

Chapitre 3

Façons d'aborder la réglementation des valeurs mobilières et principes généraux

3.1 La façon dont les organismes de réglementation réagissent face à une lacune d'un marché est dictée par la façon dont ils l'envisagent – elle est le produit de la lunette à travers laquelle les organismes de réglementation voient la fonction de la réglementation. Au cours des délibérations du Groupe de travail, nous avons eu l'occasion d'étudier s'il est possible de moderniser leur approche face aux marchés financiers. Comme le démontrent les observations et recommandations faites dans les chapitres suivants, nous ne pensons pas que le point de vue adopté par les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens soit mal fondé ou inacceptable. Nous voyons plutôt l'occasion d'y apporter quelques améliorations. L'élément le plus important de ces améliorations consiste simplement à définir ce que sont, et ce que devraient être, les caractéristiques qui donnent forme au modèle de réglementation des valeurs mobilières.

3.2 Dans les paragraphes qui suivent, nous définirons ce que nous considérons comme les principales caractéristiques du modèle canadien de réglementation des valeurs mobilières :

- Les objectifs de la législation sur les valeurs mobilières.
- Quand et comment les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient intervenir sur les marchés financiers.
- Les caractéristiques particulières propres aux marchés financiers canadiens et la nécessité qui en découle d'une approche réglementaire originale.

Les objectifs de la législation sur les valeurs mobilières

3.3 La législation canadienne sur les valeurs mobilières poursuit généralement deux objectifs : assurer la protection des investisseurs et favoriser des marchés financiers justes et efficaces ainsi que la confiance en eux-ci¹. Nous estimons que ces objectifs sont appropriés. Toutefois, à l'instar du Rapport final du Comité d'étude de cinq ans² mis sur pied pour revoir la législation ontarienne sur les valeurs mobilières, nous sommes d'avis qu'il faut élargir ces objectifs. Nous appuyons la recommandation du Comité d'étude de cinq ans selon laquelle la réglementation des valeurs mobilières doit tenir compte d'autres facteurs, par exemple :

- favoriser la participation éclairée des investisseurs au sein des marchés financiers canadiens;
- maintenir la position concurrentielle des marchés financiers canadiens;
- favoriser l'innovation en ce qui a trait aux activités réglementées; et

¹Voir, par exemple, *The Securities Act, 1988* (Saskatchewan) à l'article 3.1; la *Securities Act* (Nouvelle-Écosse) à l'article 2; la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) à l'article 1.1.

²*Rapport final du Comité d'étude de cinq ans – Examen de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario)* à la page 76.

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

- faciliter la concurrence entre les participants qui sont assujettis à la réglementation au sein des marchés financiers canadiens³.

3.4 Comme nous l'avons indiqué au chapitre 1, la vitalité des marchés financiers canadiens est d'une importance primordiale pour le bien-être économique de tous les Canadiens. Cette vitalité est favorisée en faisant non seulement en sorte que la réglementation des marchés financiers canadiens protège les investisseurs et favorise l'équité et l'efficacité, mais également qu'elle assure la compétitivité des marchés financiers canadiens par rapport à leurs pendants mondiaux. Par conséquent, nous recommandons que les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières s'inspirent de la législation sur les valeurs mobilières qui énonce explicitement parmi ses objectifs celui d'améliorer la compétitivité des marchés financiers canadiens. Par conséquent, avant d'adopter la réglementation, il faudrait tenir compte de son effet sur la compétitivité des marchés financiers canadiens. Nous sommes conscients qu'il ne fait aucun doute que l'ensemble de la réglementation tient déjà compte de la compétitivité des marchés financiers canadiens, mais nous estimons qu'il convient de faire de cette compétitivité un principe d'orientation de la réglementation des valeurs mobilières.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande d'inclure parmi les objectifs de la législation canadienne sur les valeurs mobilières l'amélioration de la compétitivité des marchés financiers canadiens.*

Quand et comment les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient intervenir sur les marchés financiers⁴

3.5 Les organismes de réglementation ne devraient intervenir sur les marchés financiers que pour régler des lacunes existantes ou prévues des marchés. Les forces du marché au sein d'un marché compétitif réussissent habituellement à promouvoir les comportements et les situations qui profiteront au marché et à pénaliser les comportements qui lui nuisent. C'est à l'organisme de réglementation qu'il incombe de s'interposer lorsque les forces du marché ne fonctionnent pas parfaitement et qu'elles mettent en péril l'intégrité du marché.

3.6 Le Groupe de travail estime que les forces du marché agissent mieux lorsqu'elles ne sont pas entravées, de sorte que l'intervention réglementaire devrait se limiter le plus possible au strict nécessaire pour régler un problème survenant sur le marché. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières ne peuvent prendre que peu de mesures proactives en vue de favoriser la compétitivité au sein des marchés financiers, mais, si elles ne font pas attention, elles peuvent faire beaucoup pour lui nuire – nous sommes d'avis que c'est en se faisant le plus discrets possible que les organismes de réglementation favorisent le mieux la compétitivité.

[traduction] *Il s'ensuit que les coûts que nous assumons pour être une société ouverte ont probablement quadruplé au cours des dix dernières années, notamment à cause de la gouvernance, de nos vérificateurs, de nos conseillers juridiques et d'autres facteurs.*

– Bruce MacLeod, Canadian Listed Company Association et Chamber of Mines de la Colombie-Britannique et du Yukon (présentation devant le Groupe de travail)

³*Ibid.*

⁴Nous reconnaissons le rôle que les présentations et les mémoires (voir le volume VII) de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ont joué dans la formation de notre pensée dans ce domaine.

3.7 Il se produira nécessairement des cas justifiant une réglementation proactive. Les organismes de réglementation ne devraient pas être toujours dans l'obligation d'adopter une attitude défensive. Toutefois, comme dans le cas de l'intervention réglementaire défensive, il faut revoir la réglementation proactive régulièrement pour déterminer si les forces du marché continuent d'être incapables de régler la lacune du marché sans intervention réglementaire.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande la révision régulière des règles adoptées en prévision d'une lacune du marché pour déterminer si les forces du marché continuent d'être incapables de régler le problème sans intervention réglementaire.*

3.8 Dans la plupart des cas, l'intervention réglementaire ne devrait être entreprise qu'après une étude attentive de la lacune actuelle ou prévue à corriger. Cette étude devrait comprendre les éléments suivants :

Un examen de ce qui existe déjà

3.9 Il va presque sans dire qu'avant d'adopter de nouvelles règles, il faudrait entreprendre un examen complet et systématique des règles existantes pour s'assurer qu'une lacune du marché ne peut être corrigée par l'application plus rigoureuse d'une règle dont dispose déjà l'organisme de réglementation. Pour cela, il faut cependant que l'organisme de réglementation définisse clairement la lacune à corriger et le résultat attendu de la règle, y compris les critères à utiliser pour déterminer l'efficacité de la solution.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande qu'avant d'adopter de nouvelles règles pour corriger une lacune du marché, on entreprenne un examen complet et systématique des règles existantes pour déterminer si celles-ci sont adéquates lorsqu'on les applique. Pour cela, l'organisme de réglementation doit définir clairement la lacune qui doit être corrigée et le résultat attendu de la règle, y compris les critères à utiliser pour déterminer l'efficacité de la solution.*

Analyse coûts-avantages

3.10 Le Groupe de travail est d'avis qu'aucune nouvelle règle importante relative aux valeurs mobilières ne devrait être imposée aux participants aux marchés financiers canadiens sans qu'une analyse coûts-avantages empirique ne soit d'abord menée à son égard. Une analyse coûts-avantages impose une forme de discipline à l'organisme de réglementation – elle le force à définir clairement chacune des composantes des exigences contradictoires liées à l'efficacité, à la compétitivité des marchés et à la protection des investisseurs.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande que tous les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières procèdent à des analyses coûts-avantages empiriques avant d'introduire une nouvelle règle importante.*

3.11 Nous appuyons les mesures prises par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario pour faire en sorte qu'aucune intervention réglementaire ne soit entreprise sans égard aux coûts qu'elle occasionne aux participants aux marchés financiers. Par exemple, dans son annonce faite en 2002 de la mise sur pied du groupe de travail sur le fardeau de la réglementation, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario affirmait :

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

La réduction du fardeau de la réglementation comprend également la recherche de moyens de réduire les coûts supplémentaires imposés à nos intervenants. Or, cette recherche commence par nos processus internes. Maintenant, avant d'entreprendre une activité de réglementation quelle qu'elle soit, la CVMO mène une analyse coûts-avantages complète [...] afin d'évaluer le bien-fondé des projets, de justifier l'affectation des ressources et, au bout du compte, de produire la réglementation la plus efficace possible⁵.

3.12 Le fondement législatif à l'appui des analyses coûts-avantages proposées par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario se trouve à l'article 143.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), qui exige, relativement à chaque projet de règle émanant de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, la publication de « la description des coûts et avantages prévus du projet de règle ». Il n'est pas nécessaire que la description résulte d'une analyse entreprise par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario même, et il n'est pas non plus interdit à cette dernière d'adopter une règle dont les coûts dépassent les avantages.

3.13 Une analyse coûts-avantages étendue entreprise récemment relativement à un projet de règle est celle qui a porté sur le *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*⁶. De plus, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a entrepris une analyse coûts-avantages détaillée avant de proposer une nouvelle législation sur les valeurs mobilières en Colombie-Britannique⁷.

3.14 Nous encourageons les autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières à adopter des exigences similaires en matière d'analyses coûts-avantages relativement à de nouvelles règles. Nous remarquons que le Groupe de travail n'a pas entrepris d'analyses coûts-avantages relativement aux recommandations présentées dans ce rapport et, reconnaissant ce fait, nous avons fait une mise en garde particulière au sujet de la nécessité de cette analyse.

3.15 Bien que la situation qui existe actuellement en Ontario et les efforts de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique soient louables, nous recommandons le renforcement de l'obligation de procéder à des analyses coûts-avantages par l'ajout des exigences suivantes :

- Dans la mesure du possible, on établira un ensemble uniforme de lignes directrices publiées décrivant la méthodologie à suivre pour les analyses coûts-avantages.
- Toutes les analyses coûts-avantages devraient comprendre une description claire des incertitudes (c.-à-d. les prédictions, hypothèses, prévisions, etc.) qui sont associées à l'analyse.
- Les tiers visés par un projet de règle devraient être incités à procéder à leur propre analyse coûts-avantages et à la soumettre aux organismes de réglementation des valeurs mobilières.
- Lorsqu'une règle est adoptée malgré des indications que les avantages prévus de la nouvelle règle sont inférieurs aux coûts prévus, les organismes de réglementation devraient avoir l'obligation d'expliquer pourquoi ils l'ont adoptée. En outre, toute règle de ce genre devrait obligatoirement être réévaluée après une certaine période pour qu'il soit assuré que ses objectifs sont encore atteints.

⁵Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, *Rapport annuel 2002* accessible en ligne à www.osc.gov.on.ca/About/AnnualRpt/2002/fr/index.html

⁶L'analyse coûts-avantages a été incluse dans la demande de commentaires relatifs au projet de règlement et est accessible en ligne au http://epe.lac-bac.gc.ca/100/202/300/bulletin_hebdomadaire_cvmq/2004/v35n01s03_supplement.pdf

⁷Voir le chapitre 2, où est présentée une brève analyse de la législation sur les valeurs mobilières proposée en Colombie-Britannique.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande qu'on établisse un ensemble uniforme de lignes directrices publiées décrivant la méthodologie à suivre pour les analyses coûts-avantages.*

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande que chaque analyse coûts-avantages comprenne une description claire des incertitudes (c.-à-d. les prédictions, hypothèses, prévisions, etc. utilisées) qui sont associées à l'analyse.*

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande que les tiers visés par un projet de règle soient incités à procéder à leur propre analyse coûts-avantages et à la soumettre aux organismes de réglementation des valeurs mobilières.*

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande que, lorsque des règlements sont adoptés malgré des indications que leurs avantages prévus sont inférieurs aux coûts prévus, les organismes de réglementation soient tenus d'expliquer pourquoi ils ont adopté la règle. En outre, toute règle de ce genre devrait obligatoirement être réévaluée après une certaine période pour qu'il soit assuré que ses objectifs sont encore atteints.*

3.16 Nous estimons également qu'ils serait utile d'ajouter au modèle réglementaire canadien l'exécution d'analyses coûts-avantages *a posteriori* par un organisme différent de celui qui a d'abord imposé la réglementation. Des examens périodiques seraient obligatoires et pourraient, par exemple, être effectués parallèlement aux travaux de comités d'étude de cinq ans ou à des initiatives semblables.

3.17 Nous recommandons la mise sur pied d'un organisme indépendant ayant expressément pour objet l'exécution, à des intervalles déterminés, d'une analyse coûts-avantages systématique de chaque intervention réglementaire importante touchant l'activité des marchés financiers. Le personnel de l'organisme indépendant serait constitué de spécialistes des marchés financiers issus de tous les groupes d'intéressés. Dans tous les cas où l'analyse coûts-avantages n'indiquerait pas que l'intervention réglementaire est justifiée, la commission des valeurs mobilières aurait la prérogative de préserver la réglementation, mais uniquement si elle donne au public une explication des raisons de son désaccord avec l'organisme indépendant.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande la mise sur pied d'un organisme indépendant constitué de spécialistes des marchés financiers issus de tous les groupes d'intéressés, ayant expressément pour objet de procéder, à des intervalles déterminés, à une analyse coûts-avantages systématique de chaque intervention réglementaire importante touchant l'activité des marchés financiers.*

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

[traduction] *L'adoption d'une approche davantage fondée sur des principes prendra du temps à se matérialiser, car il faudra prendre bien soin de conserver les règles qui ajoutent clairement de la valeur dans le cadre du maintien de marchés efficients, ordonnés et équitables ou en favorisant une meilleure équité pour les consommateurs. Au bout du compte, cette approche donnera de meilleurs résultats tant pour les consommateurs que pour le secteur des services financiers.*

– John Tiner, chef de la direction de la FSA (R.-U.) (2 décembre 2005) – www.fsa.gov.uk/pages/library/communication

[traduction] *Quelle est l'origine de l'adoption d'un modèle fondé sur des principes et des résultats au sein de la FSA? Au Royaume-Uni, le HM Treasury et le premier ministre appuyaient fortement une réduction du fardeau réglementaire et une augmentation de la responsabilité et de l'obligation de rendre compte de la direction en tant que moyens de maintenir la position concurrentielle générale du Royaume-Uni. Le sentiment est répandu dans tous les partis qu'une réglementation plus légère, ferme mais équitable, associée à une formation, sera plus efficace aux fins de la protection des consommateurs britanniques et du maintien de la position de Londres à titre de centre financier mondial de premier plan.*

– Robin Ford, commissaire de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (présentation devant le Groupe de travail)

Règles ou principes?

3.18 Au cours de nos délibérations, nous avons pris nettement conscience du débat entourant la question de savoir si la réglementation des valeurs mobilières devait prendre la forme d'un ensemble obligatoire de règles définies ou d'un ensemble de principes directeurs. Au risque de créer une dichotomie simplifiée à outrance, la réglementation des valeurs mobilières des États-Unis est considérée comme la quintessence du premier modèle et la réglementation des valeurs mobilières du Royaume-Uni est souvent citée comme le meilleur exemple du deuxième modèle. La réglementation canadienne des valeurs mobilières – comme c'est le cas de bien des composantes du cadre juridique canadien – reflète des éléments appartenant à ces deux modèles. Nous sommes d'avis que ce mélange de règles et de principes s'est révélé approprié (quoique, comme nous le faisons remarquer au chapitre 7 dans notre analyse de l'application des lois sur les valeurs mobilières, nous estimons que le principe des comportements « contraires à l'intérêt public » risque d'être un outil d'application imprécis et inéquitable).

3.19 Après nos échanges au sujet du débat opposant les règles aux principes, nous en concluons que cette distinction est inutilement arbitraire. Les règles doivent s'appuyer sur des principes sous-jacents. Et les principes doivent s'exprimer, pour avoir un minimum de clarté, dans des règles.

3.20 Néanmoins, nous estimons que, quand l'un ou l'autre des systèmes insiste trop sur son aspect principal, il devient déséquilibré et en souffre. Nous avons tous assisté à la réaction d'émetteurs qui évitent chaque fois que c'est possible les coûts associés à la conformité à la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis. Nous avons observé que les bourses américaines se préoccupent beaucoup de l'incidence de ce cadre réglementaire étendu sur l'attrait des marchés financiers américains. Au même moment, d'autres marchés où les capitaux sont disponibles en quantité suffisante se distinguent par la souplesse de leur réglementation et par l'impartition aux entités de surveillance qui mettent leur réputation en jeu si elles n'accomplissent pas leur tâche adéquatement.

3.21 Comment le Canada se distinguera-t-il dans cette « course » aux capitaux? Certainement pas en imposant une réglementation inappropriée ou relâchée – ce n'est jamais la façon d'attirer du capital. Toutefois, le Canada peut se distinguer en axant sa réglementation, chaque fois qu'il en a l'occasion, sur des principes réglementaires énoncés clairement qui n'ont pas besoin d'un ensemble détaillé de règles interventionnistes pour être bien appliqués.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande que la réglementation canadienne des valeurs mobilières soit fondée sur des principes réglementaires énoncés clairement qui n'ont pas besoin d'un ensemble détaillé de règles interventionnistes pour être bien appliqués.*

La reconnaissance des caractéristiques particulières propres aux marchés financiers canadiens

3.22 Pour disposer d'une base à partir de laquelle étudier les moyens d'améliorer la compétitivité des marchés financiers canadiens, le Groupe de travail a commandé une recherche en vue de déterminer les caractéristiques particulières propres aux marchés financiers canadiens⁸. Ces caractéristiques peuvent être définies en fonction de la taille des marchés financiers et de la taille (d'après la capitalisation boursière) et du secteur d'activité des sociétés cotées sur ces marchés.

3.23 Le professeur Christopher Nicholls caractérise la taille des marchés financiers canadiens ainsi :

[traduction] Les marchés financiers canadiens (et particulièrement les marchés des actions canadiens) représentent une très petite fraction des marchés mondiaux des actions (quoique, étant donné la taille de l'économie canadienne, la part des marchés des actions mondiaux détenue par le Canada n'est pas petite, en proportion). D'après les données publiées par la World Federation of Exchanges, en 2004, la capitalisation boursière totale des bourses canadiennes s'élevait à environ 1,178 billion de dollars US. La capitalisation boursière totale de toutes les bourses de la WFE était d'environ 37,168 billions de dollars US. Par conséquent, les marchés canadiens constituaient environ 3,17 % de l'ensemble de la capitalisation boursière mondiale. Pour situer ce nombre, rappelons que la capitalisation boursière de la NYSE en 2004 était de 12,708 billions de dollars US (34,19 %), celle de l'American Stock Exchange était de 83,302 milliards de dollars US (0,22 %), celle du NASDAQ, de 3,533 billions de dollars US (9,51 %), celle du London Stock Exchange, de 2,865 billions de dollars US (7,71 %) et celle de la Deutsche Börse, de 1,195 billion de dollars US (3,22 %)⁹.

3.24 Le professeur Nicholls a déclaré que, malgré le peu d'envergure de la capitalisation boursière des sociétés ouvertes canadiennes à l'échelle mondiale, le nombre effectif de sociétés canadiennes cotées est relativement important :

[traduction] *Le nombre de sociétés cotées au Canada se situe entre environ 3 500 et 4 000. (Le nombre total d'émetteurs cotés en bourse pour lesquels des données sont disponibles au 31 décembre 2005 est de 3 516.) Le nombre total de sociétés canadiennes (ouvertes et fermées) est d'environ deux millions, dont la très grande majorité sont, ce qui n'est pas étonnant, fermées (c'est-à-dire que leurs titres ne sont pas négociés dans le public)*¹⁰.

3.25 De plus, le professeur Nicholls fait remarquer que les sociétés canadiennes cotées aux trois bourses canadiennes reconnues (la Bourse de Toronto (TSX), la Bourse de croissance TSX et la Canadian Trading and Quotation System, Inc.) sont au nombre de 130,13 par tranche de un million de personnes. C'est plus du double du nombre cité pour l'Australie et, chose étonnante, quatre fois le nombre cité pour les États-Unis (28,88 par tranche de un million de personnes) et le Royaume-Uni (31,11)¹¹.

3.26 Il existe cependant une division nette entre ce grand nombre de sociétés ouvertes canadiennes; un petit nombre d'entre elles possèdent une très grande capitalisation boursière et un nombre beaucoup plus élevé d'entre elles possèdent une très petite capitalisation boursière. On sait bien que celles dont la capitalisation boursière est la plus élevée se retrouvent à la TSX, tandis que celles dont la capitalisation boursière est moindre se retrouvent à la Bourse de croissance TSX et à la Canadian Trading and Quotation System, Inc. Cela dit, le clivage entre grande et petite capitalisation boursière se répète parmi les rangs des sociétés cotées à la TSX : les 100 sociétés les plus importantes (du point de vue de la

⁸C. Nicholls, *The Characteristics of Canada's Capital Markets and the Illustrative Case of Canada's Legislative and Regulatory Response to Sarbanes-Oxley* dans le volume IV.

⁹*Ibid.* à la page 149.

¹⁰*Ibid.*

¹¹*Ibid.* à la page 153.

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

capitalisation boursière) cotées à la TSX représentent plus de 70 % de la capitalisation boursière de toutes les sociétés cotées à la TSX, et moins de 20 % des sociétés les plus importantes cotées à la TSX représentent près de 85 % de la capitalisation boursière totale de la TSX. À l'opposé, les 1 000 sociétés les plus petites (du point de vue de la capitalisation boursière) cotées à la TSX représentent moins de 5 % de la capitalisation boursière totale de l'ensemble des sociétés cotées à la TSX¹².

3.27 Pour situer ces données dans leur contexte, rappelons que toutes les sociétés cotées à la TSX, hormis les 245 sociétés les plus importantes, et toutes les sociétés cotées à la Bourse de croissance TSX seraient considérées comme des sociétés à « petite capitalisation » (ou petites sociétés) aux États-Unis (soit des sociétés ayant une capitalisation boursière située dans une fourchette de 128,2 millions de dollars US à 787,1 millions de dollars US)¹³.

3.28 Parmi les autres grandes caractéristiques des marchés financiers canadiens, citons les suivantes :

- La répartition des sociétés possédant une grande ou une petite capitalisation boursière n'est pas uniforme dans toutes les provinces canadiennes. Nous remarquons des éléments de preuve anecdotique laissant entendre qu'un nombre disproportionné de sociétés ayant une forte capitalisation boursière ont établi leur siège social en Ontario et, à l'inverse, qu'un nombre disproportionné de sociétés à petite capitalisation boursière ont établi leur siège social en Colombie-Britannique et, dans une moindre mesure, en Alberta¹⁴.
- Un nombre important de sociétés ouvertes canadiennes possédant une capitalisation boursière élevée sont cotées à de grandes bourses américaines¹⁵.
- Un pourcentage important des sociétés ouvertes canadiennes sont actives dans une poignée de secteurs clés : mines, pétrole et gaz et services financiers. Ces trois secteurs représentent à eux seuls un peu plus de 65 % de la capitalisation boursière de la TSX¹⁶.
- Les fonds (fiducies de revenu, fiducies de redevances, fonds de placement immobilier) occupent une importance relative croissante par rapport aux sociétés par actions comme forme d'organisation des émetteurs cotés aux bourses canadiennes¹⁷.

Des marchés financiers différents exigent une réglementation différente

3.29 Les caractéristiques particulières des marchés financiers canadiens en comparaison des marchés financiers américains ou de ceux du Royaume-Uni imposent une réglementation des marchés financiers canadiens qui soit différente. Comme le fait remarquer le professeur Nicholls :

¹²*Ibid.* à la page 154.

¹³*Ibid.* à la page 159 d'après les limites de capitalisation établies dans le *Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the United States Securities and Exchange Commission* accessible en ligne à www.sec.gov/info/smallbus/acspc/acspc-finalreport.pdf

¹⁴Voir le mémoire soumis au Groupe de travail par Stephen Sibold dans le volume VII; *ibid.* à la page 5.

¹⁵Nicholls, *supra*, note 8 à la page 134.

¹⁶*Ibid.* aux pages 5 et 165.

¹⁷*Ibid.* à la page 163.

[traduction] Les marchés financiers canadiens représentent un double défi réglementaire pour les organismes de réglementation : d'abord, il faut assouplir certaines exigences formelles pour les grandes sociétés ouvertes – pour lesquelles une protection adéquate des investisseurs existe déjà (comme dans les propositions américaines relatives aux [émetteurs établis bien connus]); par contre, les organismes de réglementation doivent aussi reconnaître que le coût relatif de la conformité aux exigences réglementaires est beaucoup plus élevé pour les petites sociétés et qu'il peut nuire à leur compétitivité. Bref, il est moins nécessaire en principe de réglementer rigoureusement les grandes sociétés, mais il est moins possible, en pratique, de réglementer rigoureusement les petites sociétés¹⁸.

3.30 Certains ont proposé¹⁹ une réglementation à plusieurs paliers comme moyen approprié pour régler le problème. Une réglementation à plusieurs paliers suppose l'application de règles différentes à des sociétés différentes selon des caractéristiques définies à l'avance. Les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières favorisent actuellement une réglementation à plusieurs paliers fondée sur le lieu d'inscription à la cote – par exemple, des obligations d'information continue moins rigoureuses s'appliquent aux émetteurs cotés à la Bourse de croissance TSX (ceux qu'on appelle les « émetteurs émergents ») comparativement aux émetteurs cotés à la TSX²⁰.

3.31 Nous appuyons le principe sous-jacent à l'application de niveaux de réglementation différents à des émetteurs différents. Toutefois, comme nous l'avons déjà indiqué, la différenciation des émetteurs en fonction du lieu d'inscription à la cote peut être par trop embarrassante – bien des émetteurs à petite capitalisation inscrits à la TSX devraient bénéficier d'une réglementation moins rigoureuse. Nous recommandons une réglementation « proportionnée » – une réglementation proportionnée ne signifie pas nécessairement moins de réglementation, à notre avis, mais plutôt une réglementation plus *pertinente* – fondée sur l'importance de la capitalisation boursière de l'émetteur et sur d'autres facteurs, par exemple la complexité de l'activité de l'émetteur.

3.32 Sans définir nécessairement à quoi devrait ressembler un tel système de réglementation, nous imaginons qu'on retrouverait à une extrémité de l'échelle les émetteurs possédant la plus petite capitalisation, lesquels seraient tenus de se conformer à une réglementation pertinente qui soit compatible avec leur taille, la complexité de leur activité et leurs ressources. Bien sûr, les investisseurs devraient être dûment informés des risques associés à ce genre d'émetteurs. À l'autre extrémité de l'échelle se trouveraient les émetteurs possédant une grande capitalisation – les « EEBC canadiens », comme nous les avons appelés au chapitre 5 – qui devraient être soumis à une surveillance réglementaire moins formelle vu leur taille et dont la performance serait, de ce fait, suivie par les analystes et les médias. Au milieu de l'échelle, on trouverait la grande majorité des émetteurs, qui seraient assujettis à la réglementation complète.

[traduction] *Je crois que notre marché financier canadien est vraiment unique et qu'il faut le conserver. Nous pouvons trouver une « solution toute canadienne ». Nous n'avons pas besoin d'une solution semblable à la loi Sarbanes-Oxley. Nous voulons vraiment mettre l'accent sur les observations qui sont ressorties de tous les sondages réalisés auprès de nos émetteurs, soit que la principale priorité, surtout pour les sociétés de petite taille, est l'efficacité de l'accès aux capitaux. Le coût du financement est plus élevé qu'il ne l'a jamais été.*

– Bruce MacLeod, Canadian Listed Company Association et Chamber of Mines de la Colombie-Britannique et du Yukon (présentation devant le Groupe de travail)

¹⁸*Ibid.* à la page 141.

¹⁹Voir les mémoires présentés par la Prospectors and Developers Association of Canada et The Canadian Listed Company Association/Chamber of Mines de la Colombie-Britannique et du Yukon dans le volume VII.

²⁰Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue.

Le Canada s'engage

Le Canada s'engage
Le Canada s'engage
Le Canada s'engage

3.33 Nous sommes conscients qu'il peut être difficile de déterminer les différentes capitalisations boursières et les autres considérations déterminantes au sein de cette échelle et nous reconnaissons que cette détermination présente une part d'arbitraire. Néanmoins, nous estimons que le niveau approprié de réglementation des émetteurs devrait être basé sur autre chose que le simple lieu d'inscription à la cote des émetteurs.

Recommandation : *Le Groupe de travail recommande que la réglementation soit proportionnée par rapport à l'importance de la capitalisation boursière de l'émetteur et à d'autres facteurs propres à l'émetteur afin d'assurer qu'elle préserve l'équilibre entre le coût imposé à l'émetteur et l'avantage qu'en tirent les investisseurs.*