiques). Il attribue donc au fédéral un pouvoir d'intervention limité à la dimension nationale du domaine en question, ce qui rejoint l'idée que la compétence fédérale peut être complémentaire à la compétence provinciale dans un domaine et se concentrer sur l'objectif national du domaine des valeurs mobilières, c'est-à-dire la protection des marchés financiers.

Le raisonnement ci-dessus fournit une piste à notre analyse. Comme dans le cas de la compétence fédérale en matière de commerce, tout est ici question de perception. Si l'objet du droit des valeurs mobilières est la protection des investisseurs, les composantes de cette protection – règles de divulgation aux investisseurs, réglementation des intermédiaires de marché et autres – sont réellement un agrégat plutôt divisible de matières provinciales. Toutefois, si l'objet du droit des valeurs mobilières est la protection des marchés, il acquiert soudainement une qualité unique et indivisible. Une législation fédérale constituée d'un ensemble de règles visant à améliorer la performance des marchés nationaux satisferait les critères du *Renvoi sur la loi anti-inflation* : protection de l'économie canadienne dans son ensemble, mesure qui intéresse le Canada tout entier, besoin d'une approche nationale pour régler un problème national. Cela illustre à nouveau la dualité qui caractérise le droit des valeurs mobilières : lorsque la législation vise la protection du marché national et non la réglementation de la

375 *Id.*, p. 425.

transaction individuelle, elle devient justifiable à titre de réglementation pour la paix, l'ordre et le bon gouvernement.

4.2.3 Mécanique constitutionnelle de l'intervention fédérale

Nous avons évoqué plus haut le fait que l'intervention éventuelle du gouvernement fédéral dans certains aspects du domaine des valeurs mobilières pourrait être directe (imposition de normes applicables à l'industrie directement) ou indirecte (imposition de normes applicables aux provinces). Si l'intervention directe ne pose pas de problème particulier au niveau constitutionnel, en autant que les champs de compétence soient respectés, il n'en est pas de même pour l'intervention indirecte. En effet, la Constitution ne contient pas de processus explicite permettant au fédéral d'adopter des lois-cadres ou des « normes minimales » dont la mise en œuvre est confiée aux sous-juridictions, comme c'est le cas en Allemagne³⁷⁶, en Suisse³⁷⁷ et au sein de l'Union européenne (réglementation par directives)³⁷⁸.

Pour contre, il serait possible d'atteindre un résultat presque identique en reproduisant l'approche de la *Loi sur la protection des renseignements personnels et les documents électroniques*³⁷⁹, c'est-à-dire en dispensant de l'application de la loi fédérale les personnes déjà régies par une loi provinciale dont les principes sont essentiellement les mêmes³⁸⁰. Les provinces pourraient ainsi intégrer à leur

376 C'est le principe enchâssé dans l'article 72 de la Constitution allemande. Voir Thomas LENK et Karolina KAISER, « Competitive Federalism - Understandings and Institutional Settings », dans *Spatial Aspects of Federative Systems*, 33, Deutsches Forschungsinstitut für öffentliche Verwaltung, Speyer, Speyerer Forschungsberichte 242.

377 Clive CHURCH et Paolo DARDANELLI, « The Dynamics of Confederalism and Federalism: Comparing Switzerland and the EU », (2005) 15 *Regional and Federal Studies* 163.

378 Simon DEAKIN, « Two Types of Regulatory Competition: Competitive Federalism versus Reflexive Harmonisation. A Law and Economics Perspective on Centros », (1999) *Cambridge Yearbook of European Legal Studies* 231.

379 L.C. 2000, c. 5.

380 Le paragraphe 26(2) de cette loi prévoit que le gouverneur en Conseil peut, par décret, « s'il est convaincu qu'une loi provinciale essentiellement similaire à la présente partie s'applique à une organisation – ou catégorie d'organisations – ou à une activité – ou catégorie d'activités –, exclure l'organisation, l'activité ou la catégorie de l'application de la présente partie à l'égard de la collecte, de

législation les principes que souhaite véhiculer le gouvernement fédéral. C'est la solution idéale car elle n'augmente pas le fardeau réglementaire des émetteurs de façon significative. Ceux-ci n'auront toujours qu'à se conformer à une seule loi provinciale, sans que la loi fédérale ne se superpose. Par contre, dans les provinces qui n'adoptent pas les principes essentiels fédéraux, la loi fédérale s'appliquerait toujours, en vertu des règles de prépondérance³⁸¹; devant cela, il est peu probable que les provinces adoptent malgré tout des normes incompatibles avec la loi fédérale.

Il existe également la possibilité pour le gouvernement fédéral de consulter les provinces et négocier avec elles, afin qu'elles intègrent dans leurs lois les principes importants pour le fédéral. Cela pourrait d'ailleurs être nécessaire dans certains cas, par exemple si le fédéral décide de prévoir des normes minimales de recours collectifs. Dans ce cas, le fédéral n'aurait qu'à produire un document de principes que les provinces incorporeraient par renvoi. Une telle incorporation serait valide sur le plan constitutionnel parce que les principes ainsi incorporés relèvent accessoirement de la compétence provinciale et que le mécanisme ferait partie d'un schéma législatif de coopération fédéro-provinciale³⁸².

Comme nous l'avons souligné, un niveau minimal de coopération est une force, pas une faiblesse (*supra*, 3.5). De plus, au niveau politique, il demeure plus avantageux pour les provinces d'y participer volontairement, et de contribuer ainsi à l'efficacité globale du système, que de faire face à la menace constante de l'occupation totale du champ de réglementation par le fédéral.

l'utilisation ou de la communication de renseignements personnels qui s'effectue à l'intérieur de la province en cause. »

381 *Multiple Access*, précité, note 71, à la p. 191. Le résultat sera que la loi provinciale sera inopérante dans la mesure de son incompatibilité avec la loi fédérale. Voir également P. HOGG, op. cit., note 361, pp.436-441.

382 Un tel régime a été considéré valide dans la réglementation du commerce des œufs. Voir *Renvoi relativement à la Loi sur l'organisation du marché des produits agricoles*, précité, note 363.

4.3 Résumé des compétences fédérales dans un régime de passeport

La protection des investisseurs est certes enchâssée dans la compétence en matière de propriété et de droits civils, mais elle ne suffit pas à elle seule à réglementer un marché national. Comme le suggère un auteur, « the trading of securities and the raising of capital are no longer mere exercises of a person's property and civil rights »³⁸³. La compétence provinciale en matière de propriété et droits civils est, d'une certaine façon, lacunaire, car elle ne permet pas de réglementer les valeurs mobilières d'une façon exhaustive. L'arrêt *Pearson* est l'exemple parfait des limitations du système actuel.

De même, s'il est primordial de mettre l'accent sur l'importance de conserver l'intégrité du marché national, cela ne règle pas la question de la protection des investisseurs et limite, par le fait même, la portée de la compétence fédérale dans le domaine. C'est d'ailleurs pour cette raison que les partisans d'une centralisation de la réglementation des valeurs mobilières sont contraints d'affirmer que plusieurs règles des valeurs mobilières touchant la propriété et les droits civils ne pourraient être reconnues comme étant valides dans le contexte d'une loi fédérale qu'à titre accessoire à l'objectif principal « national » de la loi³⁸⁴. Ne faire reposer la réglementation des valeurs mobilières que sur l'un des deux paliers de gouvernement occulte forcément l'un des deux objectifs de la réglementation.

Il n'est pas nécessaire d'attribuer la compétence en matière de réglementation des valeurs mobilières *exclusivement* à l'un ou l'autre des paliers, chacun limité dans sa capacité de couvrir l'un ou l'autre des aspects de la réglementation des valeurs mobilières, car le jeu n'est pas à somme nulle. Il serait plutôt préférable de partager la compétence. Si chaque palier est plus apte à réglementer un aspect particulier des valeurs mobilières, de façon principale et non

383 D. TSE, *loc. cit.*, note 348, 445.

384 Voir par exemple P. ANISMAN et P. HOGG, *loc. cit.*, note 72, 160 et 208.

pas accessoire, l'attribution de la compétence pourrait être modelée plus étroitement selon les aptitudes du palier en question. Le débat actuel présume de l'exclusivité de juridiction – avec les limitations que cela implique. Plutôt que de chercher l'exclusivité, il faudrait chercher la complémentarité, chaque palier œuvrant à l'intérieur de ses aptitudes.

Ainsi, l'analyse effectuée ci-dessus permet de conclure que le régime de passeport que nous proposons pourrait être fondé sur la compétence des provinces pour régler tout ce qui touche la protection des investisseurs : règles de divulgation, gouvernance d'entreprise, intermédiaires. Ce sont des matières avec lesquelles les provinces ont déjà de l'expérience. Le fédéral pourrait alors se concentrer sur les aspects de la réglementation des valeurs mobilières qui ont une incidence sur le marché national : facilitation des poursuites, réglementation des OAR boursiers et des bourses elles-mêmes, suppression, représentation internationale, en se fondant sur ses pouvoirs en matière de commerce ou de paix, ordre et bon gouvernement. Dans la mesure où l'intervention fédérale vise à assurer l'intégrité des marchés financiers, la compétence fédérale en matière de commerce ou pour la paix, l'ordre ou le bon gouvernement, serait justifiée.

Cette façon de structurer la réglementation des valeurs mobilières est d'ailleurs beaucoup mieux harmonisée avec le texte et l'esprit de la Constitution que celles que soutiennent les intervenants de part et d'autre du débat, car elle ne repose sur aucune extension de la compétence provinciale ou fédérale. Comme nous l'avons vu, pour attribuer la compétence dans la *totalité* du domaine des valeurs mobilières à l'un ou l'autre des paliers de façon exclusive, il est nécessaire de qualifier le droit des valeurs mobilières comme un droit « principalement » préoccupé soit par la protection des investisseurs, soit par la protection des marchés. Or, ces deux objectifs ne sont pas mutuellement exclusifs : au contraire, ils sont véhiculés simultanément. Il est donc impossible d'attribuer la compétence totale dans le domaine de façon exclusive à l'un ou l'autre des paliers. En revanche, dans notre modèle, chaque palier a une compétence partielle dans le

domaine : les provinces peuvent réglementer les aspects du droit des valeurs mobilières qui tiennent plus de la protection des investisseurs, tandis que le fédéral peut réglementer les aspects qui tiennent de la protection des marchés. Il n'y a pas de compétence principale qui englobe une compétence accessoire, mais bien deux compétences principales qui se complètent³⁸⁵. Cette situation se distingue de la tendance de la Cour suprême, constatée par le professeur Jean Leclair, d'associer « efficacité » à « centralisation », au détriment des compétences provinciales et de la diversité régionale³⁸⁶. Le modèle que nous proposons pourrait témoigner du fait que l'efficacité n'est pas toujours synonyme de centralisation. Au contraire, grâce à la concurrence intergouvernementale, l'efficacité peut parfois passer justement par la réglementation provinciale.

De plus, dans le système actuel, chaque province réglemente le droit des valeurs mobilières sur son territoire, ce qui signifie qu'une société doit se conformer au droit de plusieurs provinces. Le droit de chaque province se présente donc comme une espèce de barrière non tarifaire. À l'inverse, le modèle de passeport permet une forme de libre échange du droit provincial, parce que chaque province accepte de ne pas créer de difficulté législative supplémentaire pour une société qui se conforme déjà au droit de l'une des provinces. Le modèle rejoint ainsi, dans une certaine mesure, la conception véhiculée par l'article 121 de la Constitution et par les arrêts Hunt³⁸⁷ et Morgaard³⁸⁸, selon laquelle la fédération est une union économique, fondée en grande partie sur la reconnaissance mutuelle et la réciprocité³⁸⁹. Le professeur Jacques Frémont a d'ailleurs remarqué que la Cour suprême tend à aligner sa jurisprudence sur l'union économique telle

385 Un modèle semblable a été suggéré dans le contexte du droit corporatif américain : voir Renee M. Jones, « Dynamic Federalism: Competition, Cooperation And Securities Enforcement », (2004) 11 *Connecticut Insurance Law Journal* 107.

386 Jean LECLAIR, « The Supreme Court of Canada's Understanding of Federalism: Efficiency at the Expense of Diversity », (2003) 28 *Queen's Law Journal* 411.

387 *Loc. cit.*, note 298.

388 *Morguard Investments Ltd. c. De Savoye*, [1990] 3 R.C.S. 1077.

389 Noemi GAL-OR, « In Search of Unity in Separateness: Interprovincial Trade, Territory, and Canadian Federalism », (1997) 9 *National Journal of Constitutional Law* 307, 329.

que conçue par la Commission Macdonald³⁹⁰. Il est intéressant de noter que le Rapport de la Commission envisageait lui aussi que la concurrence interprovinciale puisse jouer un rôle dans l'union économique, quoique le domaine des valeurs mobilières n'était pas cité en exemple³⁹¹.

Le modèle de passeport avec participation fédérale est donc conforme à l'esprit du fédéralisme. En cette ère où plusieurs aspects du fédéralisme font l'objet de débats – fédéralisme coopératif, fédéralisme asymétrique, péréquation – le modèle proposé envisage une structure à la fois respectueuse des compétences provinciales et fédérale et efficace sur le plan de l'allocation des ressources.

390 Jacques FRÉMONT, « La face cachée de l'évolution contemporaine du fédéralisme canadien », dans Gérard-A. BEAUDOUIN, Joseph E. MAGNET, Benoît PELLETIER, Gordon ROBERTSON et John TRENT (dir.), *Le fédéralisme de demain : réformes essentielles*, Montréal, Wilson et Lafleur, 1998, p. 45. Voir également Michael J. TREBILCOK, « The Supreme Court and Strengthening the Conditions for Effective Competition in the Canadian Economy », (2001) 80 *Revue du Barreau canadien* 542, où l'auteur démontre notamment que la Cour suprême a intégré la notion d'union économique dans sa jurisprudence.

391 Voir note 160.

Conclusion

Dans l'analyse qui précède, nous avons esquissé un modèle de structure réglementaire en droit des valeurs mobilières : une concurrence interprovinciale vigoureuse habilitée par un régime de passeport, et une intervention fédérale ponctuelle, garante de la stabilité du système et de la protection de l'intérêt national. Nous avons identifié les principaux avantages de cette structure : innovation, amélioration de la qualité de la réglementation, diminution du fardeau réglementaire, optimisation des habiletés fédérale et provinciale, respect des compétences constitutionnelles.

Le modèle comporte un avantage supplémentaire, dont il n'a pas été question jusqu'à présent : la structure proposée ne requiert qu'une réforme minimale du système actuel. Certes, la réforme est significative sur le plan des valeurs qui sous-tendent le système, mais la majeure partie de l'infrastructure réglementaire existante (les ACVM, les OAR) demeure intacte. Aucun démantèlement du système actuel n'est nécessaire, contrairement à la proposition d'une commission de valeurs mobilières nationale. De plus, les provinces n'ont pas besoin d'être indemnisées pour la perte de leurs commissions de valeurs, comme l'envisageait l'une des études récentes³⁹².

On peut tout de même prévoir certains coûts, bien qu'ils soient minimes. Par exemple, le gouvernement fédéral devra probablement établir une agence réglementaire. Toutefois, le rôle restreint de celle-ci, comparativement à celui d'une commission de valeurs mobilières nationale, ne nécessitera pas d'investissement financier excessif. Quant aux provinces, elles n'auront qu'à modifier légèrement le régime de passeport qu'elles ont déjà commencé à mettre

392 D. HARRIS, *A Symposium on Canadian Securities Regulation – Harmonization or Nationalization ?*, *loc. cit.*, note 2, 33. L'étude fait également état des propositions, en 1994 et en 1996, de paiement par le fédéral aux provinces d'une indemnité de 150 ou de 200 millions de dollars.

en place afin de donner libre cours à une véritable concurrence interprovinciale plutôt que de viser l'harmonisation absolue des normes. Il faudra également ouvrir les voies de communication avec le gouvernement fédéral.

En fait, le changement le plus important que requiert la structure réglementaire proposée est celui des mentalités, car la notion de concurrence interprovinciale n'est pas encore fermement intégrée aux débats sur le fédéralisme. De même, pour que les normes fédérales et provinciales soient véritablement complémentaires, pour qu'elles constituent un tout organique et qu'elles soient accueillies favorablement par l'industrie, il est impératif que les parties prenantes cessent de concevoir la réglementation des valeurs mobilières comme un jeu à somme nulle et soient réceptives à l'idée que les deux paliers gouvernementaux ont un rôle à jouer.

Afin que le système demeure efficace, il importera d'en surveiller l'évolution constamment, car il n'est pas encore éprouvé. Par exemple, pour que les coûts demeurent bas, il faudra étudier la possibilité d'effectuer des ajustements au fur et à mesure. L'expérience européenne doit par ailleurs servir de mise en garde contre la bureaucratisation excessive de la structure réglementaire.

Les grandes lignes de la structure réglementaire étant établies, il faudra en préciser le fonctionnement et élaborer des règles de fond, ce qui dépasse le cadre de la présente étude. Il est toutefois possible à ce stade d'identifier certains éléments qui devraient être approfondis. Par exemple, il faudra aborder la question de la réglementation des personnes inscrites. Comme nous l'avons vu (*supra*, 1.1.1.3), ces personnes font face à des coûts excessifs découlant, du moins en partie, de la structure du régime actuel. Il faudra donc déterminer le palier de gouvernement le plus apte à réglementer efficacement ces personnes. La réglementation des personnes inscrites se prête-t-elle à la concurrence interprovinciale ? Ou bénéficierait-elle davantage d'une approche nationale ? Si l'on estime qu'il y a lieu d'introduire un mécanisme de concurrence, devrait-il

ressembler lui aussi au régime de passeport ? Il s'agit là de questions importantes, qui devraient elles-mêmes faire l'objet d'une étude.

La délimitation précise des compétences constitutionnelles et des rôles des deux paliers est également primordiale. Le système ne pourra fonctionner si les frictions entre les provinces et le fédéral sont trop nombreuses. Il faudra donc prévoir, par exemple, le moment précis où une question cesse d'être d'intérêt purement local pour devenir d'intérêt national. Si le fédéral réglemente les bourses, il devra aussi se garder d'imposer des règles qui empiètent trop sur les champs couverts par les règles de divulgation provinciale. Des conflits entre le gouvernement fédéral et les provinces sont à prévoir, mais si les rôles sont suffisamment bien définis au préalable, et si la confiance mutuelle règne, ces conflits ne toucheront que des questions ponctuelles et ils contribueront à faire évoluer le système³⁹³.

L'émergence de conflits de compétence pourrait aussi s'avérer une force positive dans l'évolution du droit, en raison du phénomène de la concurrence *verticale*, une concurrence qui se joue entre des juridictions d'ordre différent. Cette forme de concurrence s'oppose à la concurrence *horizontale*, c'est-à-dire celle entre juridictions d'ordre parallèle, dont la concurrence interprovinciale est un exemple³⁹⁴. Il est possible de supposer par exemple que la menace d'occuper le champ de compétence provinciale en droit des valeurs mobilières, formulée à maintes reprises au fil des ans par le gouvernement fédéral, a probablement forcé les provinces à innover, à coordonner leurs actions et à trouver des solutions de rechange pour apaiser les craintes de l'industrie tout en maintenant leur juridiction

393 Breton prédit ce scénario lorsqu'il existe une concurrence verticale : « [...] the central government, in devising, policing, and enforcing the rules governing horizontal competition, would have some freedom to do so in a way that could benefit itself when competing (vertically) with the junior governments. » (Breton, *loc.cit.*, note 115, 193).

394 Cette possibilité est envisagée en matière d'application des lois des valeurs mobilières aux Etats-Unis par Renee M. JONES, « Dynamic Federalism : Competition, Cooperation and Securities Enforcement », (2004) 11 *Connecticut Insurance Law Journal* 107.

dans le domaine³⁹⁵. Ce genre de réponse est prévisible lorsque la réglementation est perçue comme un jeu à somme nulle. Or, dans la structure réglementaire que nous proposons, la dynamique des relations fédéro-provinciales sera probablement différente. Les effets de la concurrence verticale à l'intérieur de cette dynamique méritent donc d'être approfondis.

De manière générale, la complémentarité des rôles et le modèle de concurrence interprovinciale pourraient également servir de moyen de réglementation intéressant au sein de la fédération canadienne, dans les domaines qui s'y prêtent. Une piste de recherche serait le domaine de la réglementation environnementale, où de nombreuses études sur la concurrence intergouvernementale ont été effectuées³⁹⁶. Comme ce domaine présente plusieurs exemples d'externalités réglementaires (*supra*, 2.1.1.2), il semble qu'une concurrence interprovinciale, stabilisée par l'intervention gouvernementale pour corriger les externalités et veiller à la protection de l'intérêt national, pourrait produire des innovations intéressantes. Le modèle que nous avons suggéré pourrait être appliqué à d'autres domaines, quoique l'étude des coûts et bénéfices reste à faire dans chaque cas. Le simple fait d'entreprendre une telle analyse et d'étendre notre conception traditionnelle du fédéralisme permettrait de repenser la dialectique en cause et, nous l'espérons, d'inspirer au fédéralisme canadien une vision à la fois contemporaine et empreinte d'authenticité.

395 *Id.* Voir aussi D. HARRIS, *A Symposium on Canadian Securities Regulation – Harmonization or Nationalization ?*, *loc. cit.*, note 2, Appendice xiv; Gerald GOLDSTEIN, « L'expérience canadienne en matière d'uniformisation, d'harmonisation et de coordination des droits », (1998) 32 *Revue Juridique Thémis* 235, 293.

396 Voir note 132.

Bibliographie

Législation

Loi constitutionnelle de 1867, 30 & 31 Vict, R.-U., c. 31

Loi sur la protection des renseignements personnels et les documents électroniques, L.C. 2000, c. 5

Loi sur les frais d'utilisation, L.C. 2004, ch. 6

Règlement 31-102Q sur la base de données nationale d'inscription, R.Q. c. V-1.1, r.0.01

2004 British Columbia Securities Act, S.B.C 2004, c. 43

Jurisprudence

A.G. Manitoba v. A.G. Canada, [1929] 1 D.L.R. 369

Bennett v. British Columbia (Securities Commission), 82 D.L.R. (4th) 129

Brasseries Labatt du Canada Ltée c. Procureur général du Canada, [1980] 1 R.C.S. 914

British Columbia Power Corp. Ltd. v. A.-G. B.C. et al., (1963), 47 D.L.R. (2d) 635

Brosseau c. Alberta securities commission, [1989] 1 R.C.S. 301

CIBC World Markets v. Manitoba (Securities Commission) 31 Admin. L.R. (4th) 128

Citizens' Insurance Co. v. Parsons, 7 App. Cas. 96

Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières), [2001] 2 R.C.S.132

General Motors of Canada Ltd. c. City National Leasing, [1989] 1 R.C.S. 641

Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission), [2000] 1 R.C.S. 494

Gregory & Co. v. Quebec (Securities Commission), [1961] S.C.R.584

Hunt c. T&N plc, [1993] 4 R.C.S. 289

Insurance Co. v. Parsons, (1881) 7 App. Cas. 96

Johannesson v. West St. Paul [1952] 1 S.C.R. 292

John Deere Plow Co. v. Wharton, [1915] A.C. 330

Kirkbi AG c. Gestions Ritvik Inc., [2005] 3 R.C.S. 302

Lukey v. Ruthenian Farmers' Elevator Co., (1924) S.C.R.. 56

- Lukey v. Ruthenian Farmers' Elevator Co.*, (1923) 4 D.L.R. 308
- Lymburn v. Maylan*, [1932] A.C. 318
- MacDonald v. Vapor Canada Ltd.*, [1977] 2 R.C.S. 134
- Morguard Investments Ltd. c. De Savoye*, [1990] 3 R.C.S. 1077
- Morrison Williams*, (2000) 9 ASCS 2888, #9/30
- Multiple Access Ltd. c. McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S. 161
- Munro v. National Capital Commission* [1966] S.C.R. 663
- New State Ice Co. v. Liebmann*, 285 U.S. 262, 311 (1932)
- Ontario Hydro c. Ontario*, [1993] 3 R.C.S. 327
- Pearson c. Boliden*, 2003 B.C.L.R. 7 (4th) 425
- Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557
- Procureur général du Canada c. Transports Nationaux du Canada, Ltée.*, [1983] 2 R.C.S. 206
- R. c. Crown Zellerbach Canada Ltd.*, [1988] 1 R.C.S. 401
- R. v. Smith*, [1960] S.C.R. 776
- Re: Biocapital Biotechnology & Healthcare Fund*, (2001), 24 O.S.C.B. 2844
- Reference: Dominion Constitutional Act, s.110 (Canada)* [1934] S.C.R. 653
- Regina v. McKenzie Securities Ltd. et Al.*, [1966] 4 C.C.C. 29
- Renvoi sur la Loi anti-inflation*, [1976] 2 R.C.S. 373
- Renvoi relativement à la Loi sur l'organisation du marché des produits agricoles*, [1978] 2 R.C.S. 1198
- The Great West Saddlery Co. Ltd. v. The King*, [1921] 2 A.C. 91
- The Queen v. Klassen* (1959), 20 D.L.R. (2d) 406 (C.A. Man.)
- World Stock Exchange*, (2000) 9 ASCS 658, #9/7

Monographies

- BRETON, A., *Competitive Governments: An Economic Theory of Politics and Public Finance*, New York and Cambridge: Cambridge University Press, 1996
- BRUN, H. et G. TREMBLAY, *Droit constitutionnel*, 3^e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1997
- COMMISSION ROYALE D'ENQUÊTE SUR LE SYSTÈME BANCAIRE ET FINANCIER, *Rapport de la commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Imprimeur de la Reine, 1964
- JOHNSTON, D. et K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 3^e éd., Toronto, Butterworths, 2003

- GILLEN, M.R., *Securities Regulation in Canada*, 2^e éd. Toronto, Carswell, 1998
- HARRISON, K., *Racing to the Bottom? Provincial Interdependence in the Canadian Federation*, Vancouver, UBC Press, 2006
- HAZEN, T.L., *Law of Securities Regulation*, 4^e éd, West Group Publishing, 2002
- HOGG, P., *Constitutional Law of Canada*, 4^e éd., Toronto, Carswell, 1997
- MACKAAY, E., *L'analyse économique du droit, vol. 1 - Fondements*, Montréal et Bruxelles, Éditions Thémis et Bruylant, 2000
- MONAHAN, P., *Constitutional Law*, 2^e édition, Toronto, Irwin Law 2002

Articles

- AITKEN, M. et A. SLOW, « Ranking World Equity Markets On The Basis Of Market Efficiency And Integrity » *The Hewlett-Packard Handbook of World Stock, Derivative and Commodity Exchanges*, Bridges, Mono Visione, 2003, p. 49
- ANAND, A.I. et P.C. KLEIN, « Inefficiency and path dependency in Canada's securities regulation system: Towards a reform agenda » (2005) 42 *Canadian Business Law Journal* 41 (juin)
- ANAND, A. et P. KLEIN, « Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada », monographie préparée à l'intention du Comité de personnes averties, 28 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_11.pdf
- ANISMAN, P. et P.W. HOGG, « Les aspects constitutionnels de la législation fédérale sur les valeurs mobilières », dans Philip Anisman et autres, *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol. 3. Ottawa, Consommation et Corporations Canada, 1979, 137
- BAINBRIDGE, S.M., « Sarbanes-Oxley: Legislating in Haste, Repenting in Leisure » (2006), *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 06-14*, <http://ssrn.com/abstract=899593>
- BAINBRIDGE, S.M., « The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer » mars 2001, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277
- BEBCHUK, L.A. et M.J. ROE, « A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance », (1999) 52 *Stanford Law Review* 127
- BEBCHUK, L.A. et A. HAMDANI, « Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters » (2002) 112 *Yale Law Journal* 553
- BECKER, G.S., « A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence » (1983) 98 *Quarterly Journal of Economics* 371
- BENY, L.N., « Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World (Former title: Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative

- Evidence) » (mai 2006). *University of Michigan Legal Working Paper Series. University of Michigan John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper Series. Working Paper 35*, <http://law.bepress.com/umichlwps/olin/art35>
- BESLEY, T. et A. CASE, « Incumbent Behavior: Vote Seeking, Tax Setting and Yardstick Competition » (1995) 85 *American Economic Review* 25
- BHATTACHARYA, U. et H. DAOUK, « The World Price of Insider Trading », (2002) 57 *Journal of Finance* 75
- BLACK, B.S., « The Legal And Institutional Preconditions For Strong Securities Markets », (2001) 48 *U.C.L.A. Law Review* 781
- BLACKWELL, R., « Regulatory reform a 'political' task », *Globe and Mail*, 9 mars 2002, B3
- BOISSONNEAULT, G., « La relation entre les marchés des capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada », monographie présentée au CPA, 24 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_2.pdf
- BOISVERT, S. et C. GAA, « Innovation et concurrence au sein des marchés boursiers canadiens », (2001) *Revue de la Banque du Canada* 17 (été)
- BRANSON, D.M., « The Very Uncertain Prospect of "Global" Convergence in Corporate Governance », (2001) 34 *Cornell International Law Journal* 321
- BRATTON, W.W. et J.A. MCCAHERY, « The New Economics of Jurisdictional Competition : Devolutionary Federalism in a Second-Best World », (1997) 86 *Georgetown Law Journal* 201
- BRIS, A., « Do Insider Trading Laws Work », (2005) 11 *European Financial Management* 267
- CARPENTIER, C., M. KOOLI et J.-M. SURET, *Les émissions initiales au Canada: bilan, anomalies et dysfonctions*, rapport de recherche préparé pour la Direction générale de la politique de la petite entreprise dans le cadre du Programme de recherche sur le financement des petites et moyennes entreprises (PME), Industrie Canada, avril 2003, <http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/fr/rd00530f.html>
- CARPENTIER, C., J.-F. L'HER et J.-M. SURET, 2004. « Competition Among Securities Markets: Can the Canadian Market Survive ? », CIRANO, Série Scientifique, 2004s-50
- CARPENTIER, C. et J.-M. SURET, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada*, Document de travail CIRANO et Commission des valeurs mobilières du Québec, juillet 2003
- CARPENTIER, C. et J.-M. SURET, 2004, « Création et financement des entreprises technologiques : les leçons du modèle israélien », CIRANO, Série Scientifique, 2004RP-20

- CARPENTIER, C. et J.-M. SURET, « The Canadian and American Financial Systems: Competition and Regulation », (2003) 29 *Canadian Public Policy* (vol. 4) 431
- CARY, W.L., « Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware », (1974) 83 *Yale Law Journal* 663
- CHANT, J.F. et N. Mohindra, « Commissions Unbound The Changed Status of Securities Regulators in Canada », dans *Critical Issues Bulletin 2001*, Fraser Institute
- CHARLES RIVER ASSOCIATES, *Estimating the Incremental Costs of Multiple Securities Regulators in Canada*, rapport présenté à l'ACCOVAM, juin 2003, http://www.crai.com.au/pubs/pub_3403.pdf
- CHARLES RIVER ASSOCIATES, « L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada », monographie présentée au CPA, 21 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/report_fr.html
- CHOI, S.J. et A.T. GUZMAN, « *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation* », (1998) 81 *Southern Californial Law Review* 903
- CHURCH, C. et P. DARDANELLI, «The Dynamics of Confederalism and Federalism: Comparing Switzerland and the EU », (2005) 15 *Regional and Federal Studies* 163
- CLEARY, S., K. KERR et J. SCHMITZ, « Transactions Costs on the TSE », *Canadian Investment Review*, Printemps 2002, p.20
- COFFEE, J.C., « Competition Among Securities Markets : A Path Dependent Perspective », 25 mars 2002, Columbia Law and Economics Working Paper No. 192, <http://ssrn.com/abstract=283822>
- COFFEE, J.C., « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », (2004) 84 *Boston University Law Review* 301
- COFFEE, J.C., « Law And Regulatory Competition: Can They Co-Exist? », (2002) 80 *Texas Law Review* 1729
- CONDON, M., « L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada », monographie présentée au CPA, 24 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_9.pdf
- COX, J.D., « Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets », (1999) 99 *Columbia Law Review* 1200
- COX, R.R., « Canada: Governing The Future For Investor Confidence » 38 *The International Lawyer* 971
- CUMMING, D., A. KAUL et V. MEHROTRA, « Capitaux privés et préférences provinciales », monographie présentée au CPA, 8 septembre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_7.pdf

- CUMMING, D., A. KAUL et V. MEHROTRA, « La fragmentation et les marchés boursiers canadiens », monographie présentée au CPA, 2 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_8.pdf
- CUMMING, D.J. et J.G. MACINTOSH, « The Role Of Interjurisdictional Competition In Shaping Canadian Corporate Law », (2002) 20 *International Review of Law and Economics* 141
- DAINES, R., « Does Delaware law improve firm value ? » (2001) 62 *Journal of Financial Economics* 525
- DAMMANN, J.C., « Freedom Of Choice In European Corporate Law » (2004) 29 *Yale Journal of International Law* 477
- DANIELS, R., « Should Provinces Compete ? The Case for a Competitive Corporate Law Market » (1991) 36 *McGill Law Journal* 130
- DEAKIN, S., « Two Types of Regulatory Competition: Competitive Federalism versus Reflexive Harmonisation. A Law and Economics Perspective on Centros », (1999) *Cambridge Yearbook of European Legal Studies* 231
- EASTERBROOK, F. H. « Federalism and European Business Law », (1994) 14 *International Review of Law and Economics* 125
- THE ECONOMIST, « An end to the Wild West ? », 16 juin 2005, p. 72
- ELESWARAPU, V.R. et K. VENKATARAMAN « The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis », (2006) 19 *Review of Financial Studies* 1081.
- ENGEL, K.H., « State Environmental Standard-Setting: Is There a "Race" and Is It "to the Bottom" ? » (1997) 48 *Hastings Law Journal* 271
- DAOUK, H., C.M.C. LEE et D.T. NG, « Capital Market Governance: Do Securities Laws Affect Market Performance? », (2006) 12 *Journal of Corporate Finance* 560
- FOX, L. et R. ROBERT, « An inventory of Interprovincial Cooperation in Western Canada, 1990-2002 », [http://www.cwf.ca/abcalcwf/doc.nsf/\(Publications\)/1C07AA5018826FCA87256CAF007E06D7/\\$file/200302.pdf](http://www.cwf.ca/abcalcwf/doc.nsf/(Publications)/1C07AA5018826FCA87256CAF007E06D7/$file/200302.pdf)
- FOX, M., « The Issuer Choice Debate », (2001) 2 *Theoretical Inquiries in Law* 563
- FRÉMONT, J., « La face cachée de l'évolution contemporaine du fédéralisme canadien », dans Gérald-A. BEAUDOUIN, Joseph E. MAGNET, Benoît PELLETIER, Gordon ROBERTSON et John TRENT (dir.), *Le fédéralisme de demain : réformes essentielles*, Montréal, Wilson et Lafleur, 1998, p. 45
- FREEDMAN, C. et W. ENGERT, « L'évolution financière au Canada : tendances passées et défis futurs », (2003) *Revue de la Banque du Canada* 3 (été)
- FRIEDMAN, B., « Valuing Federalism » (1997) 82 *Minnesota Law Review* 317
- GAL-OR, N., « In Search of Unity in Separateness: Interprovincial Trade, Territory, and Canadian Federalism », (1997) 9 *National Journal of Constitutional Law* 307

- GEIGER, U., « The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market » (1997) *Columbia Business Law Review* 241
- GILLEN, M. et P. POTTER, « The Convergence of Securities Laws and Implications for Securities Markets », 24 *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation* 83 (1998)
- GOLDSTEIN, G., « L'expérience canadienne en matière d'uniformisation, d'harmonisation et de coordination des droits », (1998) 32 *Revue Juridique Thémis* 235
- GRAY, T., *La réponse du Canada à la loi américaine sarbanes-oxley de 2002 : nouvelles orientations pour la gouvernance d'entreprise*, Bibliothèque du Parlement, Service d'information et de recherche parlementaire, Division de l'économie (4 octobre 2005)
- HAIL, L. et C. LEUZ « International Differences in Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter ? », (2003) Law Working Paper No. 15/2003, European Corporate Governance Institute (novembre)
- HANCOCK, D., « Designing A New Social Framework For Canadians », *Policy Options*, novembre 1998, p.17
- HARRIS, D., *A Symposium on Canadian Securities Regulation - Harmonization or Nationalization ?*, Livre blanc présenté par le Capital Markets Institute, le 8 octobre 2002
- HARRIS, D., « Passport flaws », *National Post*, vendredi, 5 mars 2004
- HEINE K. et W. KERBER, « European Corporate Laws, Regulatory Competition and Path Dependence » (2002) 13 *European Journal of Law and Economics* 47
- HEINMILLER, B. T., « Harmonization through emulation: Canadian federalism and water export policy » (2003) 46 *Canadian Public Administration (vol. 4)* 495
- HERTIG, G. et L. RUBEN, « Four Predictions About the Future of EU Securities Regulation », (janvier 2003) SSRN: <http://ssrn.com/abstract=376720>
- HERTIG, G., « Regulatory Competition for EU Financial Services », (2000) 3 *Journal of International Economic Law* 329
- HENDRY, S. et M.R. KING, « L'efficience des marchés canadiens de capitaux : survol des travaux de recherche de la Banque du Canada », (2004) *Revue de la Banque du Canada* 5 (été)
- JACKSON, H.E. et E.J. PAN, « Regulatory Competition In International Securities Markets: Evidence From Europe In 1999--Part I » (2001) 56 *Business Lawyer* February 653, 681-682
- JONES, R.M., « Dynamic Federalism : Competition, Cooperation and Securities Enforcement », (2004) 11 *Connecticut Insurance Law Journal* 107
- KARMEL, R.S., « The Case for a European Securities Commission », (1999) 38 *Columbia Journal of Transnational Law* 9

- KENNEDY, S. « Comment les marchés canadiens de capitaux se comparent-ils aux autres? », (2004) *Revue de la Banque du Canada* 35 (été)
- KENYON, D.A. « Theories of interjurisdictional competition », (1997) *New England Economic Review*, 13 (mars)
- KLAUSNER, M., « Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts » (1997) 81 *Virginia Law Review* 713
- KOOLI, M. et J.-M. SURET, « How cost-effective are Canadian IPO markets », (2003), 16-4 *Canadian Investment Review* 20
- KOTSOGIANNIS, C. et R. SCHWAGER, *Policy Innovation In Federal System*, <http://129.3.20.41/eps/urb/papers/0504/0504001.pdf>
- KRAWIEC, K.D., « Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age » (2001) 95 *Northwestern University Law Review* 443
- LAFFONT, J.-J. et J. TIROLE, « The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture », (1991) 106 *Quarterly Journal of Economics* (vol.4), 1089
- LANGEVOORT, D.C., « The SEC as a Bureaucracy: Public Choice, Institutional Rhetoric, and the Process of Policy Formation », (1990) 47 *Washington and Lee Law Review* 527
- LANNOO, K. et M. LEVIN, « La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE : la relation entre la Communauté et les États membres », monographie présentée au CPA, 8 septembre 2003, p. 138
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES et A. SHLEIFER, « What Works in Securities Law ? », (2006) 61 *Journal of Finance* (vol. 1) 1
- LECKEY, R. et E. WARD, « Taking Stock : Securities Markets and the Division of Powers », (1999) 22 *Dalhousie Law Journal* (vol. 2) 250
- LECLAIR, J., « The Supreme Court of Canada's Understanding of Federalism : Efficiency at the Expense of Diversity », (2003) 28 *Queen's Law Journal* 411
- LEHMAN, J.A., « The Bre-X Stock Debacle: Why The Enactment Of Canadian Federal Securities Legislation Would Be Good As Gold » (1999) 24 *Brooklyn Journal of International Law* 823
- LENK, T. et K. KAISER, « Competitive Federalism - Understandings and Institutional Settings », dans *Spatial Aspects of Federative Systems*, 33, Deutsches Forschungsinstitut für öffentliche Verwaltung, Speyer, Speyerer Forschungsberichte 242
- LICHT, A., « Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation », (1999) 24 *Yale Journal of International Law* 61
- LICHT, A., « International Diversity in Securities Regulation : Roadblocks on the Way to Convergence », (1998) 20 *Cardozo Law Review* 227

- LICHT, A. , « Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets », (1998) 38 *Virginia Journal Of International Law* 563.
- MACINTOSH, J., « A National Securities Commission for Canada? », dans Thomas J. COURCHENE et Edwin H. NEAVE, eds., *Reforming the Canadian Financial Sector: Canada in Global Perspective*, Kingston, Ontario: John Deutsche Institute for the Study of Economic Policy, 1997
- MACINTOSH, J., soumission présentée au CPA, 2003, http://www.wise-averties.ca/submitted_en.asp?file=sub_mac_int
- MASSARO, K., « Toronto Exchange Plans Derivative Debut », *Wall Street and Technology*, 30 janvier 2006
- MCDONNELL, B.H., « The Ambiguous Virtues of Federalism in Corporate Law » *Minnesota Public Law Research Paper No. 03-10*, SSRN <http://ssrn.com/abstract=424681> (15 juillet 2003)
- MOHINDRA, N., « Securities Market Regulation in Canada », dans *Critical Issues Bulletin 2002*, Fraser Institute
- MOYER, P., « The Regulation of Corporate Law by Securities Regulators : A Comparison of Ontario and the United States », (1997) 55 *University of Toronto Faculty of Law Review* 43
- OATES, W.E., « An essay on fiscal federalism » (1999) 37 *Journal of Economic Literature* 1120
- OATES, W.E. et R. SCHWAB, « The Allocative and Distributive Implications of Local Fiscal Competition », dans D. KENYON and J. KINCAID, *Competition Among States and Local Governments*, Washington, DC: Urban Institute Press. 1991, à la p.128
- PAN, E.J., « Harmonization of U.S.-E.U. Securities Regulation : The Case for a Single European Securities Regulator », (2003) 34 *Law and Policy in International Business* 499
- POSCHMANN, F. et W.B.P. ROBSON, « Interprovincial Fiscal Competition in Canada - Theory, Facts, and Options », dans *Tax Reform In Canada, A Path to Greater Prosperity*, Vancouver, The Fraser Institute, 2003 (pp.175-206)
- PRENTICE, R.A. « Regulatory Competition In Securities Law: A Dream That Should Be Deferred », 66 *Ohio State Law Journal* 1155
- PURI, P., *Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets*, Capital Markets Institute, 1^{er} décembre 2005
- PURI, P., « Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières », monographie présentée au CPA, 7 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_6.pdf
- RAGNARSSON, B.M., *The Development of the EU Disclosure Regime and Regulatory Competition*, Program on International Financial Systems, Seminar in International Finance, 8 avril 2003

- REVESZ, R.L., « Rehabilitating Interstate Competition: Rethinking the "Race-to-the-Bottom" Rationale for Federal Environmental Regulation », (1992) 67 *New York University Law Review* 1210
- RIBSTEIN L.E. et B.H. KOBAYASHI, « Federalism, Efficiency and Competition », (novembre 1997). <http://ssrn.com/abstract=110071>
- ROBERGE, I., *Fighting the Joint-Decision Trap: Canadian Regulation in the Securities Industry*, Conférence de l'Association canadienne de science politique, 2005, www.cpsa-acsp.ca/papers-2005/Roberge.pdf, p.20
- ROMANO, R., « Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation », (1998)107 *Yale Law Journal* 2359
- ROMANO, R., « Law as Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle », (1985) 1 *Journal of Law, Economics and Organization* 225
- ROMANO, R., « The Need for Competition in International Securities Regulation » (2001) 2 *Theoretical Inquiries in Law* 387
- ROMANO, R., « The State Competition Debate in Corporate Law », (1987) *Cardozo Law Review* 8
- ROSE-ACKERMAN, S., « Risk taking and reelection: Does federalism promote Innovation ? » (1980) 9 *Journal of Legal Studies* 593
- ROUSSEAU, S., « The Future of Capital Formation for Small and Medium-Sized Enterprises: Rethinking Initial Public Offering Regulation Following the Restructuration of Canadian Stock Exchanges », (2000) 34 *Revue juridique Thémis* 661
- ROWLANDS D. et F. MCMAHON, *Venture Capital in Atlantic Canada: Asking the Right Questions*, Halifax, Atlantic Institute for Market Studies, 1995
- RUBIN S., « The New World Order : Many Canadians Are Barred From Using the New SEC Reform. Why ? », *National Post*, 14 décembre 2005
- SALMON, P., *Comment on interjurisdictional regulatory competition in Canada*, présenté dans le cadre de la Conference on the Effect of Interjurisdictional Competition on Regulation, Heidelberg, 9-11 Juin 2005, mimeo
- SALMON, P., « Horizontal competition among governments », miméo, Université de Bourgogne, février 2005
- SALMON, P., « Political Yardstick Competition and Corporate Governance in the European Union » *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper N° 38/2005, Mai 2005
- SALOMON SMITH BARNEY, *Global Stock Market Review – December 2001*, 11 janvier 2002
- SCHACK, J., « Stealth Alpha », *Institutional Investor Magazine*, novembre 2004
- SCHLEIFER, A., « A Theory of Yardstick Competition » (1985) 16 *Rand Journal of Economics* 319

- SELIGMAN, J., « Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières », monographie présentée au CPA, 4 septembre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_3.pdf
- SHUTT, T. et H. WILLIAMS, *Going to Market: The Cost of IPOs in Canada and the United States*, Conference Board of Canada, Ottawa, 2000
- SIMMONDS, R. et R. DA SILVA ROSA, « L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie », monographie présentée au CPA, 6 octobre 2003, http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_5.pdf
- SOMMER, JR., A.A., « IOSCO: Its Mission and Achievement », (1996) 17 *Northwestern Journal of International Law and Business* 15
- SMITH, K.M., « The need for centralized securities regulation in the European Union », (2000) 24 *Boston College International And Comparative Law Review* 205
- STANDARD AND POOR'S, *The World By Numbers – December 2005*, 6 janvier 2005
- STRUMPF, K., « Does government decentralization increase policy innovation? » (2002) 4 *Journal of Public Economic Theory* 207
- SUN, J.-M. et J. PELKMANS, « Regulatory Competition in the Single Market », (1995) 33 *Journal of Common Market Studies* 67
- TARR, G.A., « Laboratories of Democracy ? Brandeis, Federalism, and Scientific Management », 31 *Publius: The Journal of Federalism* 37 (2001)
- TIEBOUT, C., « A Pure Theory of Local Expenditures », (1956) 64 *Journal of Political Economy* 416
- TJIONG, H.I.T., « Breaking the Spell of Regulatory Competition. Reframing the Problem of Regulatory Exit » (2002) *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 66
- TORONTO FINANCIAL SERVICES ALLIANCE, Présentation en réponse à la consultation sur l'Examen de 2006 de la législation du secteur financier du ministère des Finances Canada, mai 2005, http://www.fin.gc.ca/consultresp/06Rev_22f
- TRACHTMAN, J.P., « Regulatory Competition and Regulatory Jurisdiction in International Securities Regulation », (11 novembre 1999), <http://ssrn.com/abstract=193688>
- TREBILCOK, M.J. « The Supreme Court and Strengthening the Conditions for Effective Competition in the Canadian Economy », (2001) 80 *Revue du Barreau canadien* 542
- TSE, D., « Establishing a Federal Securities Commission », (1994) 58 *Sask. L. Rev.* 427

- TUNG, F., « From Monopolists to Markets ? : A Political Economy of Issuer Choice in International Securities Regulation » 2002 *Wisconsin Law Review* 1363
- TUNG, F., « Lost in Translation: From U.S. Corporate Charter Competition to Issuer Choice in International Securities Regulation », (2005) 39 *Georgia Law Review* 525
- TUNG, F., « Passports, Private Choice, and Private Interests: Regulatory Competition and Cooperation in Corporate, Securities, and Bankruptcy Law », (2002) 3 *Chicago Journal of International Law* 369
- VAILLANCOURT, F., *Inter-jurisdictional competition in regulation: evidence for Canada at the provincial level*, présenté dans le cadre de la Conference on the Effect of Interjurisdictional Competition on Regulation, Heidelberg, 9-11 juin 2005, miméo
- VAN DEN BERGH, R., « Towards An Institutional Legal Framework For Regulatory Competition In Europe » (2000) 53 *Kyklos* 435
- WALKER, J.L., « The Diffusion of Innovations among American States » (1969) 63 *American Political Science Review* 880

Autres documents

- ALBERTA SECURITIES COMMISSION, soumission au Comité des Personnes averties, (2003) http://www.wise-averties.ca/submitted_fr.asp?file=sub_alb
- ALBERTA SECURITIES COMMISSION, *Submission of the Alberta Securities Commission to Joint Symposium of the TSE and the Capital Markets Institute on Canada's Securities Regulation System*, Notice 2002/03/08-1b, 8 mars 2002
- AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, ébauche de la *Loi uniforme sur les valeurs mobilières*, [http://www.albertasecurities.com/dms/2990/10694/10703__1390085_v1_-_USA__PUBLICATION_DRAFT_\(DEC_16\).pdf](http://www.albertasecurities.com/dms/2990/10694/10703__1390085_v1_-_USA__PUBLICATION_DRAFT_(DEC_16).pdf)
- AUTORITÉS CANADIENNES DES VALEURS MOBILIÈRES, « National Registration Database: A Study of Economic Benefits to the Financial Services Industry – Summary Report », 2001
- ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS EN VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport annuel*, 2003-2004
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Rapport Annuel* 2005, http://www.lautorite.qc.ca/bulletin-publications/AMF_Rapport_annuel_2004-2005
- BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, *Annual Report* 2005, http://www.bcsc.bc.ca/uploadedFiles/2005_Annual_Report.pdf

- BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, *Better Disclosure, Lower Costs – A Cost-Benefit Analysis of the Continuous Market Access System*, 31 octobre 2002
- BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, *Cost Savings Under a Firm-Only Registration System*, 6 mai 2004
- CANADA, *Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada. Rapport*, vol.3, 1985
- BRITISH COLUMBIA SECURITIES COMMISSION, News Release, 10 février 2006, <http://www.bcsc.bc.ca/release.asp?id=2944>
- COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *C'est le temps d'agir*, Ottawa, Ministère des finances, décembre 2003
- CONSEIL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières*, 19 septembre 2005, http://www.valeursmobilières.org/2004_0930_mou_francais.pdf
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Annual Report 2002/03*, FSA, London (2003)
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Annual Report 2003/04*, FSA, London (2004)
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Annual Report 2004/05*, FSA, London (2005)
- GOUVERNEMENT DU CANADA, *Le financement des petites et moyennes entreprises au Canada*, 2003, <http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/fr/rd00912f.html>
- GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières*, Toronto, juin 2006
- MINISTÈRE DES FINANCES, « L'industrie canadienne des valeurs mobilières », dans *Feuillets d'information du secteur financier*, Ottawa, Janvier 2005, http://www.fin.gc.ca/toctf/2005/cansec05_f.html
- ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *Annual Report 2005*, http://www.osc.gov.on.ca/About/AnnualRpt/rpt_2005-osc-en.pdf
- ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *5 Year Review Committee Final Report – Reviewing the Securities Act (Ontario)*, 21 mars 2003
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, Release Nos. 33-8591; 34-52056; IC-26993; FR-75
- SENATE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS, *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, 8 octobre, 2002

VILLE DE TORONTO, *Toronto's Financial Services Cluster—A Review*, 2001,
http://www.toronto.ca/business_publications/finance_review.pdf