

2009RP-04

**Proposition de commission unique :  
commentaires et discussion**

*Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret*

---

**Rapport de projet**  
*Project report*

---

Montréal  
Septembre 2009

© 2009 Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret. Tous droits réservés. *All rights reserved.* Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.

*Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source*



Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations

## **CIRANO**

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche.

*CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, and grants and research mandates obtained by its research teams.*

### **Les partenaires du CIRANO**

#### **Partenaire majeur**

Ministère du Développement économique,  
de l'Innovation et de l'Exportation

#### **Partenaires corporatifs**

Banque de développement du Canada  
Banque du Canada  
Banque Laurentienne du Canada  
Banque Nationale du Canada  
Banque Royale du Canada  
Banque Scotia  
Bell Canada  
BMO Groupe financier  
Caisse de dépôt et placement du Québec  
DMR  
Fédération des caisses Desjardins du Québec  
Gaz de France  
Gaz Métro  
Hydro-Québec  
Industrie Canada  
Investissements PSP  
Ministère des Finances du Québec  
Power Corporation du Canada  
Raymond Chabot Grant Thornton  
Rio Tinto  
State Street Global Advisors  
Transat A.T.  
Ville de Montréal

#### **Partenaires universitaires**

École Polytechnique de Montréal  
HEC Montréal  
McGill University  
Université Concordia  
Université de Montréal  
Université de Sherbrooke  
Université du Québec  
Université du Québec à Montréal  
Université Laval

Le CIRANO collabore avec de nombreux centres et chaires de recherche universitaires dont on peut consulter la liste sur son site web.

**ISSN 1499-8610 (Version imprimée) / ISSN 1499-8629 (Version en ligne)**

# Proposition de commission unique : commentaires et discussion

*Cécile Carpentier<sup>\*</sup>, Jean-Marc Suret<sup>†</sup>*

## Sommaire

Ce rapport analyse et commente les principaux arguments avancés par le Comité Crawford pour justifier l'instauration d'une commission des valeurs mobilières unique au Canada.

Un premier argument défend que la structure actuelle de réglementation, basée sur des règles, devrait être remplacée par une approche basée sur des principes, inspirée de l'expérience de l'Alternative Investment Market (AIM) au Royaume-Uni. Selon le Comité, cette approche permettrait d'assouplir les conditions de financement des sociétés. Nous montrons les caractéristiques très particulières du marché canadien, qui permet les financements initiaux et subséquents de sociétés en développement, sans bénéfice et même sans revenu. Nos estimations indiquent que ce financement se fait à un coût avantageux, et la survie des nouveaux émetteurs semble plus assurée au Canada que dans d'autres pays où les règles d'admission en Bourse sont plus restrictives. Nous considérons qu'il semble difficile d'assouplir encore les règles d'un marché où 45 % des émetteurs s'inscrivent en Bourse sans rapporter de revenu et où 71 % des nouveaux inscrits en Bourse ne rapportent pas de bénéfice. Cette situation n'a pas d'équivalent au monde. Nous montrons que l'imposition d'un système semblable à celui de l'AIM ferait qu'une proportion importante des émetteurs actuels ne pourrait plus accéder au marché. Nous rejoignons donc totalement l'avis de l'un des experts engagés par le Comité, qui indique que l'imposition d'un système semblable à celui de l'AIM au Canada n'est ni possible, ni souhaitable.

Le Comité est préoccupé par les conditions de financement des émetteurs de petite taille. Nous montrons que les coûts directs de ces financements sont, de façon générale, moins élevés au Canada qu'ils ne le sont aux États-Unis. Nous indiquons par ailleurs la fréquence très élevée des émissions et placements de petite taille au Canada. Les marchés canadiens semblent avoir développé des stratégies bien adaptées aux spécificités d'une économie qui repose fortement sur les entreprises faiblement capitalisées et sur le secteur des ressources. Lorsqu'on analyse l'ensemble des opérations de financement, incluant les entrées en Bourse conventionnelles ou non ainsi que les financements subséquents (soit plus de 10 000 opérations), il apparaît nettement que les financements sont de très petite taille, effectués localement et, à 77 %, levés par des émetteurs non ontariens.

Le Comité est soucieux du niveau de compétitivité du marché canadien et nous partageons ses inquiétudes. Notamment, nous avons montré que le principal défi auquel fait face ce marché provient du glissement progressif des transactions portant sur les titres interlistés vers le marché américain. Contrairement au Comité, nous défendons que les inscriptions sur l'AIM ne constituent pas un

---

<sup>\*</sup> Professeure à l'Université Laval et Fellow CIRANO, École de comptabilité, Université Laval, Québec (Québec) Canada, G1V 0A6. Tél. : 418-656 2131 #6385, courriel : [Cecile.Carpentier@fsa.ulaval.ca](mailto:Cecile.Carpentier@fsa.ulaval.ca).

<sup>†</sup> Professeur à l'Université Laval et Fellow CIRANO, École de comptabilité, Université Laval, Québec (Québec) Canada, G1V 0A6. Téléphone : 418-656 7134, courriel : [Jean-Marc.Suret@fsa.ulaval.ca](mailto:Jean-Marc.Suret@fsa.ulaval.ca)

problème majeur. Lorsqu'elles s'interlistent, les sociétés canadiennes optent pour le marché américain dans une proportion de huit à une. La migration des sociétés et des transactions vers le marché américain a des causes multiples, mais il semble très difficile de prétendre que la structure des organismes de réglementation y soit un facteur déterminant. L'argument voulant que le coût du capital soit inférieur aux États-Unis ne résiste pas à l'analyse. Plusieurs études récentes et rigoureuses indiquent que la différence, à ce niveau, est infime entre les deux pays, et le sens de la différence varie suivant les travaux. Nos propres résultats indiquent que les sociétés canadiennes qui s'interlistent ne bénéficient d'aucune diminution de ce coût. Les décisions de s'inscrire sur un marché étranger sont essentiellement liées aux considérations stratégiques des entreprises et à la recherche de bassins importants d'investisseurs. Sur ce plan, le Canada ne bénéficie d'aucun avantage et il semble peu vraisemblable que des changements réglementaires puissent faire du Canada une base importante de financement de sociétés non canadiennes. Il nous semble que les efforts devraient être, avant tout, consacrés à améliorer et pérenniser les possibilités de financement des émetteurs canadiens.

Le Comité défend que l'instauration d'une commission unique est nécessaire pour améliorer l'application de la Loi au Canada. Sur ce plan le Canada est souvent comparé aux États-Unis. L'analyse des données sur les sanctions indique premièrement que la SEC n'est pas, et de loin, à l'origine de la majorité des sanctions obtenues contre des intervenants du marché financier. Elle est à l'origine de moins de 10 % des poursuites en matière financière et impose moins du quart du total des sanctions monétaires. Deuxièmement, nous observons une augmentation des sanctions imposées au Canada en ce domaine. Troisièmement, il existe d'importantes différences entre le Canada et les autres pays, qui expliquent les écarts observés et perçus dans la rigueur de l'application de la Loi. Les experts engagés par le Comité recommandent d'ailleurs un ensemble de huit actions différentes et suggèrent, au huitième point, une application pancanadienne de la Loi. Ces experts ne concluent donc pas que la centralisation des commissions des valeurs mobilières soit la condition indispensable à un renforcement de l'application de la Loi.

La problématique des coûts est très souvent mentionnée dans le débat entourant la réglementation canadienne. Il existe pourtant peu d'évidence à l'effet que la structure de réglementation actuelle induit des coûts significatifs pour les investisseurs et même pour les émetteurs. Les coûts des organismes de réglementation représentent une proportion infime des coûts de transactions supportés par les investisseurs ou encore des revenus de l'activité du courtage au Canada. Les coûts directs provoqués par les organismes de réglementation sont inférieurs à ceux encourus dans les autres pays, dès qu'on les exprime sur la base du nombre d'émetteurs assujettis. Enfin, les évidences à l'effet qu'une commission unique permettrait des économies importantes semblent peu convaincantes. Ces économies ne sont possibles que si l'activité des commissions des valeurs mobilières en dehors de l'Ontario est pratiquement abolie.

Trois éléments découlent de notre analyse. En premier lieu, les principaux éléments avancés par le Comité pour justifier l'urgence de centraliser les commissions des valeurs mobilières au Canada résistent mal à l'analyse et sont parfois contredits par la recherche ou par les experts mandatés par ce même Comité. En second lieu, le défi majeur auquel semble confronté le marché canadien ne semble ni être perçu comme tel, ni être traité : il s'agit du glissement des entreprises et des transactions vers les États-Unis. Enfin, il nous semble essentiel de reconnaître et préserver les caractéristiques particulières du marché actuel, largement ouvert aux sociétés en croissance et de petite taille, très décentralisé et apparemment très favorable aux émetteurs.

## Table des matières

<b>1 LE MARCHÉ CANADIEN DANS LE MONDE.....</b>	<b>4</b>
1.1 ÉMISSIONS INITIALES ET ENTRÉES EN BOURSE .....	5
1.2 SURVIE .....	8
1.3 FINANCEMENTS SUBSÉQUENTS .....	9
1.4 LES COÛTS DE FINANCEMENT .....	10
1.4.1 Frais d'émission.....	10
1.4.2 Coût du capital.....	12
1.5 GRADUATIONS ET MIGRATIONS .....	16
1.6 DISPERSION DES OPÉRATIONS .....	18
1.7 CONCLUSION .....	20
<b>2 LES PROPOSITIONS DU COMITÉ .....</b>	<b>21</b>
2.1 RÉGLEMENTER PAR LES PRINCIPES ET L'EXEMPLE DE L'AIM .....	21
2.1.1 Réglementation basée sur les principes .....	21
2.1.2 Le système basé sur les principes procure-t-il un avantage décisif aux Bourses ?.....	22
2.1.3 L'AIM et le Canada .....	24
2.2 LE MARCHÉ CANADIEN ET LES ÉMETTEURS DE PETITE TAILLE.....	26
2.2.1 Situation actuelle .....	26
2.2.2 Réduire le coût du capital .....	27
2.2.3 L'accès aux investisseurs canadiens.....	28
2.2.4 Les coût directs .....	29
2.2.5 Conclusion .....	30
2.3 LA COMPÉTITIVITÉ DU MARCHÉ CANADIEN .....	30
2.3.1 Position concurrentielle du Canada .....	31
2.3.2 Quels sont les éléments clés de la concurrence entre les marchés ? .....	31
2.3.3 L'inscription aux États-Unis et ses effets.....	33
2.3.4 Le rôle de la réglementation et les stratégies possibles.....	35
2.4 MESURES D'APPLICATION DE LA LOI .....	36
2.4.1 Des stratégies différentes .....	37
2.4.2 Les fraudes majeures et les mécanismes inter-agence.....	40
2.4.3 En quoi la situation Canadienne est-elle différente ? .....	43
2.4.4 La commission unique est-elle la solution et permettrait-elle une amélioration ? .....	45
<b>3 LA PROBLEMATIQUE DES COÛTS .....</b>	<b>46</b>
3.1 L'ARGUMENT DES COÛTS.....	46
3.2 COÛTS POUR LES INVESTISSEURS.....	47
3.3 LES COÛTS INDIRECTS SONT-ILS UN PROBLÈME MAJEUR ?.....	48
3.4 LES COÛTS DES COMMISSIONS DES VALEURS MOBILIÈRES SONT-ILS DISPROPORTIONNÉS AU CANADA? .....	49
3.5 UNE COMMISSION UNIQUE PERMETTRAIT-ELLE DE RÉDUIRE LES COÛTS ?.....	50
3.6 CONCLUSION .....	51
<b>4 CONCLUSION .....</b>	<b>51</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>53</b>

Dans sa mise à jour du 15 juin 2007, le Comité Crawford (Crawford Panel, 2007) rappelle sa proposition de moderniser le système réglementaire canadien, qui était l'objet de son précédent rapport, émis en 2006. Il note que certains éléments de cette proposition ont soulevé l'inquiétude. Ils concernent le réalisme de l'adoption d'un système de réglementation basé sur des principes et non sur des règles, la possibilité de mieux protéger les investisseurs par un système national d'application, les implications pour les petits émetteurs d'un régulateur unique et la compétitivité du marché canadien. Le Comité reprend, dans son texte, les principaux éléments de certaines études antérieures et affirme que ses recommandations sont de nature à faire du Canada « *the best place in the world in which to invest and raise capital for small and large businesses* ». L'objectif du présent document est de compléter et préciser plusieurs éléments de ce document et d'en discuter les arguments. Pour cela, nous procédons en trois étapes. Dans une première partie du texte, nous présentons plusieurs caractéristiques des opérations de financement sur le marché canadien, tirées de travaux empiriques récents. Ces données, inédites et complètes, permettent une mise en perspective indispensable à la discussion des propositions du Comité, qui fait l'objet de la seconde partie du document. Nous précisons et analysons, dans la troisième partie, les dimensions relatives aux coûts de la réglementation.

## **1 LE MARCHÉ CANADIEN DANS LE MONDE**

Le marché canadien des valeurs mobilières présente des caractéristiques très particulières, qu'il convient de présenter correctement. Elles sont relatives aux émissions initiales et aux entrées en Bourse, à la survie des émissions initiales, aux financements subséquents, aux coûts de financement et aux graduations et migrations des émetteurs. Le marché canadien est également caractérisé par sa large dispersion, puisque la grande majorité des opérations de financement se font dans des provinces autres que l'Ontario. Globalement, le Canada est un marché de petites et très petites capitalisations, comme le montre Nicholls (2006). Nous nous intéressons ici aux opérations qui demandent les efforts de supervision les plus importants de la part des Autorités en matière de valeurs mobilières, et sur lesquelles semblent peser le plus lourdement les exigences réglementaires, selon les divers travaux cités par le Comité.

## 1.1 ÉMISSIONS INITIALES ET ENTRÉES EN BOURSE

Le Canada offre trois modes d'accès au marché boursier aux sociétés en croissance : les émissions conventionnelles (premier appel public à l'épargne ou PAPE), les entrées par prises de contrôle inversées (PCI) et le mécanisme de sociétés de capital de démarrage (SCD). Cet outil est destiné à faciliter l'accès au marché à des émetteurs qui ne satisfont pas aux normes minimales d'entrée en Bourse<sup>1</sup>. En effet avec le programme des SCD « la Bourse de croissance TSX propose aux investisseurs un marché à capital de risque doté d'un encadrement réglementaire complet »<sup>2</sup>. Les normes minimales d'entrée en Bourse sont, par ailleurs très peu restrictives. Le tableau 1 présente les caractéristiques de l'ensemble des émissions initiales canadiennes depuis 1986. La taille médiane des opérations de financement est très faible : elle est de 1 million de dollars pour l'ensemble de la période. La moitié des émissions initiales canadiennes de cette période a donc porté sur des montants inférieurs à 1 million. La taille médiane des émetteurs, avant l'émission, est minuscule : la moitié des émetteurs disposent d'un avoir des actionnaires inférieur à 310 000 \$ avant l'émission. Les émissions initiales canadiennes sont très majoritairement (71%) effectuées par des sociétés non rentables et 45,32% des émetteurs procèdent à un PAPE sans avoir encore présenté de revenus. Quelques comparaisons sont utiles pour situer le marché très particulier du financement initial canadien. Aux États-Unis, pour 4 538 PAPEs entre 1990 et 2005, le produit brut moyen est de 96 millions de dollars U.S. (Ritter, 2006). La proportion d'émetteurs qui rapportent des pertes est de 38,5%, soit la moitié de ce qui est observé au Canada, mais le NASDAQ a rétabli récemment une exigence de rentabilité dans les normes minimales d'inscription. Les règles des nouveaux marchés Européens (hors l'AIM) exigeaient que les émissions initiales portent sur des montants supérieurs à 5 millions d'euros. En Australie, le montant médian des émissions entre 1995 et 2000 est de l'ordre de 7,65 millions de dollars canadiens<sup>3</sup>. Sur l'AIM, le produit brut médian est

---

<sup>1</sup> Les mécanismes d'entrée en Bourse par PCI sont très peu fréquents dans les autres juridictions et la SEC a révisé et resserré les règles qui régissent les coquilles utilisées dans ces opérations : [SEC Votes To Adopt Securities Act Rule Reform and Shell Company Regulations](#). Les Blind Pools, dont sont inspirés les SCD, sont fréquemment assimilés à des fraudes. Voir la mise en garde de la NASAA, à : [http://www.cyberdriveillinois.com/departments/securities/investor\\_education\\_services/investor\\_alert/nv\\_stalt2.html](http://www.cyberdriveillinois.com/departments/securities/investor_education_services/investor_alert/nv_stalt2.html).

<sup>2</sup> Selon la brochure : Programme des sociétés de capital de démarrage, Bourse de croissance TSX, <http://www.tsx.com/fr/pdf/CPCBrochure.pdf>

<sup>3</sup> L'Australie a modifié les règles minimales d'inscription en 1999, lorsqu'un test de capitalisation de 10 millions de dollars AUS a été introduit en alternative à l'exigence de bénéfices supérieurs à 1 million de

de l'ordre de 6,84 millions de dollars canadiens, et la capitalisation médiane post émission est de l'ordre de 30 millions de dollars canadiens (Derrien and Kecskes, 2007). La proportion des émetteurs sans revenu n'est généralement pas rapportée dans les autres pays, car elle est très faible. Le marché canadien des émissions initiales se caractérise également par la très forte activité des émetteurs liés au secteur des ressources; ils représentent 44,33% des émissions entre 1986 et 2003, alors que ces secteurs ne comptent que pour 9% des émissions initiales sur l'AIM. Les sociétés sans revenu sont largement concentrées dans ces secteurs.

Nous avons également rapporté au tableau 1 les principales caractéristiques des 892 sociétés qui sont entrées en Bourse par PCI entre 1988 et 2006. Les montants levés à cette occasion sont de l'ordre de 1,5 millions de dollars et l'avoir médian avant la transaction est du même ordre que celui observé lors des PAPEs, soit 340 000\$. Les proportions d'émetteurs sans revenu et sans bénéfice positif sont de 40,59% et de 75,25%, respectivement.

Nous avons également repéré 1311 SCD entre 1991 et 2006, dont 992 ont réalisé leur opération admissible avant le 30 juin 2007. La taille médiane des montants levés lors de ces opérations est de l'ordre d'un million de dollars. La proportion moyenne de sociétés rapportant des pertes est de 68,98%, et 26,85% ne rapportent pas de revenu. Au total, 1 884 sociétés canadiennes, majoritairement de très petite taille, ont utilisé le *backdoor listing* pour accéder au marché boursier entre 1993 et 2003. Les entrées en Bourse par PCI existent également aux États-Unis. Elles sont peu nombreuses : on en recense 286 entre 1990 et 2002 et concernent des entreprises plus importantes qu'au Canada. Leur actif médian est de 5,4 millions de dollars U.S. (Adjei *et al.*, 2007). Par ailleurs, il s'agit très majoritairement de sociétés rentables, dont le rendement de l'actif s'établit autour de 10,5%.

---

dollars et d'actif net tangible supérieur à 2 millions de dollars. Depuis 2000, le NSX a été réactivé; il permet l'inscription de sociétés qui ne répondent pas aux normes minimales et regroupe 49 émetteurs en 2007.

**Tableau 1** Activité d'entrée et d'émission sur le marché public d'actions au Canada, et principales caractéristiques des émetteurs. Le nombre d'observations est basé sur celui des opérations recensées. Le nombre entre parenthèse correspond au nombre d'observations pour lesquelles les données opérationnelles peuvent être calculées. Le produit brut (PB) médian est exprimé en million de dollars. Dans le cas des SCD, le PB correspond au montant de l'opération admissible, exprimé en million de dollars. Les données opérationnelles sont colligées dans les derniers états financiers clos avant l'émission. Le nombre des SCD correspond au nombre des sociétés de capital de démarrage; le nombre entre parenthèses correspond au nombre de transactions de qualification effectuées avant le 31 décembre 2002 pour lesquelles les données opérationnelles ont pu être colligées.

	période d'émission	nombre	PB médian	Avoir médian	% Ventes nulles	% Pertes
Émissions initiales	1986-2006	2616 (2028)	1,00	0,31	45,32	71,01
Entrées par PCI	1988-2006	892 (202)	1,53	0,34	40,59	75,25
Entrées par SCD	1991-2006	1311 (433)	1,00	0,31	26,85	68,98

Les activités de financement des sociétés en croissance sont très fréquentes au Canada. Nous avons répertorié 4 500 opérations d'entrée en Bourse au Canada, entre 1986 et 2006<sup>4</sup>. En moyenne, chaque année, environ 214 sociétés canadiennes accèdent au marché boursier, ce qui représente près de 70% des 313 émissions initiales américaines rapportées par Ritter (2004)<sup>5</sup>, dans un marché 10 fois plus petit. Le Canada est souvent comparé à l'Australie, en ce qui concerne la nature des émetteurs. Entre 1995 et 2000, 457 émissions initiales ont été effectuées dans ce pays. Au cours des mêmes années, on observe 1 295 opérations d'entrée en Bourse au Canada (PAPE, SCD, PCI). Il semble donc difficile de défendre que l'accès au marché public représente un réel défi pour les sociétés émergentes, qui dans plus de 60% des cas, y accèdent avant même de rapporter des bénéfices. Les émissions canadiennes sont, en regard des définitions internationales, des émissions de micro-capitalisation<sup>6</sup>, et le marché canadien permet le financement initial de société en croissance, sans bénéfice et même sans revenu, ce que ne permet aucun autre marché. La vaste majorité des émissions de petite taille ainsi que la quasi

<sup>4</sup> Nous n'avons pu effectuer de relevé complet des opérations de SCD entre 1986 et 1993, pour lesquelles aucune liste n'est disponible. Nous sous-estimons donc le nombre total d'opérations.

<sup>5</sup> Les travaux américains ne rapportent toutefois pas les émissions effectuées au niveau des États, qui ne sont pas couvertes par la SEC.

<sup>6</sup> «The term "microcap stock" applies to companies with low or "micro" capitalizations, meaning the total value of the company's stock. Microcap companies typically have limited assets. For example, in cases where the SEC suspended trading in microcap stocks, the average company had only \$6 million in net tangible assets — and nearly half had less than \$1.25 million. Microcap stocks tend to be low priced and trade in low volumes.» <http://www.sec.gov/investor/pubs/microcapstock.htm>

totalité des entrées par SCD et PCI n'impliquent qu'une seule autorité des valeurs mobilières, car elles sont effectuées dans une seule province.

## 1.2 SURVIE

En dépit des normes très basses d'admission en Bourse, les émetteurs initiaux survivent plus fréquemment et ont une espérance de vie plus longue au Canada qu'aux États-Unis. Nous avons mesuré la survie des émetteurs de PAPE après 5 ou 10 ans, en repérant tous les cas de radiation, suspension sans reprise des transactions, rachat à des valeurs très faibles (10 cents et moins)<sup>7</sup>. Le tableau 2 rapporte nos estimations et les données correspondantes aux États-Unis. Après 5 ou 10 ans, les émetteurs canadiens survivent dans une proportion supérieure à celle rapportée aux États-Unis<sup>8</sup>. Le taux de survie à 5 ans de 88,40% se compare favorablement aux taux mesurés par Demers et Joos (2006) à la même échéance. Seules les émissions du secteur technologique ont une probabilité de survie supérieure aux États-Unis, mais elles portent sur des montants médians de 121 millions de dollars U.S. qui n'ont rien à voir avec ceux levés au Canada. Les taux à 10 ans sont largement supérieurs à ceux observés par Fama et French (2004) pour les « petites » entreprises, c'est à dire celles dont l'actif se situe sous la médiane du NASDAQ. Les *penny stocks IPOs* américaines, qui sont les plus comparables aux émissions canadiennes, ont été analysées par Bradley *et al.* (2006). Ces émissions lèvent en moyenne 5,7 millions de dollars U.S. Après 3 ans, le taux de survie de ces émetteurs est de 68,5%. Après 10 ans, la survie des émetteurs canadiens est de 71,71 %. Le taux de survie très élevé des petites émissions canadiennes est imputable, en partie, au fait que les sociétés émergentes inscrites en Bourse sont en mesure de procéder à des levées de fonds subséquentes avant d'atteindre la rentabilité.

---

<sup>7</sup> Afin de rendre nos estimations comparables avec celles des études américaines, nous utilisons une règle de délistage inspirée des règles de maintien à la cote (*penny stock rules*) américaine. Un titre qui se transige durant 7 mois à un prix qui ne dépasse jamais 10 cents est considéré comme un échec.

<sup>8</sup> Voir Carpentier et Suret (2007) pour une analyse détaillée des taux de survie.

**Tableau 2** Comparaison des taux de survie à 5 et 10 ans des émetteurs qui ont procédé à un premier appel public au Canada et aux États-Unis; les entreprises acquises ou fusionnées sont considérées comme des survivantes, sauf lorsqu'elles ont été acquises à des prix inférieurs à 10 cents

	période d'émission	Nombre d'observations	durée	Taux de survie
<b>Canada</b>				
Carpentier et Suret (2007)				
	1986-2002	1974	5	88,40%
	1986-1997	1605	10	71,71%
<b>États-Unis</b>				
Fama et French (2004)				
petites entreprises	1980-1991	1416*	10	59,50%
grandes entreprises	1980-1991	1416*	10	87,80%
Demers-Joos (2006)				
Non HT.	1985-2000	16,7	5	83,30%
HT + Internet	1985-2000	23,1	5	76,90%
High Tech	1985-2000	9,2	5	90,80%
Bradley <i>et al.</i> (2006)				
penny stocks	1990-1998	251	3	68,50%
non penny stocks	1990-1998	2707	3	93,60%

\* estimé à partir du tableau 7 de Fama et French (2004).

### 1.3 FINANCEMENTS SUBSÉQUENTS

Les émetteurs assujettis canadiens se financent fréquemment au moyen de placements privés. Le tableau 3 présente les caractéristiques principales de ces opérations de financement, basées sur la quasi totalité des 4 592 placements recensés entre 1993 et 2003. Les placements privés portent sur des montants inférieurs à 3 millions de dollars, une fois sur deux. La majorité des émetteurs de placement privé est de petite taille : l'avoir médian est de 5,52 millions de dollars. 74,15% de ces émetteurs rapportent des pertes et 41,94% ne rapportent aucun revenu. Les émetteurs de placements privés appartiennent, dans deux cas sur trois, aux secteurs des ressources naturelles.

Même si elles portent sur des montants plus importants que les placements privés (8,87 millions de dollars), les émissions publiques subséquentes sont réalisées à 59,88% par des émetteurs sans bénéfice et 25,16% du total des émetteurs ne disposent d'aucun revenu. Cette situation

contraste très fortement avec celle observée aux États-Unis, où les émissions subséquentes sont effectuées par des sociétés à forte rentabilité et pour des montants considérables (30 à 160 millions de dollars U.S., selon les études). Il ne semble pas que des sociétés non rentables participent de façon significative au marché des émissions subséquentes aux États-Unis. Comme dans le cas des émissions initiales, le marché canadien des financements subséquents se distingue nettement de ceux des autres pays, et notamment des États-Unis en permettant de financement de sociétés en émergence.

**Tableau 3** Portait des financements subséquents des sociétés canadiennes entre 1993 et 2003. Nb signifie nombre d'émissions. PB est le produit brut exprimé en millions de dollars. Les données opérationnelles (avoir, ventes, bénéfices nets) sont colligées dans les derniers états financiers annuels clos avant l'émission. L'avoir des actionnaires est exprimé en million de dollars. % RN est le nombre d'émissions d'entreprises minières. % OG est le nombre d'émissions d'entreprises du secteur Oil and Gaz.

	Nb	PB médián	Avoir médián	% Ventes nuelles	% pertes	% RN	% OG
Placements privés	4592	3	5,52	41,94	74,15	41,36	26,71
Émissions publiques	2862	8,87	19,82	25,16	59,88	28,86	24,15

#### 1.4 LES COÛTS DE FINANCEMENT

Le coût de financement comporte deux composantes principales. La première est associée aux coûts directs et indirects encourus pour obtenir les fonds (les frais d'émission); la seconde est le taux demandé par les investisseurs pour mettre ces fonds à la disposition des entreprises.

##### 1.4.1 Frais d'émission

Kooli et Suret (2003) ont analysé, au Canada et aux États-Unis, les composantes des frais d'émission. Les facteurs de coût suivants ont été mesurés : 1) la rémunération des courtiers; 2) les autres coûts apparaissant au prospectus, qui sont liés aux frais légaux, aux honoraires et à la préparation du prospectus; et 3) la sous-évaluation initiale qui traduit un coût pour les entreprises dont les titres sont cédés à un prix inférieur à celui qu'établira le marché.

Les coûts directs sont sensiblement plus élevés pour les petites émissions que pour les grandes émissions. La comparaison des coûts ne peut donc se faire que pour des catégories de taille d'émissions semblables. Le tableau 4 montre que le coût direct total moyen d'une émission

canadienne de petite taille (1 à 10 millions de dollars U.S.) est inférieur (15,98 %) à celui d'une émission américaine (17,99 %). Le coût direct pour des émissions de plus grande envergure (plus de 100 millions de dollars U.S.) est cependant similaire dans les deux pays.

Dans les deux pays, les commissions de courtage constituent la part la plus importante des coûts directs totaux. Elles s'établissent à 8,12 % pour les émissions de 1 à 10 millions de dollars U.S., et à 5,53 % pour les émissions de plus de 100 millions de dollars U.S. Aux États-Unis, la commission moyenne est de 9,29 % pour les émissions de 1 à 10 millions de dollars U.S., et de 6,09 % pour les émissions de plus de 100 millions de dollars U.S. La sous-évaluation initiale est plus importante au Canada qu'aux États-Unis, mais cet élément ne peut être lié à des dimensions réglementaires. Cette analyse, qui confirme plusieurs travaux antérieurs, indique que les petits émetteurs ne sont pas pénalisés, au Canada, par la structure réglementaire en matière de coûts d'émission directs. L'étude montre toutefois l'importance de la sous-évaluation initiale du prix des actions émises, qui est la composante principale des coûts d'émission. Une sous-évaluation de 30% indique que les actions ont été vendues à un prix qui représente 70% de la valeur qui prévaudra sur le marché secondaire. Cette composante majeure des frais d'émission semble liée au fonctionnement du marché du courtage et au comportement des acteurs lors des émissions.

**Tableau 4** Coût des PAPE selon la taille de l'émission, en excluant les émissions relevant du programme de sociétés de capital de démarrage, pour la période 1997-1999, selon Kooli et Suret (2003). Les pourcentages moyens sont tous statistiquement différents de zéro au seuil de 1 %.

Taille de l'émission (millions de dollars US)	Nombre d'IPO	Rémunération des courtiers (%)	Autres dépenses (%)	Total des coûts directs (%)	Sous- évaluation (%)
<b>Canada</b>					
1,0 – 9,9	53	8,12 %	7,86 %	15,98 %	30,61 %
10,0 – 49,9	49	6,14 %	3,31 %	9,45 %	11,30 %
50,0 – 99,9	10	6 %	2 %	8 %	10,76 %
100 et plus	16	5,53 %	1,75 %	7,28 %	8,88 %
Moyenne		6,88 %	4,9 %	11,78 %	18,95 %
Moyenne pondérée (par la taille)		5,35 %	1,84 %	7,19 %	5,11 %
<b>États-Unis</b>					
1,0 – 9,9	119	9,29 %	8,7 %	17,99 %	9,05 %
10,0 – 49,9	532	6,93 %	3,70 %	10,63 %	26,15 %
50,0 – 99,9	300	6,88 %	2,12 %	9 %	55,57 %
100 et plus	237	6,09 %	1,2 %	7,29 %	67,19 %
Moyenne		7 %	3,3 %	10,30 %	37,5 %
Moyenne pondérée (par la taille)		5,79 %	1,43 %	7,22 %	38,38 %

#### 1.4.2 Coût du capital

Globalement, et lorsqu'on le mesure à l'aide des données des entreprises de grande taille, le coût du capital semble identique au Canada et aux États-Unis. Globalement Hail et Leuz (2006) accordent un léger avantage aux États-Unis (10,2 contre 10,5%) alors que Claus et Thomas (2001) accordent un avantage de 20 points de pourcentage, mais au Canada cette fois. Les comparaisons entre les deux pays sont toutefois difficiles en raison de la différence des structures industrielles. He et Kryzanowski, (2007) analysent donc les différences au niveau de chacun des secteurs et montrent qu'il n'existe pas de différences significatives au niveau de chacun de ces secteurs. Le Canada disposerait même d'un avantage net dans les secteurs financiers et des ressources, avec des différences de l'ordre de 100 points de pourcentage. Très récemment, Witmer et Zorn (2007) ont réexaminé ces différences<sup>9</sup>, en utilisant diverses méthodologies et en tenant compte des caractéristiques des entreprises. Leur analyse porte en

<sup>9</sup> La figure 1 de l'étude de Witmer et Zorn illustre la diversité des résultats des travaux antérieurs portant sur ce sujet.

moyenne sur 180 entreprises canadiennes par année, dont le tiers est interlisté. Le secteur financier est exclu. Les auteurs estiment que le coût du capital-actions est supérieur de 30 à 50 points de pourcentage au Canada, mais que cette différence a diminué depuis 1997, ce qu'ils attribuent aux évolutions des relations entre les taux d'intérêt dans les deux pays. Compte tenu de la diversité des résultats, de la faible taille des échantillons étudiés et des conclusions des divers travaux il semble difficile d'affirmer qu'il existe des différences fortes entre le coût du capital des sociétés canadiennes et américaines, au cours des années récentes. Les différences rapportées sont en effet de faible amplitude, alors que le coût du capital est toujours mesuré avec des erreurs importantes d'estimation, quelle que soit la méthode employée. Il est, par ailleurs, très difficile de lier des différences entre le coût du capital aux différences de réglementation. Nous avons rapporté, au tableau 5, les estimations du coût du capital-actions effectuées par Hail et Leuz (2006). Ce tableau indique que le coût du capital-actions est, au Canada, l'un des plus faibles au monde, ce qui correspond aux estimations de la qualité de la réglementation et de la divulgation. Le Canada est, en particulier, en meilleure position que les deux pays souvent utilisés comme points de référence en raison de la centralisation de la réglementation, soit l'Australie et le Royaume-Uni.

**Tableau 5** Analyse de la relation entre le coût du capital et la qualité de la réglementation, dans divers pays. Le coût des capitaux propres qui est rapporté est la moyenne de quatre estimations utilisant des modèles différents, appliqués entre 1992 et 2001.

	Coût des capitaux propres	Indice de qualité de la divulgation	Indice de qualité de la réglementation des valeurs mobilières	Indice de la qualité du système légal
United States	10,24%	1	0,97	1
France	10,37%	0,75	0,58	0,9
Canada	10,53%	0,92	0,91	1
Italy	10,61%	0,67	0,46	0,83
United Kingdom	10,64%	0,83	0,73	0,86
Australia	10,72%	0,75	0,77	1
Belgium	11,00%	0,42	0,34	1
New Zealand	11,14%	0,67	0,48	1
Austria	11,21%	0,25	0,18	1
Israel	11,41%	0,67	0,65	0,48
Netherlands	12,75%	0,5	0,62	1
Finland	13,40%	0,5	0,49	1
India	14,39%	0,92	0,75	0,42
Hong Kong	14,58%	0,92	0,81	0,82
Mexico	15,59%	0,58	0,35	0,54
Brazil	20,85%	0,25	0,39	0,63
Egypt	25,27%	0,5	0,34	0,42
Total (Average)	12,97%	0,65	0,56	0,74

Source : Hail et Leuz (2006)

Nous nous sommes particulièrement intéressés au coût du capital pour les petites sociétés, qui émettent des titres. Le taux auquel se financent les entreprises est l'équivalent, en moyenne, du taux de rendement demandé par les investisseurs. Toujours en moyenne, on peut l'estimer par le taux de rendement effectivement réalisé par ces investisseurs<sup>10</sup>. Il est généralement admis que l'opacité des états financiers et le risque sont deux facteurs positivement associés au coût du capital. On pourrait donc s'attendre à ce que celui-ci soit particulièrement élevé pour les

<sup>10</sup> Bhattacharya (2006) présente les diverses approches utilisées pour mesurer le coût du capital et récapitule les relations entre la réglementation et ce coût. Mesurer le coût du capital par le rendement réalisé n'est pas la méthode optimale, mais elle est la seule possible pour des émetteurs de petite taille, pour lesquels on ne dispose pas de données prévisionnelles.

émetteurs canadiens qui, souvent, ne rapportent aucun bénéfice. Nous avons estimé le taux réalisé dans les trois années suivant l'émission pour les émetteurs de placements privés, de placements publics initiaux (PAPes), et subséquents, pour les émetteurs qui entrent en Bourse au moyen des SCD et pour ceux qui utilisent les prises de contrôle inversées. Le tableau 6 récapitule les résultats de ces estimations, qui apparaissent sous la forme d'écart annuel par rapport au rendement d'entreprises de même nature<sup>11</sup>. Toutes les catégories d'émissions sont suivies de rendements anormalement négatifs. Sur la base de ces estimations, qui portent sur 8 575 opérations de financement réparties sur 20 années, il est possible d'affirmer que le coût du capital des émetteurs canadiens tend à être inférieur à celui qui est exigé de l'ensemble du marché. L'écart n'est pas toujours jugé statistiquement significatif, mais il est économiquement important. Au minimum, nous l'évaluons à 300 points de pourcentage, par année, pour les SCD et à 348 points de pourcentage pour les PAPes. Un tel écart est de nature à donner à ces émetteurs un avantage concurrentiel. L'observation que les rendements à la suite des émissions est anormalement faible n'est pas limitée au Canada. L'explication de ce phénomène et ses effets sur les investisseurs ne seront pas discutés ici<sup>12</sup>. Il nous importait de montrer que les conditions générales de financement des sociétés en croissance par le marché boursier sont, au Canada, extrêmement favorables, qu'il s'agisse de coûts directs ou indirects de financement.

---

<sup>11</sup> Les émetteurs sont généralement de plus petite taille que l'ensemble du marché et ils présentent des profils de croissance également différents. Les écarts de rendements sont donc estimés en utilisant des facteurs de taille, de marché et de croissance, par la méthode dite des facteurs de Fama et French. Les SCD sont celles pour lesquelles l'opération admissible a eu lieu avant le 1<sup>er</sup> janvier 2004. Ces estimations sont complexes et, pour ce qui est des PAPes, SCD et PCI, doivent être considérées comme des ordres de grandeur et non comme des estimations définitives. Le détail des estimations dans le cas des placements subséquents est présenté dans le document de Carpentier *et al.* (2007).

<sup>12</sup> Un faible coût du capital est évidemment un avantage important pour les émetteurs, puisqu'il leur donne un avantage comparatif. Par contre, de tels rendements indiquent que les investisseurs réalisent, en moyenne, de piètres rendements lorsqu'ils financent ces mêmes émetteurs. À terme, cette situation présente le risque que les investisseurs se détournent du financement des sociétés en croissance. Nous observons toutefois que les rendements les plus faibles sont imputables aux sociétés qui procèdent à des émissions ou placements sans présenter de revenu. Un travail d'information des investisseurs quant aux risques et possibilités de rendement de tels émetteurs est vraisemblablement nécessaire.

**Tableau 6** Estimation du coût du capital des émetteurs canadiens, sous la forme d'écart de rendement par rapport à celui de sociétés de mêmes caractéristiques.

	Nb Obs.	Écart de rendement 36 mois		
		Mensuel	Annuel	Significatif
Émissions initiales (1986-2003)	1809	-0,29%	-3,48%	non
Prises de contrôles inversées (1986-2003)	682	-1,20%	-14,37%	oui
Sociétés de capital de démarrage (1995-1999)	714	-0,25%	-3,00%	non
Placements privés (1993-2003)	3291	-0,75%	-9,00%	oui
Émissions subséquentes (1993-2003)	2079	-0,67%	-8,04%	oui

### 1.5 GRADUATIONS ET MIGRATIONS

Les deux marchés canadiens apparaissent comme des lieux de transition. La Bourse de croissance TSX se voit comme un incubateur et considère le passage de ses émetteurs vers le marché senior comme la marque de la réussite. Au total, depuis 1989, 827 sociétés sont passées d'une Bourse de croissance canadienne au TSX, soit environ 45 sociétés par année (tableau 7). En dépit de conditions d'admission légères, la Bourse de croissance permet donc à un nombre relativement élevé de nouveaux entrants de se développer pour satisfaire aux exigences du marché principal. Depuis 1986, 511 sociétés canadiennes se sont inscrites sur l'une ou l'autre des Bourses américaines. Plus de 330 se sont inscrites sur un système américain hors bourse (OTC), selon Doidge *et al.* (2007) et quelques émetteurs ont choisi une inscription sur l'Alternative Investment Market (AIM) de Londres. Au total, 555 émetteurs se sont ajoutés aux 95 déjà inscrits sur une Bourse américaine au début de 1986. Les sociétés canadiennes s'inscrivent sur une bourse américaine pour améliorer leur visibilité et accéder à de nouveaux ensembles d'investisseurs dans un marché plus liquide et profond. Elles répondent également à des considérations stratégiques lorsque le développement des marchés des produits ou services se fait aux États-Unis. Plusieurs auteurs mentionnent également que la présence d'un système réglementaire fort aux États-Unis provoque l'arrivée d'entreprises étrangères à la recherche d'un effet de certification. À l'inverse, le nombre de sociétés étrangères inscrites est faible et la proportion de leurs transactions effectuée au Canada est marginale.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Fin juin 2007, 17 émetteurs étrangers, principalement américains, sont interlistés sur le TSX et réalisent 5,6% du total de leurs transactions sur ce marché (source : TSX Review, juin 2007).

**Tableau 7** Distribution annuelle des passages (graduation) de sociétés des bourses de croissance (TSX Venture et Bourses antérieures) vers la Bourse principales (TSE puis TSX) ainsi que vers les bourses américaines. Distribution annuelle des nombres d'émetteurs canadiens qui s'interlistent aux États-Unis et sur l'AIM. L'année 2007 comprend les mois de janvier à juin.

Année	Ensemble des émetteurs du TSXV qui migrent vers le TSX ou une Bourse américaine	Émetteurs canadiens qui s'interlistent aux États-Unis, sur une Bourse	Émetteurs canadiens qui s'interlistent sur l'AIM
1986	NA	14	-
1987	NA	27	-
1988	NA	27	-
1989	33	16	-
1990	24	12	-
1991	13	8	-
1992	28	16	-
1993	40	23	-
1994	57	32	-
1995	47	30	-
1996	56	36	-
1997	56	28	-
1998	47	36	1
1999	33	29	-
2000	44	49	-
2001	27	24	-
2002	29	12	3
2003	60	17	3
2004	75	20	11
2005	61	28	8
2006	72	22	12
2007	25	5	6
Total 95-07	632	336	44
Total 86-07	827	511	44

Sources : Graduations : TSX Venture et revue du TSX; Interlistage aux États-Unis et sur l'AIM : compilation des auteurs à partir de la revue de la Bourse du TSX et du site de l'AIM. Une analyse des situations d'interlistage est disponible dans Carpentier *et al.* (2007c).

## 1.6 DISPERSION DES OPÉRATIONS

Les divers documents préparés pour le Comité mettent en évidence la dualité du marché canadien des valeurs mobilières, composé d'un nombre limité de titres de grande capitalisation, et d'un très grand nombre de titres de petite capitalisation. Nicholls (2006, p. 152) rapporte que les très grandes entreprises sont généralement constituées en société de régime fédéral. Il illustre qu'il existe un plus grand nombre d'émetteurs assujettis en Colombie Britannique ou en Alberta qu'en Ontario (figure 2). L'analyse de la localisation des sièges sociaux indique que plus de 63% d'entre eux ne se situent pas à Toronto. Par ailleurs, si l'effectif moyen des sièges sociaux est utilisé comme indicateur de l'importance des compagnies, Montréal, Toronto et Calgary font jeu égal (tableau 8).

**Tableau 8** Répartition des sièges sociaux au Canada et effectifs moyens employés, par province, en 2005, selon Statistique Canada

	Nombre	Proportion	Effectif moyen par siège
Montréal	536	21,51%	69
Ottawa—Gatineau	101	4,05%	46
Toronto	918	36,84%	64
Winnipeg	129	5,18%	53
Calgary	316	12,68%	61
Edmonton	157	6,30%	22
Vancouver	335	13,44%	36
Total	2492		

Sources : Beckstead, D. and W. M. Brown (2006). L'emploi dans les sièges sociaux au Canada, de 1999 à 2005. Document analytique No 11-624-MIF, Division de l'analyse micro-économique, Statistique Canada

Une partie importante des responsabilités et du travail des commissions des valeurs mobilières est toutefois liée aux opérations de financement, fort nombreuses au Canada. Nous avons localisé les émetteurs impliqués dans chacune des opérations suivantes entre janvier 1993 et décembre 2003 : les émissions initiales (PAPes), les créations de sociétés de capital de démarrage (SCD), les entrées en Bourse par prise de contrôle inversées (PCI), les placements privés de sociétés ouvertes (PPSO) et les émissions publiques subséquentes (EPS). Lorsqu'un émetteur est constitué en société de régime fédéral, nous lui avons attribué une province d'origine en fonction de l'adresse de son siège social. Au total, nous avons répertorié et analysé

plus de 10 000 opérations de financement. Nous rapportons, au tableau 9, la répartition de ces diverses opérations pour les provinces où les opérations sont les plus fréquentes. Les 11 années ont été divisées en deux sous-périodes, pour permettre l'étude de l'évolution<sup>14</sup>.

Les émetteurs de l'Alberta et de la Colombie britannique sont à l'origine de 58,63 % des opérations de financement de toute nature effectuées au Canada. Cette proportion est stable au cours des deux sous-périodes. L'Ontario est à l'origine de 22,85% des opérations. Ici encore, on observe peu de variation dans le temps. Les émetteurs du Québec étaient à l'origine de 6,68% des opérations entre 1993 et 1998. Cette proportion passe à 10,16% entre 1999 et 2003. L'augmentation est sensible pour toutes les catégories de financement. La proportion des opérations effectuées dans les autres provinces ainsi que par des émetteurs non canadiens diminue<sup>15</sup>. L'analyse au niveau de chaque type d'opération montre que les sociétés ontariennes sont proportionnellement plus actives en placements subséquents, ce qui est cohérent avec la présence de sociétés plus grandes et plus mature dans cette province.

Il apparaît donc clairement que les opérations de financement se font en grande majorité dans les provinces autres que l'Ontario. Ces opérations portent généralement sur des montants de faible amplitude, mais elles représentent l'essentiel des besoins de financement des sociétés ouvertes de taille petite et moyenne. Ces sociétés constituent plus de 80% des émetteurs assujettis au Canada. L'activité de financement au Canada, tout comme la répartition des sièges sociaux et celle des émetteurs assujettis, témoigne de la grande dispersion des activités régies par les commissions des valeurs mobilières au Canada. Les opérations d'entrée en Bourse non conventionnelles (SCD et PCI) restent largement concentrées dans les provinces de l'Ouest.

---

<sup>14</sup> Nous n'avons pas rapporté la ventilation des montants, qui a peu de signification en raison de la présence de quelques placements de plusieurs milliards de dollars, alors que les montants levés au Canada sont généralement de l'ordre de quelques millions de dollars.

<sup>15</sup> La diminution des opérations classées dans « autre » est due pour une partie à la réduction des activités des émetteurs non canadiens et pour une autre, à la diminution des émissions de sociétés localisées au Yukon.

**Tableau 9** Ventilation des opérations de financement effectuées au Canada entre janvier 1993 et décembre 2003, selon la province du siège social de l'émetteur. Les émissions initiales (PAPEs), les créations de sociétés de capital de démarrage (SCD), les entrées en Bourse par prise de contrôle inversées (PCI), les placements privés de sociétés ouvertes (PPSO) et les émissions publiques subséquentes (EPS) ont été relevées dans la base de données Financial Post, les revues des Bourses et diverses bases de données et les nombres rapportés représentent la population des opérations repérables. La catégorie « Autres » regroupe les émetteurs des autres provinces et les émetteurs étrangers.

	Alberta		Col.-Britannique		Ontario		Québec		Autre		Total
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%	#
Période 1 : 1993-1998											
PAPE	226	28,83	168	21,43	232	29,59	82	10,46	76	9,69	784
SCD	527	85,28	24	3,88	36	5,83	20	3,24	11	1,78	618
PCI	30	10,07	97	32,55	113	37,92	9	3,02	49	16,44	298
PPSO	907	28,04	997	30,82	696	21,51	157	4,85	478	14,78	3235
EPS	428	30,53	320	22,82	376	26,82	155	11,06	123	8,77	1402
Total	2118	33,42	1606	25,34	1453	22,93	423	6,68	737	11,63	6337
Période 2 : 1999-2003											
PAPE	53	20,87	69	27,17	73	28,74	36	14,17	23	9,06	254
SCD	201	49,63	117	28,89	23	5,68	27	6,67	37	9,14	405
PCI	73	31,33	74	31,76	57	24,46	13	5,58	16	6,87	233
PPSO	503	37,07	373	27,49	238	17,54	110	8,11	133	9,80	1357
EPS	427	29,25	276	18,90	452	30,96	191	13,08	114	7,81	1460
Total	1257	33,89	909	24,51	843	22,73	377	10,16	323	8,71	3709
Ensemble des observations, 1993-2003											
PAPE	279	26,88	237	22,83	305	29,38	118	11,37	99	9,54	1038
SCD	728	71,16	141	13,78	59	5,77	47	4,59	48	4,69	1023
PCI	103	19,40	171	32,20	170	32,02	22	4,14	65	12,24	531
PPSO	1410	30,71	1370	29,83	934	20,34	267	5,81	611	13,31	4592
EPS	855	29,87	596	20,82	828	28,93	346	12,09	237	8,28	2862
Total	3375	33,60	2515	25,03	2296	22,85	800	7,96	1060	10,55	10046

## 1.7 CONCLUSION

Plusieurs documents émis dans le cadre du débat sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada décrivent un marché fortement pénalisé par une structure de réglementation déficiente, inefficace et coûteuse. Les éléments que nous avons mis en évidence, sur la base de l'étude de l'ensemble des financements, des disparitions et des migrations de marché pendant 20 ans au Canada, donnent une perspective plus positive. Les marchés canadiens semblent avoir développé des stratégies bien adaptées aux spécificités d'une économie qui repose fortement sur les entreprises faiblement capitalisées et sur le secteur des ressources. Les émetteurs peuvent se financer et se refinancer à des conditions favorables à un stade précoce de développement. Leur

taux de survie est plus élevé que dans les autres marchés et les passages vers un marché supérieur sont nombreux. Les coûts directs de financement sont faibles et les taux requis, estimés par les taux réalisés, sont également très favorables aux émetteurs. Le rythme des opérations de financement est fort élevé. La majorité des opérations porte sur des montants qui ne dépassent pas un ou deux millions de dollars, et ces opérations sont le plus souvent effectuées localement. La grande majorité des opérations de financement de toute nature se fait en dehors de l'Ontario et le marché canadien apparaît largement dispersé.

Il est certainement possible d'améliorer le fonctionnement du système canadien, notamment pour augmenter la rétention des émetteurs qui migrent vers des marchés étrangers et éventuellement attirer des émetteurs d'autres pays. Toutefois, il semble essentiel de préserver et éventuellement d'améliorer les conditions de financement des sociétés locales. L'analyse des propositions et arguments du Comité se fera donc à la lumière de ces enseignements.

## **2 LES PROPOSITIONS DU COMITÉ**

### **2.1 RÉGLEMENTER PAR LES PRINCIPES ET L'EXEMPLE DE L'AIM**

Le Comité avance qu'une réglementation basée sur les principes serait plus efficace et plus attrayante, améliorerait la compétitivité du Canada et permettrait ainsi de concurrencer les États-Unis. Par ailleurs, une telle réglementation devrait être appliquée de façon uniforme et requiert donc une autorité unique en matière de valeurs mobilières. Le Comité dit suivre en cela les études universitaires effectuées sous les auspices du Groupe de travail sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières (p. 12). Nous abordons ci-dessous les questions suivantes :

- 1) En quoi un système basé sur les principes diffère-t-il d'un système basé sur les règles ?
- 2) Le système basé sur les principes procure-t-il un avantage décisif aux Bourses ?
- 3) Un tel système est-il applicable au Canada et quels en seraient les effets potentiels ?

#### **2.1.1 Réglementation basée sur les principes**

La réglementation basée sur les principes promet de remplacer des ensembles détaillés de règles qui interdisent, limitent ou autorisent, par un ou des principes généraux. La Financial Service Authority (FSA) du Royaume-Uni pratique une telle approche de la réglementation. Elle

applique également un vaste ensemble de règles, comme le souligne son président.<sup>16</sup> L'application la plus spectaculaire de cette approche est la Bourse de croissance (AIM) qui a substitué aux normes minimales d'inscription le principe qui veut que l'entrée d'un nouvel émetteur ne soit pas dommageable à l'image du marché. L'entreprise qui désire entrer sur le marché doit trouver un Nominated Advisor (NOMAD), qui devra attester que cet émetteur a les qualités requises pour intégrer le marché.<sup>17</sup>

### **2.1.2 Le système basé sur les principes procure-t-il un avantage décisif aux Bourses ?**

L'expérience de l'AIM est considérée comme un succès : créé en 1995, l'AIM a attiré 2 700 compagnies, selon l'information diffusée sur son site. Il a attiré un grand nombre de sociétés étrangères, qui se sont interlistées ou qui ont procédé à leur émission initiale sur ce marché. L'augmentation du nombre de sociétés étrangères interlistées sur l'AIM est toutefois récente : elles étaient 55 en 2002 et 242 en 2006. Comme le souligne Rousseau (p. 88), l'augmentation est en grande partie conjoncturelle, et doit beaucoup à l'intérêt des Européens pour le secteur des ressources naturelles, en expansion très rapide depuis 2001.

La croissance de ce marché a attiré l'attention de divers pays, et notamment les États-Unis. La diminution de la part relative des émissions initiales au bénéfice de l'AIM mais aussi des marchés asiatiques a suscité de vives inquiétudes, dont le rapport commandé par le maire de New-York et le Sénateur Schumer est une bonne illustration (McKinsey & Company, 2006). Ce rapport annonce une baisse de 4 à 7% de la part relative de New-York dans les financements, la perte de très nombreux emplois dans le secteur financier et il invoque, entre autres, des causes de nature réglementaire à cette perte d'importance relative. Ce rapport, ainsi que l'étude de Goldman Sachs (2007) et les travaux de Doidge *et al.* (2007), montre que de nombreux facteurs, autres que la réglementation, expliquent le succès de la place financière de Londres. Le développement des marchés boursiers en Europe et en Asie est le premier de ces facteurs. Dans de nombreux pays, la capitalisation boursière représentait un pourcentage du produit national brut beaucoup plus faible qu'en Amérique du Nord. Cette différence se comble et

---

<sup>16</sup> Voir : Callum McCarthy, *Financial Regulation: Myth and Reality*, British American Business London Insight Series and Financial Services Forum (Feb. 13, 2007), disponible à :

[http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0213\\_cm.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0213_cm.shtml)

<sup>17</sup> L'analyse du fonctionnement de ce marché et de l'adéquation de ce type de réglementation au contexte canadien a été menée par Rousseau (2006); nous ne reprendrons donc pas ici ces éléments de description.

l'activité se recentre vers l'Europe et l'Asie. Londres bénéficie d'un important avantage en matière de fuseau horaire, qui permet la superposition des périodes de transactions à la fois avec l'Asie et l'Amérique, alors que les marchés ouvrent sur la côte est américaine après la fermeture de tous les autres marchés. Londres est intégrée à communauté européenne, même si elle n'en a pas adopté la devise. Enfin, la croissance des fonds de couverture, des fonds mutuels et des régimes de retraite est et sera, à l'avenir, plus rapide hors de l'Amérique du Nord que dans cette région. Il en est de même pour la croissance économique, notamment en Inde, Chine et Russie. La dimension de la disponibilité de ressources humaines est également, selon McKinsey & Company, un élément clé de la compétitivité des places financières. Enfin, Doidge *et al.* montrent que le changement dans les décisions de cotation reflète en grande partie les changements dans la nature des émetteurs. Les sociétés qui se sont inscrites sur l'AIM n'auraient généralement pas pu le faire sur les grandes Bourses américaines. Ces divers éléments expliquent cette conclusion de Goldman Sachs (p. 2): « *Legal and regulatory factors probably do matter, and policy reform might strengthen New-York's competitiveness. Nonetheless, we do not see them as the critical drivers behind the shift in financial market intermediation, even in the aggregate. Quite simply, economic and geographic factors matter more* ».

Ces arguments ne signifient pas que la réglementation soit sans effet. En particulier, les entrevues menées par McKinsey & Company montrent que l'existence d'un régulateur intégré, comme la FSA est un élément important pour les acteurs du secteur financier. Toutefois, l'importance des facteurs autres que réglementaires indique qu'il est probablement illusoire de penser concurrencer l'AIM simplement en adoptant un système basé sur les principes. Ceci est d'autant plus vrai que les travaux menés pour comprendre l'expansion londonienne mettent en évidence l'avantage que peut donner un système strict de réglementation et de gouvernance, par l'analyse des primes de cotations croisées.

Les sociétés qui s'interlistent aux États-Unis bénéficient d'une prime, dite de cotation croisée (CLP, en anglais : the cross-listing premium) : leur valeur serait supérieure à celle de sociétés comparables qui ne sont pas interlistées. Cette prime vaut pour les entreprises de tous les pays, et n'est pas spécifique au Canada, où elle semble d'ailleurs disparaître après quelques années (King and Segal, 2005). Il est donc excessif d'attribuer la CLP à une conséquence des

déficiences réglementaires canadiennes comme le suggère Coffee (2007)<sup>18</sup>. La CLP est estimée, en moyenne, de 17% à 22% (selon les méthodes d'estimation) pour une inscription sur une Bourse américaine (Doidge *et al.*, p. 31). Elle provient du fait que l'entreprise qui se liste aux États-Unis se soumet à un environnement réglementaire plus strict, ainsi qu'à la supervision accrue des autorités, des analystes et des investisseurs institutionnels (Doidge *et al.*, 2007, p. 3). Cet environnement améliore le système de gouvernance. Il est également possible de lier cette prime à de meilleures possibilités de financement de la croissance. Doidge *et al.* montrent la persistance de la prime dans le cas de cotation aux États-Unis, après l'instauration de la Loi Sarbanes-Oxley (SOX). Ils observent par contre un escompte, et non une prime, lorsque que les entreprises étrangères s'inscrivent sur une Bourse au Royaume-Uni. Concrètement, une société étrangère qui se liste aux États-Unis verrait une augmentation de sa valeur de l'ordre de 17 à 22% alors que celle qui opte pour l'AIM verrait sa valeur diminuer de 5%. Les auteurs concluent qu'en raison de la réglementation en vigueur, l'inscription sur les Bourses américaines procure des avantages spécifiques que les marchés de Londres ne peuvent offrir.

L'implantation d'un système basé sur les principes a donc l'avantage de permettre l'inscription de sociétés plus nombreuses, mais peut également avoir des effets négatifs.<sup>19</sup> Le niveau d'exigence de l'AIM soulève d'ailleurs des inquiétudes et les exigences relatives à certaines émissions ont été revues.<sup>20</sup> L'expérience passée des bourses de croissance en Europe lors des périodes de retournement incite d'ailleurs à la prudence. L'absence d'avantages très significatifs des inscriptions sur l'AIM explique probablement que le nombre de sociétés canadiennes qui y sont inscrites reste limité.

### **2.1.3 L'AIM et le Canada**

Comme le montre le tableau 10, si 44 sociétés canadiennes se sont inscrites sur l'AIM depuis 1995<sup>21</sup>, 336 se sont inscrites sur une Bourse aux États-Unis au cours de la même période.

---

<sup>18</sup> Voir « *Canada's position in a Globalizing World of Securities Markets : an Outsider's perspective* », présentation de J.C. Coffee, Meech Lake, 19 juin 2007.

<sup>19</sup> Pour une discussion des avantages et problèmes des deux approches à la réglementation, voir « *SEC Regulation Outside the United States* », Commissioner R. C. Campos U.S. Securities and Exchange Commission, London, March 8, 2007 <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch030807rcc.htm>

<sup>20</sup> Jeremy Warner "OUTLOOK: Taking AIM". The Independent, London (Apr 9, 2005); James Mackintosh " FSA to act on foreign IPO concerns" Financial Time and FT.com (April 5, 2007).

<sup>21</sup> Parmi elles, 4 étaient déjà inscrites sur une Bourse aux États-Unis.

L'attrait de l'AIM est donc tout relatif et les sociétés canadiennes optent dans une proportion de huit pour une pour un marché réglementé de façon classique. On peut même s'étonner du faible nombre d'émetteurs canadiens qui se sont listés sur l'AIM, compte tenu de l'existence d'un système d'inscription accéléré pour les sociétés inscrites sur le TSX. Cette situation ne démontre pas une préférence forte pour un système basé sur des principes, comme l'affirme le rapport du Comité.

L'analyse des caractéristiques des émissions qui ont eu lieu sur l'AIM permet de dégager les normes implicites qui découlent de l'application des principes par les NOMAD. Derrien et Keckes (2007) rapportent les valeurs récapitulées au tableau 10, pour 786 émissions initiales réalisées sur ce marché, entre 1995 et 2004. Nous avons estimé les valeurs correspondantes pour les émissions initiales canadiennes de la même période<sup>22</sup>. Nous basons nos comparaisons sur les médianes et sur le premier quartile (25% des émetteurs ont une valeur inférieure à celle rapportée), puisque les moyennes ont peu de signification dans un tel contexte. La capitalisation médiane après l'émission est de 31,66 millions de dollars sur l'AIM et de 12,64 millions de dollars sur l'ensemble des bourses canadiennes. Alors que 75% des émetteurs de l'AIM ont une valeur au marché qui dépasse 14,22 millions de dollars, 50% des émetteurs canadiens ont une capitalisation inférieure à 12,64 millions de dollars. La comparaison des revenus met également en évidence des différences importantes : la moitié des émetteurs canadiens ont des revenus inférieurs à 286 000 \$, alors que 75% des émetteurs de l'AIM ont des revenus supérieurs à 325 000 \$.

La vaste majorité des émetteurs canadiens **n'aurait vraisemblablement pas pu s'inscrire en bourse si un système semblable à celui de l'AIM avait prévalu**. Les normes canadiennes en matière de financement des sociétés en croissance paraissent donc beaucoup plus souples que ne l'est le système basé sur les principes qui prévaut sur l'AIM, notamment en raison des mécanismes parallèles des SCD et des PCI, comme le note Rousseau (2006, p. 102). Même si certains des émetteurs de l'AIM présentent des pertes, ils ont très majoritairement des revenus, et leur capitalisation est importante par rapport à celle des émetteurs canadiens. La transposition du système au Canada correspondrait à un resserrement significatif des normes d'entrée en Bourse. Il pourrait également provoquer une hausse des coûts d'accès au marché, puisque les

---

<sup>22</sup> Les auteurs rapportent les valeurs en livres. Nous avons utilisé le taux de change de 2,286 dollars canadiens pour une livre qui a prévalu, en moyenne, pendant l'ensemble de la période couverte.

coûts directs y sont estimés entre 10,5 et 12% pour une émission de 20 millions de dollars, contre 9,45% au Canada (tableau 4). En outre, Rousseau doute fortement de la possibilité d'implanter au Canada le système des NOMAD, composante essentielle du système basé sur les principes de l'AIM et signale que ce système pourrait avoir comme conséquence d'augmenter la concentration, déjà élevée, de l'industrie canadienne du courtage.

**Tableau 10** Comparaison des caractéristiques des émissions initiales suivies d'inscriptions sur l'AIM et sur les Bourses canadiennes, en millions de dollars canadiens.

	AIM, 786 IPOs entre juin 1995 et juillet 2004	Canada (TSX et TSXV), 678 IPOs entre janvier 1995 et décembre 2003
<b>Capitalisation</b>		
Moyenne	61,70	114,49
Médiane	31,66	12,64
1er quartile	14,22	3,68
<b>Ventes</b>		
Moyenne	15,9	65,20
Médiane	3,34	0,286
1er quartile	0,325	0,00
<b>Bénéfice net</b>		
Moyenne	-1,49	1,285
Médiane	-0,297	-0,062
1er quartile	-2,30	-0,452

Source AIM: Derrien et Kecskes (2007)

La transposition du système de l'AIM au Canada aurait donc pour effet d'exclure une partie significative des émetteurs canadiens de l'accès au marché boursier. Nous ne pouvons donc que souscrire à la première proposition de Rousseau, qui se lit comme suit (p.84) : « *Canadian Stock exchanges and regulators should abstain from transplanting the Nomad system and related feature, of the AIM to Canada* ».

## 2.2 LE MARCHÉ CANADIEN ET LES ÉMETTEURS DE PETITE TAILLE

### 2.2.1 Situation actuelle

Nous avons largement montré, dans la partie 1 de ce document, les conditions de financement favorables dont bénéficient les émetteurs canadiens, qu'il s'agisse des possibilités ou des conditions de ce financement, en matière de coûts directs et indirects. En particulier, des

financements qui, dans d'autres pays, seraient effectués par des sociétés de capital de risque à des taux de financement supérieurs à 25%, sont effectués au Canada à un taux qui semble inférieur à celui demandé sur le marché boursier en général. Le Comité affirme que le passage à une entité de réglementation unique permettrait clairement la réduction du coût du capital pour les entreprises de taille petite et moyenne (les PME), la réduction des coûts liés aux émissions et un accès plus large aux investisseurs canadiens. Le Comité s'appuie largement sur une étude de l'Association des banquiers du Canada (« étude ABC » dans la suite du texte), qui indique que des coûts supplémentaires sont supportés lorsque les émetteurs cherchent à lever des fonds par émission initiale dans plusieurs provinces. L'étude affirme 1) que la majorité des émissions initiales se fait dans plusieurs provinces et que 2) l'émission dans plusieurs provinces provoque des coûts supplémentaires significatifs. Nous abordons tour à tour les trois éléments qui, selon le Comité, découleraient de l'instauration d'une commission unique.

### **2.2.2 Réduire le coût du capital**

Nous avons montré que le coût du capital des émetteurs canadiens, dont très majoritairement des PME, était anormalement faible. Il semble donc difficile de le réduire encore. Par ailleurs, la réduction de ce coût ferait que le taux de rendement réalisé par les investisseurs canadiens deviendrait encore plus faible, ce qui les inciterait probablement à cesser de participer au marché des émissions. Plutôt que de porter sur la réduction supplémentaire des coûts de financement des émetteurs, la réflexion des comités et organismes devraient peut-être davantage porter sur les raisons de cette situation et sur les moyens d'offrir, aux investisseurs, une information et une formation suffisante pour qu'ils réalisent en moyenne des rendements cohérents avec leur niveau de risque. C'est là une condition nécessaire pour que la situation de financement favorable aux émetteurs se maintienne à long terme. A long terme, un marché financier ne peut se développer que si les émetteurs procurent aux investisseurs des rendements compatibles avec le niveau de risque encouru. La réduction du coût du capital des PME dans le contexte canadien ne semble pas être une priorité absolue, car rien n'indique qu'il soit anormalement élevé. La situation qui prévaut actuellement nous semble davantage être celle d'un déséquilibre en faveur des émetteurs, et en défaveur des investisseurs.

Par ailleurs, les conditions qui permettent une réduction du coût du capital sont relativement bien connues. La première est globale: il s'agit de la qualité du système de réglementation et de

divulgaration. Nous avons montré (Tableau 5) que cette qualité était jugée au même niveau que celle des États-Unis et meilleure que celle du Royaume-Uni et de l'Australie. Au-delà des déterminants nationaux, le coût des capitaux propres diffère, selon les entreprises, en fonction du risque et de l'incertitude. Cette incertitude est liée à l'opacité de l'information, et aux difficultés d'évaluer certaines catégories d'émetteurs.<sup>23</sup> Une première mesure qui permettrait de réduire le coût du capital des PME serait donc de limiter l'accès en Bourse des sociétés les plus risquées, et dont l'évaluation est la plus aléatoire. Il s'agit des émetteurs sans revenus, qui constituent 45% des émetteurs de PAPE, et de ceux qui entrent en Bourse au moyen de prises de contrôle inversées et de SCD. La théorie et les travaux empiriques suggèrent très fortement que le coût du capital et la rigueur de la réglementation varient en sens inverse. Il est donc paradoxal de lire que l'assouplissement de la réglementation, ou encore la mise en place d'exigences différenciées, permettrait de réduire le coût du capital. L'effet probable est inverse à celui évoqué.

### **2.2.3 L'accès aux investisseurs canadiens**

Selon l'étude ABC, les émetteurs de PAPE s'adresseraient fréquemment aux émetteurs de plusieurs provinces. L'analyse porte au total sur 299 émissions.<sup>24</sup> L'étude néglige les 290 créations de SCD qui sont survenues au cours de la même période, et qui se sont limitées à une seule province. Sur la base de cet échantillon, l'ABC défend que les émetteurs lèvent des fonds dans plusieurs provinces et encourent, de ce fait, des coûts supplémentaires. Aucune information n'est donnée sur la proportion ni les caractéristiques des émetteurs multi-provinciaux. Il est donc impossible de mesurer l'ampleur de l'éventuel problème.

Nos estimations sont à l'effet que la majorité des émissions et entrées en Bourse au Canada sont des opérations locales, qui n'impliquent qu'une seule commission des valeurs mobilières. C'est le cas de la grande majorité des PCI, des SCD et des émissions dont le produit brut est inférieur à deux millions de dollars. Ces opérations représentent environ 3900 des 4900 émissions que nous avons répertoriées, soit un pourcentage de l'ordre de 80%. Les émissions de plus grande taille sont fréquemment offertes simultanément dans plusieurs provinces. Les coûts

---

<sup>23</sup> Le coût du capital-actions dépend (inversement) du niveau de divulgation (Botosan, 1997) mais aussi de la liquidité des titres (Amihud and Mendelson, 2000)

<sup>24</sup> Il est difficile de déterminer si cette étude est restreinte aux seules émissions initiales ou si elle incorpore des émissions subséquentes.

supplémentaires imputables à l'offre simultanée dans plusieurs juridictions sont alors économiquement négligeables.

#### **2.2.4 Les coût directs**

À taille d'émission égale, les coûts directs d'émission au Canada sont inférieurs à ceux observés aux États-Unis ainsi que sur l'AIM au Royaume-Uni. Il est donc difficile d'affirmer que l'instauration d'un régulateur unique comme dans ces deux pays, ou d'un système de réglementation basé sur les principes comme au Royaume-Uni, permettrait une réduction significative des coûts. Par ailleurs, nous n'avons mesuré que les coûts des PAPes. En principe, ceux des entrées en Bourse par PCI et RTO devaient être encore moindres. Nous avons également mesuré les coûts directs et indirects des placements privés et des émissions subséquentes (Carpentier *et al.*, 2005). Nous mesurons un coût total des placements privés de 13,30%, incluant l'escompte. Cette valeur totale est largement inférieure à l'escompte seul mesuré aux États-Unis, qui atteint 20%. Nous mesurons un coût total de 7,55% pour les émissions subséquentes, une valeur qui est également inférieure à celles des études américaines. Lee *et al.* (1996) rapportent, par exemple, des coûts directs de 13,18% pour les émissions subséquentes de moins de 10 millions de dollars U.S. Quel que soit le type d'émission, les coûts directs sont inférieurs à ceux qui prévalent aux États-Unis. Il est évidemment souhaitable de les réduire encore.

A l'aide d'un exemple qui porte sur 7 émissions, l'analyse de l'ABC indique des coûts supplémentaires de l'ordre de 30 000 \$ pour des émissions de 6 millions de dollars, lorsque l'émission a lieu dans plusieurs provinces. Plusieurs remarques s'imposent. En premier lieu, l'écart représente 0,5% du produit brut de l'émission. En second lieu, pour que l'écart ait une signification, il devrait être estimé sur un vaste échantillon, en tenant compte des autres facteurs qui expliquent les coûts d'émission, dont en premier lieu la taille. Enfin, le principal coût supporté par les émetteurs de PAPE est la sous évaluation initiale, qui prive les petits émetteurs (moins de 10 millions de dollars), d'environ 30% du produit de leur émission. Un effort sérieux de réduction des coûts d'émission devrait davantage porter sur la diminution de cette composante majeure, liée au fonctionnement du marché du courtage.

La situation est différente pour les émissions de 10 millions de dollars et plus, qui semblent constituer l'essentiel de l'échantillon de l'étude ABC. Toutefois, pour ces émissions, l'écart de

coût devient peu significatif économiquement et son analyse demande que l'on sépare les effets de la taille de ceux attribués aux juridictions multiples.

### **2.2.5 Conclusion**

Le Comité propose de réduire le coût du capital des PME canadiennes. Celui-ci est déjà fort bas, et il ne serait possible de le réduire qu'en limitant l'accès des émetteurs les plus risqués ou en augmentant le niveau de divulgation. Le Comité défend ensuite que la présence de plusieurs juridictions génère des coûts directs supplémentaires lors des émissions. Les évidences relatives à ces coûts sont cependant fort minces, et nos estimations indiquent que l'immense majorité des opérations de financement se font localement. Elles impliquent en effet des montants inférieurs à 2 millions de dollars. Il ne semble donc pas que l'on soit face à un problème majeur de coût de financement des sociétés en croissance par le marché boursier. Il est également difficile de voir comment l'instauration d'une commission unique et d'un système de réglementation basé sur des principes pourrait améliorer la situation. Par ailleurs, l'augmentation de la flexibilité pour le financement de ces mêmes sociétés ne nous semble pas essentielle, dans un marché où 45% des émetteurs entrent en Bourse avant de rapporter des revenus.

### **2.3 LA COMPÉTITIVITÉ DU MARCHÉ CANADIEN**

La concurrence entre les marchés s'est largement accrue au cours des dernières années, et va de pair avec une concentration marquée des bourses. Selon Coffee (2002), le nombre de bourses dans le monde devrait continuer à se réduire fortement, autant en raison de la globalisation que des avancées technologiques. DiNoia (2001) prévoit même la convergence vers un marché unique, sauf là où les accords de collaboration auront permis la création de réseaux de coopération. L'élément clé de la concurrence entre les marchés est la capacité d'attirer des émetteurs étrangers, ce qui se fait généralement au moyen de cotations croisées. En ce domaine, les marchés américains et du Royaume-Uni sont les incontestables gagnants, avec des approches réglementaires différentes. Le Comité suggère que seule l'instauration d'un organisme de réglementation unique permettrait au Canada de devenir un centre financier de niveau mondial capable de concurrencer les États-Unis et le Royaume-Uni. Le rapport, ainsi que les énoncés de Coffee en 2007, évoquent notamment le coût du capital plus élevé qui prévaudrait au Canada. Nous aborderons ici les questions suivantes.

- 1) Quelle est la position concurrentielle du Canada ?
- 2) Quels sont les éléments clés de la concurrence entre les marchés ?
- 3) Les sociétés canadiennes sont-elles incitées à s'inscrire sur d'autres marchés en raison de dimensions réglementaires?
- 4) Quelles réglementations et stratégies sont offertes au Canada ?

### **2.3.1 Position concurrentielle du Canada**

La position du marché boursier s'est fortement dégradée depuis le début des années 90. Le Canada est passé du 6<sup>ème</sup> rang mondial au 9<sup>ème</sup> en 2004 en ce qui concerne les volumes de transaction. La croissance nette du volume (excluant l'effet de la variation de l'indice) a été de 8,84%. Il s'agit du taux de croissance le plus faible observé parmi les pays développés, à l'exclusion du Japon. La cause première de la réduction dans l'importance relative des volumes au Canada est le transfert, aux États-Unis, de volumes de transaction considérables portant sur des titres de sociétés canadiennes. En 2006, ce volume a atteint 816 milliards de dollars, ce qui représente 94% du volume relevé au Canada pour les titres interlistés.<sup>25</sup> La proportion des échanges portant sur les titres canadiens interlistés qui s'effectuent à plus de 50% aux États-Unis est passée de 28% en 1990 à 55% en 2006. Les nombreux travaux qui ont porté sur la concurrence entre les marchés ont mis en évidence le rôle majeur de certains éléments, présentés dans la partie suivante.

### **2.3.2 Quels sont les éléments clés de la concurrence entre les marchés ?**

Karolyi (2006) discute les principaux éléments qui expliquent l'inscription sur une Bourse étrangère. Il s'agit de la certification ou *bonding* (se soumettre à une réglementation plus sévère), de l'accès à des ensembles élargis d'investisseurs et de la réduction du coût du capital (argument de la segmentation), de la réduction des coûts de transaction et de l'augmentation de la liquidité et, enfin, du rapprochement des marchés pour les produits et services. Au total, le modèle qui explique le mieux les mouvements de capitaux propres transfrontaliers est celui dit de la gravité.

---

<sup>25</sup> Une analyse détaillée de l'évolution des transactions sur les actions canadiennes transigées aux États-Unis est disponible Carpentier *et al.* (2007b).

*L'argument de la segmentation* : La segmentation existe lorsque deux marchés ne sont pas totalement intégrés, c'est à dire lorsqu'il existe des restrictions aux flux de capitaux entre ces deux pays. Dans un tel cas, l'entreprise qui s'inscrit sur la Bourse étrangère voit son risque réduit, par un effet de diversification auquel on ne peut parvenir autrement en raison des barrières entre les marchés. Par ailleurs, en s'inscrivant sur ce marché, l'entreprise accède à des ensembles d'investisseurs nouveaux. Elle pourra, plus facilement, financer sa croissance et la demande pour ses actions pourrait augmenter. En dépit de l'intégration importante entre les marchés canadiens et américains, l'opinion d'une réduction significative du coût du capital pour les émetteurs canadiens qui s'inscrivaient aux États-Unis a largement prévalu. Nous avons donc réexaminé ces affirmations. Par contre, il est indéniable que la base d'investisseurs privés et institutionnels aux États-Unis ou au Royaume-Uni est largement supérieure à celle du Canada qui fait donc face à un désavantage important à ce niveau.

*Liquidité et coûts de transactions* : Selon Domowitz *et al.* (2001), les coûts d'exécution sont généralement inférieurs et la liquidité plus importante aux États-Unis que dans les autres pays. Ils montrent (Tableau 1) que le coût total de transaction (unidirectionnelle) est de 52,4 points de pourcentage au Canada contre 38,1 aux États-Unis. Selon ces estimations, un portefeuille dont la rotation est trimestrielle supporte un coût de transaction supplémentaire annuel de 85,8 points de pourcentage si les transactions sont effectuées au Canada plutôt qu'aux États-Unis. Le désavantage canadien serait donc significatif.

*Hypothèse de certification (Bonding hypothesis)*: Les entreprises provenant de pays à faible protection des actionnaires minoritaires, notamment, signaleraient leur volonté de mieux respecter ces droits en s'inscrivant sur des marchés où la protection est meilleure. Selon Coffee, (2002 p. 11) « *cross-listing may also be a bonding mechanism by which firms incorporated in a jurisdiction with weak protection of minority rights or poor enforcement mechanisms can voluntarily subject themselves to higher disclosure standards and stricter enforcement in order to attract investors who would otherwise be reluctant to invest (or who would discount such stocks to reflect the risk of minority expropriation)* ». De plus, l'inscription aux États-Unis augmente le suivi par les analystes et les investisseurs institutionnels. Sur ce plan, le Canada ne subit pas de désavantage majeur, compte tenu de la similitude des réglementations des valeurs mobilières.

*La dimension stratégique:* Les entreprises s'inscrivent sur des marchés où elles développent leurs activités commerciales, afin de développer des avantages stratégiques et aussi pour faciliter les opérations de fusion et acquisition. Bancel and Mittoo (2001) affirment que considérations d'affaires seraient devenues la principale raison des cotations aux États-Unis de sociétés canadiennes. Sur ce plan également, le désavantage Canadien est incontestable. La taille relative des économies fait qu'il sera généralement nécessaire à une société canadienne de se développer aux États-Unis pour atteindre une taille mondiale; la réciproque n'est pas vraie.

Ces diverses dimensions expliquent probablement que le modèle qui explique le mieux les flux internationaux de capitaux propres soit celui de la gravité (Portes and Rey, 2005). Ces flux dépendent essentiellement des diverses mesures de taille relative des économies (PNB, capitalisation, richesse) et sont limités par les frictions, essentiellement induites par la distance qui sépare les pays. Ces variables expliquent 83 % des différences observées entre les flux internationaux. Dans le cadre de ce modèle, le couple Canada-États-Unis présente des différences maximales de taille et des distances minimales. La perte relative d'importance du Canada semble donc inéluctable.

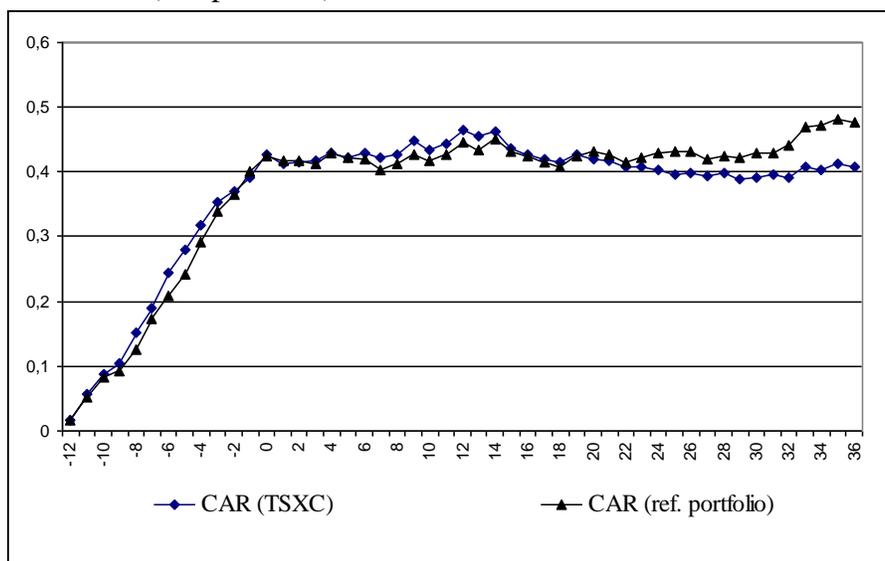
Il est donc inexact de prétendre que la structure de la réglementation est un élément central de la perte de compétitivité du marché. Cette perte de compétitivité se traduit, en tout premier lieu, par la migration d'entreprises et de transactions vers les États-Unis, ce qui s'explique par des considérations de stratégie et de coût de transaction, principalement. Nous analysons, dans la section suivante, l'argument voulant que cette migration soit provoquée par un avantage induit par la réglementation.

### **2.3.3 L'inscription aux États-Unis et ses effets**

Certains travaux ont montré que le rendement des sociétés canadiennes qui s'inscrivaient aux États-Unis était anormalement faible après cette inscription. Par exemple, Mittoo (2003) estime cette contre performance à 13% au cours de la période postérieure à 1990. En assimilant ce taux réalisé au taux de rendement demandé par les investisseurs, plusieurs auteurs associent cet effet à une réduction du coût du capital (Errunza and Miller, 2000). Les émetteurs auraient donc un avantage à s'inscrire aux États-Unis, puisque leur coût de financement serait moindre à partir

du moment où elles sont interlistées. Cet argument est de même nature que celui de la prime<sup>26</sup>, évoquée par Coffee (2007), qui y voit trois origines possibles : « *weak enforcement, suboptimal corporate governance and costly and inflexible regulation* ». En résumé, les faibles rendements observés après l'inscription des sociétés canadiennes aux États-Unis seraient une preuve des lacunes de la réglementation canadienne. Il convenait de réexaminer ces résultats et affirmations. Nous avons analysé l'ensemble des sociétés canadiennes qui se sont inscrites sur une Bourse américaine depuis 1990, en utilisant diverses méthodes d'estimation des rendements anormaux (Carpentier *et al.*, 2007c). Le principal résultat est illustré à la figure 1 : le rendement qui suit les inscriptions aux États-Unis est parfaitement normal. L'inscription est précédée de rendements fortement positifs, ce qui traduit deux effets : les sociétés qui s'interlistent sont généralement performantes, et les actionnaires voient, dans l'annonce de cette opération, un certain nombre d'avantages. Par contre, nos résultats contredisent l'argument qui dit que l'inscription aux États-Unis réduit le coût du capital.

**Figure 1** Rendements anormaux cumulés des entreprises canadiennes qui s'interlistent aux États-Unis. Nous estimons les rendements anormaux pour l'année précédant l'interlistage (mois 0) et les trois années qui suivent l'interlistage. L'échantillon complet comprend 336 interlistages ayant eu lieu entre janvier 1990 et décembre 2005. Les rendements anormaux sont estimés en utilisant 2 indices de comparaison : l'indice S&P/TSX cappé (TSXC) et des portefeuilles de référence de taille et de ratio avoir des actionnaires sur capitalisation boursière similaires (ref. portfolio).



<sup>26</sup> La valeur d'une action est égale à la valeur actualisée des flux futurs. Si le taux d'actualisation (le coût du capital baisse), la valeur augmente et une prime apparaît.

### 2.3.4 Le rôle de la réglementation et les stratégies possibles

La position du marché boursier canadien se dégrade, en raison du glissement des transactions vers les Bourses américaines. Le Canada attire peu de sociétés étrangères, et la proportion des transactions qui se fait au Canada est faible (5% environ). Des changements réglementaires peuvent-ils modifier cette situation ?

Les facteurs réglementaires et fiscaux interviennent très probablement pour limiter l'activité des investisseurs étrangers au Canada. Selon le Conference Board (2007), les investissements étrangers sont limités au Canada parce que « *Canada's effective tax rate on capital is the highest in the developed world; we are also the most restrictive among the G7 countries in terms of barriers to foreign ownership* ». Il s'agit là de dimensions non liées aux valeurs mobilières, mais dont l'effet peut être important. La réglementation des valeurs mobilières peut également être invoquée, mais il serait probablement abusif de lui attribuer la responsabilité principale de la situation. De la même façon, la création d'une commission unique aurait vraisemblablement un effet marginal sur la capacité du marché canadien de retenir les transactions des sociétés locales et d'attirer des émetteurs étrangers. En effet, la concurrence entre les Bourses se joue essentiellement au niveau de la cotation croisée. Cette opération concerne essentiellement de grandes sociétés, qui sont généralement les plus performantes et les plus orientées vers la croissance. Leurs considérations principales sont d'ordre stratégique, et intervient aussi la volonté d'accéder à des bassins d'investisseurs importants où les frais de transaction sont faibles et la liquidité élevée. Par ailleurs, les sociétés qui s'interlistent le font en tout premier lieu dans des marchés qui sont géographiquement, économiquement, industriellement et culturellement proches (Sarkissian and Schill, 2004). On peut alors se demander en quoi la modification de la structure réglementaire pourrait influencer les décisions de ces émetteurs. Leurs obligations locales concernent essentiellement les Bourses, et la commission unique aurait donc un effet limité sur les coûts et contraintes de tels émetteurs. La concurrence entre les Bourses semble se jouer, depuis quelques années, au niveau des entrées en Bourse. Le marché des émetteurs initiaux étrangers est cependant limité, et sa croissance récente peut très vraisemblablement être expliquée par la volonté de certaines entreprises américaines de petite taille d'échapper à l'application de SOX qui s'impose à elle à partir de 2007. Deux voies sont donc offertes au Canada. La première avenue consiste à développer une réglementation plus rigoureuse que celle des États-Unis, qui serait de nature à attirer des

émetteurs à la recherche d'effets de certifications qui effectuerait une cotation croisée. Compte tenu des caractéristiques des émetteurs canadiens, cela semble irréaliste. La seconde avenue, qui est préconisée par le Comité consiste à adopter une stratégie d'imitation de l'AIM. Nous avons montré, à la section précédente, que la transposition de ce modèle au Canada était difficile et exclurait probablement une large partie des émetteurs canadiens de l'accès au marché boursier.

Sans nier que des améliorations du système canadien des valeurs mobilières soient possibles, nous réfutons l'idée voulant que cette réglementation soit l'obstacle principal au développement des Bourses canadiennes. Par ailleurs, compte tenu de la dimension incontournable des facteurs économiques et géographiques qui influencent la concurrence entre les marchés, ainsi que de la spécificité du marché canadien, il nous semble que les efforts devraient être, avant tout, consacrés à améliorer et pérenniser les possibilités de financement des émetteurs canadiens.

#### 2.4 MESURES D'APPLICATION DE LA LOI

Le rapport Crawford met l'accent sur la nécessité d'améliorer les mesures d'application de la Loi, afin de réduire le coût du capital des sociétés canadiennes. « Il y a peu de doute dans notre esprit que le fait d'assurer la crédibilité de la réglementation des valeurs mobilières au Canada au moyen d'une application rigoureuse de celle-ci réduira cette prime de risque et attirera chez nous les investisseurs plus craintifs, accroissant ainsi la liquidité du marché et réduisant de ce fait le coût du financement pour les émetteurs canadiens » (Le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, 2006, p. 107). Nous avons montrés par nos propres travaux et en référant aux études de plusieurs chercheurs, qu'il n'existe pas de différence significative entre le coût du capital-actions aux États-Unis et au Canada. **Les problèmes d'application de la Loi ne sont pas tels qu'ils influencent le coût du financement des entreprises.**

Il existe cependant un fort sentiment à l'effet que les crimes économiques, au sens large, sont peu combattus au Canada. Selon le Comité, ce sentiment est en grande partie attribuable à la visibilité des mesures d'application américaines : « Les mesures d'application des lois sur les valeurs mobilières aux États-Unis ont été très visibles des deux côtés de la frontière en raison de la couverture médiatique, de l'ampleur des abus commis dans le marché et des répercussions en découlant, et peut-être aussi en raison de la quête de visibilité de certains intervenants. (...) La

grande visibilité des mesures d'application des lois sur les valeurs mobilières aux États-Unis a incité beaucoup d'investisseurs canadiens (avec raison ou non) à conclure que les organismes de réglementation du Canada sont en train de faillir à la tâche dans ce domaine. Les journaux canadiens ont fait état de vives préoccupations au sujet de ce qui est perçu comme étant une réaction tiède de la part des organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada par rapport à la réaction énergique des Américains dans les cas d'allégations d'infractions aux lois sur les valeurs mobilières impliquant des sociétés canadiennes inscrites à la cote d'une bourse des deux côtés de la frontière » (Rapport du Groupe de travail, p. 112).

Selon le Comité, un organisme de réglementation unique permettrait une application efficace et équitable de la réglementation sur une base nationale. Le comité évoque également l'insatisfaction vis-à-vis du système actuel. De façon plus précise, l'une des études commandées par le Comité associe l'inadéquation de la situation qui prévaut au Canada par les éléments suivants : l'absence de poursuites et ou de condamnations dans de très nombreux cas patents<sup>27</sup>, l'absence de poursuites en matière de transactions d'initiés, les délais trop longs et les amendes trop légères (de C. Cory and Pilkington, 2006). Les comparaisons avec les États-Unis sont fréquentes, notamment en ce qui concerne les poursuites intentées à la suite des scandales financiers de la fin des années 1990.

#### **2.4.1 Des stratégies différentes**

La stratégie appliquée par la SEC est qualifiée de révolutionnaire (Ford, 2005). Selon cet auteur, la stratégie repose sur l'imposition d'énormes pénalités aux entreprises et autres entités réglementées. La SEC a également instauré des mécanismes (*The Framework for Cooperation*) qui permettent aux entreprises de voir leur sanction réduite en échange de coopérations ou de mesures correctives. Les pénalités sont largement diffusées, et selon Ford, ces diverses actions instaurent une culture de conformité. Enfin, le système américain repose très largement sur les poursuites privées, incluant le domaine des transactions d'initiés. Lorsque l'application de la Loi des valeurs mobilières repose sur les autorités, elle est dite publique. Lorsque les lois et

---

<sup>27</sup> L'association des Aînés déplore notamment que dans les cas de Nortel Networks Corp., Royal Group Technologies Ltd., Portus Alternative Asset Management Inc., Norbourg Asset Management Inc. et Norshield Asset Management Ltd., la GRC (via les IMETs) n'ait pas porté d'accusations. Voir « *Canadian seniors group calls for enforcement reform* », D. Clarke, Investment News, 12 mars 2007 <http://www.investmentnews.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20070312/FREE/70308027/-1/INIssueAlert04&ht=>

règlements relatifs à la divulgation facilitent les poursuites des particuliers, elle est dite privée. La Porta *et al.* (2006), qui ont étudié les relations entre le développement des marchés et les dimensions publiques et privées de l'application de la Loi, concluent: « *We examine the effect of securities laws on stock market development in 49 countries. We find little evidence that public enforcement benefits stock markets, but strong evidence that laws mandating disclosure and facilitating private enforcement through liability rules benefit stock markets* ».

Nous illustrons, au tableau 11 emprunté à Jackson (2006), la situation des poursuites et des pénalités imposées aux États-Unis, sur une base annuelle moyenne, entre 2002 et 2004. Ce tableau illustre le rôle relativement marginal joué par la SEC en matière de poursuites : elle est à l'origine de 9,7% de ces actions et de 24% des pénalités imposées au total. Ce tableau illustre également le rôle très important des actions privées, qui représentent 44,6% des causes et près de 40% des montants imposés aux entités poursuivies. Les *Class actions* sont à l'origine de 38% des pénalités imposées en matière de délinquance financière, aux États-Unis.

Pour des raisons diverses, les experts consultés, ainsi que ceux qui ont fait partie des divers comités qui se sont penchés sur l'application des Lois en valeurs mobilières, ne recommandent pas de suivre l'exemple américain, notamment en ce qui concerne la publicité accordée aux pénalités très lourdes, ni en ce qui concerne les actions privées qui restent, au Canada, plus limitées et plus difficiles qu'aux États-Unis<sup>28</sup>. Les comparaisons entre le Canada et les États-Unis restent donc difficiles, comme le fait remarquer Jackson (2006).

Le tableau 11 montre cependant que les commissions des valeurs mobilières ne sont pas les principaux acteurs dans l'application des Lois. Il semble donc peu probable que l'on puisse changer de façon significative les conditions d'application de la Loi au Canada par une modification de la structure de ces commissions. Ceci est d'autant plus vrai que certains instruments de lutte contre la criminalité économique ont été mis en place bien tardivement au Canada et ne semblent toujours pas fonctionner correctement.

---

<sup>28</sup> Pour une analyse des différences entre les *class actions* américaines et canadiennes en matière de valeurs mobilières, voir Ward Branch, de Branch MacMaster: Securities Class Actions in Canada: Haven or Hinterland <http://www.branmac.com/go/download/securities.pdf>

**Tableau 11** Sommaire des actions d'applications de la Loi des valeurs mobilières, Aux États-Unis, pour les années 2002-2005, en moyenne annuelle.

<b>Volet A : nombre de poursuites</b>			
	Nombre de poursuites	Proportions par rapports au total	Proportion / poursuites « publiques »
<b>Poursuites publiques</b>			
SEC	639	9,70%	17,60%
Department of Justice (DOJ)	112	1,70%	3,10%
State Agencies (estimation)	1 482	22,60%	40,80%
Sous total	2 233	34,10%	61,50%
NASD	1 170	17,90%	32,20%
NYSE	227	3,50%	6,30%
Sous Total	1 397	21,30%	38,50%
Total	3 630	55,40%	100,00%
<b>Poursuites privées</b>			
Class Actions	210	3,20%	n.a.
NASD Arbitrations	1 720	26,20%	n.a.
NYSE Arbitrations	994	15,20%	n.a.
Total	2 924	44,60%	n.a.
<b>Grand total : privées &amp; publiques</b>	6 554	100,00%	n.a.
<b>Volet B : sanctions monétaires (millions de U.S. \$)</b>			
	Montants	Proportions par rapports au total	Proportion /aux poursuites « publiques »
<b>Poursuites publiques</b>			
SEC	2 164,7	24,60%	40,90%
DOJ	766,5	8,70%	14,50%
State Agencies (estimated)	1 114,9	12,70%	21,10%
Sous total	4 046,1	46,10%	76,50%
NASD	1 078,3	12,30%	20,40%
NYSE	163,1	1,90%	3,10%
Sous total	1 241,3	14,10%	23,50%
Total	5 287,5	60,20%	100,00%
<b>Poursuites privées</b>			
Class Actions	3 336,3	38,00%	n.a.
NASD Arbitrations	162,3	1,80%	n.a.
NYSE Arbitrations			n.a.
Total	3 498,7	39,80%	n.a.
<b>Grand total : privées &amp; publiques</b>	8 786,2	100,00%	n.a.
Grand Total ajusté pour le double comptage	8 176,7	93,10%	n.a.

Source : Jackson (2006, Tableau 14, p.113)

#### 2.4.2 Les fraudes majeures et les mécanismes inter-agence

Les longs délais et l'absence de toute condamnation à la suite du scandale Bre-X ont récemment mis en évidence les difficultés qu'éprouvent les autorités canadiennes à obtenir des condamnations dans des cas de fraudes majeures. Cette situation semble contraster avec celle qui a prévalu, aux États-Unis, à la suite des affaires ENRON et WorldCom, entre autres. La situation canadienne en ce domaine diffère largement de celle qui prévaut dans plusieurs pays où le renforcement de la lutte contre les fraudes majeures et, plus généralement, contre la criminalité économique passe par la création d'entités nationales spécialisées, qui rassemblent des acteurs de différentes agences et ministères impliqués.

Au Royaume-Uni, The Serious Fraud Office (SFO)<sup>29</sup> a été créé en 1987, à la suite du constat de l'insatisfaction du public face à l'absence de détection et de poursuites dans les cas de fraudes majeures. La principale recommandation du Rapport Roskill<sup>30</sup> commandé pour guider le gouvernement en ce domaine fut : « *the setting up of a new unified organisation responsible for the detection, investigation and prosecution of serious fraud cases* ». The SFO dépend du Ministère de la justice et il est responsable des enquêtes et des poursuites dans les cas de fraude qui impliquent des montants supérieurs à un million de livres (2 millions de dollars canadiens). Par ailleurs, la police de Londres dispose d'une escouade des fraudes renommée qui collabore avec le SFO.

Aux États-Unis, la division des fraudes du département de la justice est chargée des poursuites complexes en matière notamment, de valeurs mobilières, mais aussi de crimes économiques, et de fraudes par Internet.<sup>31</sup> La Corporate Fraud Task Force (Task Force)<sup>32</sup>, mise en place par le Président des États-Unis après les scandales financiers, revendique 1 236 condamnations dans les cas de fraudes majeures. La Task Force revendique également le versement de plus d'un milliard de dollars confisqués aux auteurs des fraudes aux victimes de ces actions. Dans le seul cas d'Enron, des accusations ont été portées contre 36 personnes, dont l'ancien PDG, Kenneth Lay. Ce groupe rassemble des responsables du Department of Justice, sept U.S. attorneys, et les responsables des entités suivantes : *Departments of Treasury and Labor, the Securities and*

---

<sup>29</sup> <http://www.sfo.gov.uk/about/creation.asp>

<sup>30</sup> Une analyse de ce rapport important a été faite par Levi (1986)

<sup>31</sup> La description et les rapports d'activité de cette division sont disponibles à <http://www.usdoj.gov/criminal/fraud/>

<sup>32</sup> <http://www.usdoj.gov/dag/cftf/>

*Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission, Federal Energy Regulatory Commission, Federal Communications Commission, U.S. Postal Inspection Service, and the Department of Housing and Urban Development's Office of Federal Housing Enterprise Oversight.* Les poursuites engagées au cours des 5 années d'existence de cette structure ont porté sur des fraudes en matière de valeurs mobilières, de transactions d'initiés, de manipulations de marché, d'options antidatées, de blanchiment d'argent et de fraudes Internet. La Task Force met l'accent sur l'importance de la collaboration entre les intervenants: « *Over the past five years, the task force has increased cooperation among federal agencies and leveraged the resources of the federal government to combat corporate fraud* ». Le partage d'information avec les *prosecutors* et autres parties prenantes est cité comme une avancée majeure.<sup>33</sup> En Nouvelle Zélande, le service correspondant a été créé en 1990 : « *The Serious Fraud Office (SFO) is a Government Department that detects, investigates and prosecutes cases of serious and complex fraud. The SFO Act 1990 gives the SFO powers to obtain evidence during the course of its investigations* ». <sup>34</sup>

Le Canada a adopté tardivement, et timidement, ce mode d'action contre les fraudes majeures et la criminalité économique. Les responsables reconnaissent que « l'application de la loi n'est qu'une des composantes nécessaires à la protection efficace des marchés de capitaux et demande, pour être véritablement efficace, une intégration complète et essentielle entre l'application de la loi, les commissions des valeurs mobilières, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, Market Regulation Services Inc., l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, l'Agence du revenu du Canada et le Service des poursuites pénales du Canada ». <sup>35</sup> Les Équipes intégrées de la police des marchés financiers (EIPMF) ont été établies fin 2003 à Toronto et à Vancouver. Selon les informations de la Gendarmerie Royale du Canada (GRC) <sup>36</sup>, leur objectif est de « détecter, d'interpeller et de poursuivre les personnes qui se servent des marchés financiers pour porter préjudice aux intérêts économiques des Canadiens. La GRC, qui gère le programme des EIPMF, travaille en partenariat avec le ministère de la Justice du Canada et Sécurité publique et Protection civile Canada. Le

---

<sup>33</sup> Voir le communiqué à [http://www.usdoj.gov/opa/pr/2007/July/07\\_odag\\_507.html](http://www.usdoj.gov/opa/pr/2007/July/07_odag_507.html)

<sup>34</sup> <http://www.sfo.govt.nz/>

<sup>35</sup> Déposition de Pierre-Yves Bourduas, sous-commissaire, Services fédéraux et de la Région du Centre, Gendarmerie royale du Canada, devant le Comité sénatorial permanent des Banques et du commerce, 13 juin 2007 (p. 25-7) à <http://www.parl.gc.ca/39/1/parlbus/commbus/senate/Com-e/bank-e/pdf/25issue.pdf>

<sup>36</sup> [http://www.rcmp-grc.gc.ca/fio/imets\\_brochure\\_f.pdf](http://www.rcmp-grc.gc.ca/fio/imets_brochure_f.pdf)

programme des EIPMF bénéficie également du soutien du ministère des Finances du Canada. Les équipes d'enquêteurs travaillent en collaboration étroite avec les organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières, les représentants des organismes fédéraux d'exécution de la loi, les autorités locales d'exécution de la loi, et des juricomptables ». Les EIPMF semblent encore être au niveau du développement et de la mise en oeuvre. En mai 2007, M. Nick Le Pan, l'ancien surintendant fédéral des institutions financières, a été nommé au poste d'expert-conseil principal auprès de la GRC pour les EIPMF. Il doit produire des recommandations (en octobre 2007) pour améliorer le fonctionnement de ce groupe. Le document d'accompagnement du Budget de 2007 (Créer un avantage canadien sur les marchés des capitaux mondiaux) indique que « l'on mettra en place les éléments d'un plan visant à améliorer l'efficacité des EIPMF (...) pour : attirer et maintenir en fonction les policiers et les autres experts les plus qualifiés pour mener et appuyer les enquêtes sur les infractions criminelles touchant les marchés de capitaux; renforcer la coordination centrale des EIPMF (...); améliorer la coordination entre (...) les EIPMF, les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les procureurs de la Couronne des provinces. »

Les audiences tenues par le Comité Sénatorial permanent des Banques et du commerce (13 juin 2007)<sup>37</sup> illustrent bien les moyens limités de cette initiative, et, notamment, l'important problème de recrutement et de rétention auquel font face les EIPMF. Les sénateurs soulignent que le seul bureau de procureur du district de Manhattan dispose, pour la lutte contre le crime en col blanc, d'un budget quatre fois supérieur à celui alloué aux EIPMF pour l'ensemble du Canada. Par ailleurs, les responsables soulignent qu'il est difficile de comparer les situations canadiennes et américaines en matière de lutte au crime économique en raison de fortes différences des cadres législatifs : Selon M. Constant (p. 25-19) « leur cadre législatif est bien différent du nôtre. Si nous voulons pouvoir soutenir la comparaison, il est important que nous nous dotions d'un cadre législatif qui favorisera des mesures d'exécution comparables. Nous n'avons pas au Canada le grand jury. Nous n'accordons pas l'immunité partielle aux témoins. Nous n'avons pas le pouvoir de recueillir des preuves des témoins »

L'obtention de condamnations dans les cas de fraudes majeures semble donc passer par l'instauration de groupes spécialisés fortement intégrés, dont les commissions des valeurs

---

<sup>37</sup> <http://www.parl.gc.ca/39/1/parlbus/commbus/senate/Com-e/bank-e/pdf/25issue.pdf>

mobilières ne sont que l'une des composantes. Contrairement à la situation qui a prévalu aux États-Unis et au Royaume-Uni, la création d'une telle entité a été tardive au Canada, ses moyens semblent être limités et son fonctionnement encore en période de rodage.

### **2.4.3 En quoi la situation Canadienne est-elle différente ?**

Les éléments qui précèdent pourraient expliquer en partie une situation critique que le Comité décrit. Toutefois, la lecture attentive des recherches commandées par le Comité lui-même permet de nuancer ces affirmations, en matière de résultats comme en ce qui concerne les moyens.

#### *Les résultats*

Nous avons complété, au tableau 12, les données relatives à l'application de la Loi, initialement compilées par Jackson (2006). Ce tableau illustre l'évolution du nombre des poursuites et des pénalités imposées. Jackson écrit (p. 112): « *I do think that there is a strong evidence that the overall level of enforcement intensity has risen in Canada over the past few years* ».

À partir de la seconde partie de 2005, nous avons incorporé au tableau 10 les données relatives aux actions entreprises par l'IDA (Investment Dealer Association), RS (Regulation Service) et le MFDA (mutual funds dealer association). Ces organismes interviennent relativement peu, par rapport à la situation observée aux États-Unis (Tableau 9). Les autorités provinciales sont responsables de 59% des poursuites, et de 89,1% des pénalités imposées dans le cadre de l'application publique de la Loi. L'auteur conclut que, sur la base des poursuites intentées, et quel que soit le déflateur utilisé pour comparer les deux marchés, le risque de poursuite en matière de valeurs mobilières reste sensiblement plus élevé aux États-Unis qu'au Canada. Il met particulièrement en évidence le rôle beaucoup moins actif joué par les OAR au Canada, pour lesquels il établit un « *enforcement ratio* » de 17,2 à un (IDA) et de 12,6 à 1 (RS). Le ratio correspondant est de 5,2 à un pour les commissions des valeurs mobilières. Par ailleurs, les actions privées sont très sensiblement moins importantes au Canada qu'aux États-Unis.

**Tableau 12** Évolution des principales données relatives à l'application de la Loi des valeurs mobilières au Canada, par semestre, d'avril 2004 à avril 2007. Les montants en exprimés en milliers de dollars canadiens.

	04-2004 09-2004	10-2004 03-2005	04-2005 09-2005	10-2005 03-2006	04-2006 09-2006	10-2006 03-2007	Moyenne annuelle
Nombre d'actions disciplinaires complétées	56	68	61	91	77	85	146
Montant des pénalités imposées	2 400	367 947	3 648	6 893	12 232	6 342	133 154
Restitutions	360	19 200	1 475	0	992	53	7 360
Remboursement des frais	634	293	392	944	638	882	1 261
<b>Total des pénalités, en K\$</b>	<b>3 394</b>	<b>387 440</b>	<b>5 514</b>	<b>7 837</b>	<b>13 862</b>	<b>7 277</b>	<b>141 775</b>

Source : Jackson (2006, Table 7, p.101) de avril 2004 à septembre 2005 et rapports annuels des ACVM entre octobre 2005 et mars 2007.

### *Les moyens*

La mise en perspective des coûts et moyens mis à disposition des autorités en matière de valeurs mobilières sont délicates lorsque les tailles des marchés diffèrent autant que ne le font le Canada et les États-Unis. Les diverses comparaisons établies par Jackson (2006) indiquent que les ressources affectées à la réglementation semblent proportionnellement plus élevées au Canada, mais il conclut qu'il n'existe pas de différence très significative de budgets et d'effectifs. Lorsque les ajustements pour les économies d'échelle sont effectués, le niveau des ressources n'est pas anormalement différent de ce qui prévaut aux États-Unis. La principale différence entre les deux pays provient des budgets qui correspondent à chacun des employés des organismes canadiens. Il se situe en dessous des valeurs comparables aux États-Unis.

La situation canadienne en matière d'application de la Loi s'améliore, mais reste en deçà des attentes et des situations qui prévalent ailleurs. Nous avons vu que les causes de cette situation sont diverses. Elles ne peuvent pas être imputées totalement à la structure provinciale des commissions, et il semble aussi illusoire de penser qu'une commission unique pourrait corriger rapidement la situation. D'ailleurs, les experts consultés par le Comité évoquent la centralisation comme l'un des facteurs, parmi bien d'autres, qui pourraient améliorer l'application de la Loi.

#### 2.4.4 La commission unique est-elle la solution et permettrait-elle une amélioration ?

La majorité des études qui ont été consacrées à ce sujet évoquent la centralisation des valeurs mobilières comme étant un des facteurs qui pourrait améliorer la performance canadiennes en matière d'application de la Loi, mais cet élément n'est ni le seul, ni le principal. L'étude de de C. Cory et Pilkington (2006), commandée par le Comité, fait les recommandations suivantes, pour renforcer les enquêtes, les poursuites et le règlement des infractions en matière de valeurs mobilières :

- 1) Que les autorités et les agences fassent de l'application leur priorité.
- 2) En ce qui concerne les enquêtes, élargir le mandat des EIPMF, mieux prendre en compte les spécificités provinciales, améliorer le recrutement et de la rétention du personnel et la nomination d'un responsable senior responsable des stratégies dans chacune des implantations des EIPMF.
- 3) Coordonner les poursuites au niveau national.
- 4) Transférer des fonctions de décision à un tribunal indépendant spécialisé, meilleure préparation des juges dans la gestion des causes relatives aux marchés financiers.
- 5) Pénalités : La question des différences dans les sanctions entre les différentes provinces semble être majeure pour le Comité. Cette situation prévaut pourtant aux États-Unis, dans le cadre d'une réglementation uniforme. Weiss (2001) et Loomis (2000) écrivent que différentes cours ont, aux États-Unis, émis des avis totalement différents sur des sujets tels que les transactions d'initiés.<sup>38</sup> Le rapport recommande l'harmonisation des pénalités dans l'ensemble du pays, l'établissement de guides (guidelines) pour les infractions de portée provinciale et la récupération des coûts des poursuites.
- 6) Réparation des torts aux investisseurs : la réglementation devrait être adaptée pour permettre la restitution ou la compensation aux victimes de délits en matière financière; et donner la possibilité aux investisseurs d'entreprendre des poursuites basées sur les jugements d'inconduites.
- 7) Organismes auto réglementés (OAR) : révision des rôles, juridictions et pouvoirs des OAR.

---

38 Loomis (2000) illustre ces divergences de la façon suivante: « *The 9th Circuit has articulated the most defence-friendly standard. Its 1999 decision in re Silicon Graphics Inc Securities Litigation, 183 F3d 970, affirming a 1997 decision from the Northern District of California, requires pleadings to provide "in great detail, facts that constitute circumstantial evidence of deliberately reckless or conscious misconduct."* Stock sales before a steep drop in stock market value alone do not satisfy the standard. The winds blow in a different direction on the East Coast. In 1998, the Southern District of New York ruled that a plaintiff claiming fraud need plead only that the defendant had "motive and opportunity," a standard that can be met, for example, by alleging stock sales by corporate executives before a surprise announcement that causes stock prices to drop. This year, the 2nd Circuit affirmed the ruling in *Novak v. Kasaks*, 216 F3d 300, although the parties disagree as to the grounds of the statement. »

- 8) Gestion pan-canadiennes de l'application : permettrait une meilleure utilisation des ressources et un meilleur développement de compétences. Les auteurs voient de nombreuses limites à la structure actuelle des EIPMF, qui compliqueraient encore la situation en matière de compétences. Ils considèrent que les EIPMF sont une réponse largement insuffisante face au défi de l'application.

La centralisation de l'application de la Loi n'est que l'un des huit ensembles de mesures proposées par ces experts, mandatés par le Comité. Il est d'ailleurs possible de prévoir une application pan-canadienne par voie de coopération. Les auteurs concluent: « *whatever the results may be of the negotiations to establish a unified or harmonized approach to securities regulation, it remains fundamentally important that the approach to enforcement be managed on a national basis. A centralized approach would facilitate the efficient use of resources in the development and deployment of the special knowledge and skills that are required for the effective investigation, prosecution and adjudication of complex securities matters* ». Cette étude ne conclut donc pas que la centralisation de la réglementation est une condition essentielle à une application rigoureuse de la Loi.

### **3 LA PROBLEMATIQUE DES COÛTS**

#### **3.1 L'ARGUMENT DES COÛTS**

L'argument des coûts excessifs de la réglementation canadienne des valeurs mobilières est avancé, de façon récurrente, pour justifier la centralisation de la réglementation canadienne. La réglementation induit des coûts dits de conformité ainsi que des coûts directs. Nous avons abordé les aspects relatifs aux coûts de conformité pour les nouveaux émetteurs dans la section 2.2. Nous abordons ici deux autres dimensions qui nous paraissent importantes, soit les coûts pour les investisseurs et les coûts directs. Les investisseurs supportent des coûts lors des transactions d'achat et de vente sur le marché secondaire. Les coûts directs sont ceux liés aux commissions des valeurs mobilières. Ils sont généralement dénoncés comme excessifs, et certains rapports défendaient qu'il était possible de les réduire fortement (Wise Persons' Committee, 2003 p.34). Nous abordons ci-dessous les réponses aux questions suivantes :

- 1) Peut-on affirmer que les coûts supportés par les investisseurs au Canada sont alourdis par la réglementation ?
- 2) Les coûts directs de réglementation sont-ils excessifs au Canada, par rapport à ceux d'autres pays ?

3) Les coûts indirects sont-ils un problème majeur ?

4) Serait-il possible de réduire de façon significative les coûts en créant une commission des valeurs mobilières unique ?

### 3.2 COÛTS POUR LES INVESTISSEURS

Le coût de la réglementation pour les investisseurs doit être une préoccupation majeure. Nous avons évoqué le glissement significatif des transactions des titres canadiens interlistés aux États-Unis, qui sont désormais autant échangés dans ce pays qu'au Canada. Ce glissement constitue un défi important pour le marché canadien, et la possibilité de transiger au moindre coût est l'un des éléments qui explique le déplacement des échanges. Les investisseurs subissent diverses formes de coûts, dont la réglementation n'est qu'une composante relativement mineure. Il est possible de défendre que les coûts de fonctionnement des mécanismes de réglementation sont, finalement, supportés par les deux catégories d'utilisateurs que sont les émetteurs et les investisseurs. Il semble donc opportun de rapporter ces coûts directs de réglementation aux coûts totaux supportés par les uns et les autres.

Au Canada, le volume de transactions du TSX a atteint 1 075 milliards de dollars en 2005 selon la revue de la Bourse. Si les coûts de transaction sont semblables à ceux qui prévalent aux États-Unis, les investisseurs ont déboursé globalement  $1\,075 \times 0,0075 = 8,063$  milliards de dollars. Jackson (2006) évalue le coût total des commissions des valeurs mobilières au Canada à 143,3 millions de dollars (tableau 1, p. 90), ce qui représente 1,77% des frais de transaction. Au Canada, une variation des frais de transaction qui les réduirait de 0,75% à 0,737 % aurait autant d'effet sur les coûts totaux directement encourus par les marchés que la suppression de toutes les commissions des valeurs mobilières. Or, les coûts de transactions des titres moyennement ou faiblement capitalisés au Canada sont fort élevés. Cleary *et al.* (2002) les situent par exemple à 1,3 % pour les titres dont le prix se situe entre 15 et 20 \$, lorsque le courtage à escompte est utilisé. Ils sont de 3 % lorsque l'ordre est donné à un courtier de plein exercice. L'estimation de 0,75 % qui est utilisée ici vaut pour les transactions par Internet et pour les titres liquides à prix élevé, ou encore pour les investisseurs institutionnels. Nous avons donc sous-estimé le coût total supporté par les investisseurs. Il est également possible de rapporter le coût de la réglementation au chiffre d'affaires de l'industrie des valeurs mobilières au Canada. Il s'élevait à 10,6 milliards de dollars en 2003 et le coût des commissions était alors

d'environ 110 millions de dollars. Le rapport entre les deux quantités est également de l'ordre de 1,03%. La réduction du fardeau réglementaire est un objectif louable. Toutefois, il est clair que la réglementation n'est responsable que d'une fraction très minime des coûts supportés par les émetteurs et les investisseurs au Canada. Imputer aux seuls coûts de la réglementation l'inefficacité relative des marchés canadiens revient à négliger le fait que l'essentiel des coûts de transaction est lié au fonctionnement des marchés et aux commissions de courtages, qui relèvent principalement de l'industrie du courtage elle-même. Il est évidemment possible de défendre que les coûts sont essentiellement indirect. Au delà des évidences que nous avons présentées plus haut, nous nous référons à l'étude commandée sur ce point par le Comité des personnes averties (Anand and Klein, 2003).

### 3.3 LES COÛTS INDIRECTS SONT-ILS UN PROBLÈME MAJEUR ?

Les coûts indirects sont étudiés, dans la monographie rédigée par Anand et Klein, à quatre niveaux : les personnes inscrites, les émissions initiales, les opérations sur le marché non réglementé et les opérations d'acquisition.

En ce qui concerne les personnes inscrites : « Les coûts supplémentaires d'observation importants ne constituent pas la norme pour les participants de notre étude de cas, mais les sociétés plus petites sont moins en mesure de supporter ces coûts et, par conséquent, sont plus susceptibles de les juger importants. Donc, l'existence des organismes de réglementation des valeurs mobilières multiples au Canada peut imposer un désavantage concurrentiel aux plus petites sociétés. »

Dans le cas des émissions initiales, les auteurs écrivent : « Comme nous n'avons pas trouvé de coûts supplémentaires majeurs relativement aux premiers appels publics à l'épargne que nous avons étudiés, nous n'avons aucun fondement sur lequel il serait possible de conclure qu'un modèle est préférable à un autre, voire que l'un ou l'autre des modèles de rechange est privilégié par rapport au régime actuel ».

Dans le cas des opérations sur le marché non réglementé, « Les coûts de conformité supplémentaires importants ne constituaient pas la norme pour les participants de notre étude de cas. Toutefois, les émetteurs plus petits sont moins en mesure de supporter ces coûts et, par conséquent, sont plus susceptibles de les juger importants. Donc, l'existence d'organismes de

réglementation des valeurs mobilières multiples au Canada peut imposer un désavantage concurrentiel aux plus petits émetteurs ».

Enfin, pour les opérations d'acquisition, les auteurs écrivent : « Dans le cadre des opérations d'acquisition où des auditions de réglementation ont été tenues, les participants à l'étude de cas ont déclaré qu'il pouvait y avoir un risque de coûts de substitution lié aux retards susceptibles de survenir si des organismes de réglementation multiples participent aux auditions. »

Dans aucun des cas, les chercheurs n'ont mis en évidence des coûts qualifiés en Anglais de *Material*<sup>39</sup> qui pourraient constituer la norme. Les coûts supplémentaires liés aux réglementations multiples sont donc, le plus souvent, négligeables. Il existe apparemment quelques cas où des émetteurs ou personnes inscrites de petite taille pourraient supporter des coûts tels qu'ils pourraient être pénalisés par rapport aux plus grandes institutions, comme c'est d'ailleurs le cas avec toute réglementation. Sur la base des évidences produites à l'appui du rapport CPA il est difficile de défendre que la structure actuelle impose un coût supplémentaire majeur aux participants canadiens.

#### 3.4 LES COÛTS DES COMMISSIONS DES VALEURS MOBILIÈRES SONT-ILS DISPROPORTIONNÉS AU CANADA?

Il est courant de mentionner que le coût de la réglementation canadienne est anormalement élevé par rapport à la capitalisation de ce marché ou par rapport au produit national brut. La source des données relatives aux coûts est généralement la Financial Services Authority (FSA), qui, depuis 2003, tient compte de quatre composantes de coût de la réglementation des valeurs mobilières<sup>40</sup>. Les coûts directs associés à ces composantes étaient, en 2003 de 73,8 millions de livres en Australie, 56,8 au Canada, 37 au Royaume-Uni et 977,3 aux États-Unis. Rapportés au total de la capitalisation, les pourcentages s'établissent à 0,029 %, 0,015 %, 0,004 % et 0,014 % respectivement. Toutefois, les responsabilités des organismes de réglementation sont davantage fonction du nombre d'émetteurs inscrits que de la capitalisation. Il est possible de calculer un coût par émetteur inscrit. Il est de 123 000 \$ en Australie, 33 600 \$ au Canada, 37 300 \$ au

---

<sup>39</sup> Le concept de materiality est fort employé en comptabilité pour distinguer ce qui doit être rapporté de ce qui peut ne pas l'être

<sup>40</sup> Ces rubriques sont : 1) *Securities firms and fund management firms - prudential supervision*, 2) *Supervision of and standards for exchanges / clearing and settlement systems / market service providers* 3) *Supervision of, and standards for conduct on, capital markets (including transaction reporting but excluding exchange's own rules)* et 4) *Standards for / approval of listing of securities*.

Royaume-Uni, et 324 700 \$ aux États-Unis. Il semble difficile de prétendre, sur cette base, que les coûts directs de la réglementation sont plus élevés au Canada que dans les autres pays dont les pratiques de marché sont assez semblables.

### 3.5 UNE COMMISSION UNIQUE PERMETTRAIT-ELLE DE RÉDUIRE LES COÛTS ?

L'argument de la réduction des coûts provient essentiellement de l'analyse de Charles Rivers Associates (2003) qui présente plusieurs limites importantes:

- On analyse ensemble des structures très différentes, dont les responsabilités sont diverses (provinces, États, pays)
- On mesure l'activité en termes de valeurs mobilières par le PNB. C'est particulièrement incorrect aux États-Unis, où le PNB des États est compris dans celui du pays. Il est connu que le PNB n'est pas proportionnel à l'activité de valeurs mobilières ni à la capitalisation.
- Une seule mesure des différences de coûts des facteurs est prise en compte, soit le coût de la vie.
- La relation entre l'activité et le coût direct de la réglementation est considérée comme linéaire, ce qui n'est certainement pas le cas.

L'élément principal est cependant le suivant. Les économies dont il est question dans le rapport du Wise Persons' Committee, soit 46,6 millions de dollars par année, sont associées à un modèle où l'activité de réglementation et de surveillance des valeurs mobilières est quasiment absente de toutes les provinces, hors l'Ontario. Le tableau 13, qui est une sommation des postes des tableaux 19 et 20 de l'étude Charles Rivers Associates l'illustre clairement :

**Tableau 13** Les coûts de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, suivant le modèle de Charles Rivers Associates (tableaux 19 et 20).

	Réelles	Nouveau régime	Économies
Tout le Canada	127,8		46,6
Siège de l'Ontario		70,2	
Division de l'Alberta		2	
Division de la Colombie-Britannique		2,8	
Division du Manitoba		1,4	
Division de la Nouvelle-Écosse		1,2	
Division du Québec		3,6	

Le Québec disposerait donc de 3,6 millions de dollars, pour assurer ses responsabilités restantes en termes de valeurs mobilières. Ceci ne permet que de maintenir une activité minimale. Environ 90 % de l'activité actuelle serait éliminée.

Le schéma qui permet les économies revendiquées dans le rapport du Wise Persons' Committee **consiste à éliminer en pratique toutes les Commissions des valeurs mobilières autres que celle de l'Ontario**. Ce modèle ne correspond pas à ce qui est proposé dans le cadre du rapport, qui évoque le maintien d'activités importantes localement et l'utilisation de l'expertise des provinces. Selon l'étude de Charles Rivers Associates, l'Ontario assume la quasi-totalité de la réglementation des valeurs mobilières au Canada grâce à une augmentation de 14 millions de dollars des dépenses de fonctionnement de la Commission, par rapport à la situation qui prévalait antérieurement. Ceci paraît peu réaliste.

### 3.6 CONCLUSION

L'analyse de la dimension des coûts réglementaires indique qu'il existe peu d'évidence à l'effet que la structure de réglementation actuelle induit des coûts significatifs pour les investisseurs et même pour les émetteurs. Les coûts directs provoqués par les organismes de réglementation sont inférieurs à ceux encourus dans les autres pays, dès qu'on les exprime sur la base du nombre d'émetteurs assujettis. Enfin, les évidences à l'effet qu'une commission unique permettrait des économies importantes semblent peu convaincantes.

## 4 CONCLUSION

Nous avons documenté, dans la première partie, que le marché canadien était, de fort loin, celui qui offrait aux sociétés en croissance les meilleures possibilités de financement initial, d'entrée en Bourse et de financements subséquents. Les coûts directs des émissions sont inférieurs à ceux qui prévalent aux États-Unis à taille de placement égale, les délais sont plus courts que ceux observés aux États-Unis et surtout, le coût du financement des petits émetteurs, mesuré par le rendement réalisé par les investisseurs est favorable aux émetteurs. Ces caractéristiques du marché offrent aux émetteurs une espérance de vie à l'émission largement plus élevée que celle qui a été observée pour des émissions de sociétés plus matures dans d'autres pays, et notamment aux États-Unis. Des améliorations sont certainement possibles, mais il est difficile de défendre que la structure de réglementation qui prévaut a été un obstacle au développement

de solutions adaptées au financement des sociétés en croissance. Les experts mandatés par le Comité ont mis de l'avant l'importance d'agir pour réduire le coût de financement des entreprises. Nous avons montré que celui-ci était, dans l'ensemble identique à celui des États-Unis. Pour les émetteurs, il semble anormalement favorable, surtout dans le cas des sociétés en croissance.

Nous avons analysé la position concurrentielle du Canada. Il faut en premier lieu reconnaître que le marché Canadien n'est pas un marché de grandes capitalisations. A la fin de 2006, 73 % des 60 titres canadiens les plus capitalisés sont également inscrits aux États-Unis et le pourcentage des échanges effectués dans ce pays augmente régulièrement. Le marché canadien est donc essentiellement dévolu aux titres de moyenne et de faible capitalisation. La suggestion du Comité de mettre en place un système de réglementation basé sur des principes, pour imiter l'AIM et attirer des émetteurs étrangers mérite l'analyse. Elle présente toutefois le risque important d'exclure du marché un grand nombre d'émetteurs canadiens. Par ailleurs, les conditions économiques et géographiques qui président à la concurrence entre les marchés ne semblent pas être favorables au Canada. Les experts mandatés par le Comité déconseillent par ailleurs l'implantation au Canada d'un système inspiré de l'AIM pour l'inscription des nouveaux émetteurs.

En matière d'application de la Loi, de nombreux facteurs autres que la structure de la réglementation des valeurs mobilières peuvent expliquer que la performance canadienne soit inférieure aux attentes. Les experts consultés par le Comité ont produit des rapports dans lesquels ils évoquent de multiples avenues de solution. La centralisation des commissions des valeurs mobilières est certes l'une des avenues suggérées, mais elle n'est pas la seule et ne semble même pas être la principale.

## BIBLIOGRAPHIE

- Adjei, F., K. B. Cyree and M. M. Walker (2007). The Determinants and Survival of Reverse Mergers versus IPOs. Working Paper, FMA Meeting Orlando, October, <http://www.fma.org/Orlando/Papers/ReverseMergers.pdf>
- Amihud, Y. and H. Mendelson (2000). "The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital." Journal of Applied Corporate Finance 12(4): 8-25.
- Anand, A. and P. Klein (2003). The Costs of Compliance in Canada's Securities Regulatory Regime. Research Study Prepared for the Wise Persons' Committee [http://www.wise-averties.ca/reports/WPC\\_11.pdf](http://www.wise-averties.ca/reports/WPC_11.pdf)
- Bancel, F. and C. R. Mittoo (2001). "European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings." European Financial Management 7(2): 213-236.
- Bhattacharya, U. (2006). Enforcement and Its Impact on Cost of Equity and Liquidity of the Market. Research Study Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, <http://ssrn.com/abstract=952698>
- Botosan, C. A. (1997). "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital." Accounting Review 72(3): 323-349.
- Bradley, D. J., John W. Cooney Jr, S. D. Dolvin and B. D. Jordan (2006). "Penny Stock IPOs." Financial Management (Spring): 5-29.
- Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret (2005). The Costs of Issuing Private versus Public Equity. CIRANO Working Paper 2005s-14 29 p.
- Carpentier, C., J.-F. L'Her, S. Smith and J.-M. Suret (2007). Risk, Timing and Overoptimism in Seasoned Equity Offerings: an Analysis of Private vs Public issues. Working Paper
- Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret (2007b). Competition and Survival Among Stock Exchanges : Some Lessons from Canada. Canadian Law and Economics Association Annual Meeting, Toronto, September
- Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret (2007c). Is the Long-Run Performance of Cross-Listed Firms Anomalous? Working Paper
- Carpentier, C. and J.-M. Suret (2007). The Survival and Success of Penny Stock IPOs: Canadian Evidence. Canadian Law and Economics Association Annual Meeting Toronto, September
- Charles River Associates (2003). Securities Enforcement in Canada: The Effect of Multiple Regulators. Research Study Prepared for the Wise Persons' Committee [http://www.wise-averties.ca/reports/WPC\\_10.pdf](http://www.wise-averties.ca/reports/WPC_10.pdf)
- Claus, J. and J. Thomas (2001). "Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets." The Journal of Finance 56(5): 1629-1666.
- Cleary, S., K. Ker and J. Schmitz (2002). "Transaction Costs for TSE Listed Stocks." Canadian Investment Review(Spring): 20-26.
- Coffee, J. C. (2002). "Racing Towards The Top?: The Impact of Cross-listing and Stock Market Competition On International Corporate Governance." Columbia Law Review 102(7): 1757-1832.
- Coffee, P. (2007). Canadian Position in a Globalizing World of Securities Markets. Presentation, Lac Meech, 19 juin
- Crawford Panel (2007). One Year on: Seeing the way Forward. Document <http://www.crawfordpanel.ca/OneYearOn.pdf>

- de C. Cory, P. and M. L. Pilkington (2006). Critical Issues in Enforcement. Research Study Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada [http://www.tfmsl.ca/docs/V6\(4\)%20CoryPilkington.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/V6(4)%20CoryPilkington.pdf)
- Demers, E. A. and P. Joos (2006). "IPO Failure Risk." Journal of Accounting Research 45(2): 333-371.
- Derrien, F. and A. Kecskes (2007). "The Initial Public Offerings of Listed Firms." The Journal of Finance, 62(1): 447-479.
- DiNoia, C. (2001). "Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access." European Financial Management 7(1): 39-72.
- Doidge, C., G. A. Karolyi and R. Stulz (2007). Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time. Fisher College of Business Working Paper No. 2007-03-012
- Domowitz, I., J. Glen and A. Madhavan (2001). "Liquidity, Volatility, and Equity Trading Costs Across Countries and Over Time." International Finance 4(2): 221-255.
- Errunza, V. R. and D. P. Miller (2000). "Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets." The Journal of Financial and Quantitative Analysis 35(4): 577-600.
- Fama, E. F. and K. R. French (2004). "Newly Listed Firms: Fundamentals, Survival Rates, and Returns." Journal of Financial Economics 73(2): 229-169.
- Ford, C. L. (2005). "Toward a Reform-Minded Model for Securities Law Enforcement." Administrative Law Review 57(3): 575.
- Goldman Sachs (2007). "Is Wall Street Doomed?" Global Economics Weekly 07/06(Feb. 14).
- Hail, L. and C. Leuz (2006). "International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?" Journal of Accounting Research 44 (3): 485-531.
- He, Z. and L. Kryzanowski (2007). "Cost of equity for Canadian and U.S. sectors." The North American Journal of Economics and Finance In Press.
- Jackson, H. (2006). Regulatory Intensity in the Regulation of Capital Markets: A Preliminary Comparison of Canadian and U.S. Approaches. Research commandited by the Task Force to the modernize Securities Legislation in Canada (in Vol VI) 75-130 [http://www.tfmsl.ca/docs/Volume6\\_en.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/Volume6_en.pdf)
- Karolyi, G. A. (2006). "The World of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom." Review of Finance 10(1): 99-152.
- King, M. and D. Segal (2005). Are There Longer Horizon Benefits to Cross-Listing?: Untangling the Effects of Investor Recognition, Trading and Ownership. Working Paper, Bank of Canada [http://www.wlu.ca/documents/11189/kingsegal\\_investorstrading051115.pdf](http://www.wlu.ca/documents/11189/kingsegal_investorstrading051115.pdf)
- Kooli, M. and J. M. Suret (2003). "How Cost-Effective are Canadian IPO markets." Canadian Investment Review 16(4): 20-28.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer (2006). "What Works in Securities Laws?" The Journal of Finance 61(1): 1-32.
- Le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada (2006). Le Canada s'engage. Rapport final [http://www.tfmsl.ca/index\\_fr.html#](http://www.tfmsl.ca/index_fr.html#)
- Lee, I., S. Lochhead, J. Ritter and Q. Zhao (1996). "The Costs of Raising Capital." Journal of Financial Research 19(1): 59-74.

- Levi, M. (1986). "Reforming the Criminal Fraud Trial: An Overview of the Roskill Proposals." Journal of Law and Society 13(1): 117-130.
- Loomis, T. (2000). "Securities Reform: What Went Wrong?" New York Law Journal. October.
- McKinsey & Company (2006). Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership. Report commandited by New-York's Mayer and Senator Schumer  
[http://www.senate.gov/~schumer/SchumerWebsite/pressroom/special\\_reports/2007/NY\\_REPORT%20\\_FINAL.pdf](http://www.senate.gov/~schumer/SchumerWebsite/pressroom/special_reports/2007/NY_REPORT%20FINAL.pdf)
- Mittoo, U. R. (2003). "Globalization and the value of US listing: Revisiting Canadian evidence." Journal of Banking and Finance 27(9): 1629-1661.
- Nicholls, C. (2006). The Characteristics of Canada's Capital Markets and the Illustrative Case of Canada's Legislative Regulatory Response to Sarbanes-Oxley Research Study Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada  
[http://www.tfmsl.ca/docs/Volume4\\_en.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/Volume4_en.pdf)
- Portes, R. and H. Rey (2005). "The Determinants of Cross-border Equity Flows." Journal of International Economics 65(2): 269-296.
- Ritter, J. R. (2004). Some Factoids About the 2003 IPO Market. Working paper  
[http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work\\_papers/IPOs2003.pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/IPOs2003.pdf)
- Ritter, J. R. (2006). Some Factoids About the 2005 IPO Market. Working Paper  
<http://bear.cba.ufl.edu/ritter>
- Rousseau, S. (2006). The Competitiveness of Canadian Stock Exchanges: What Can We Learn from the Experience of the Alternative Investment Market? Research Study Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada  
[http://www.droitdesaffaires.ca/pdf/canadian\\_se.pdf](http://www.droitdesaffaires.ca/pdf/canadian_se.pdf)
- Sarkissian, S. and M. J. Schill (2004). "The Overseas Listing Decision: New Evidence of Proximity Preference." Review of Financial Studies 17(3): 769-809.
- The Conference Board of Canada (2007). How Canada Performs: A Report Card on Canada. Report 154 p.
- Weiss, E. J. (2001). "Pleading Securities Fraud." Law and Contemporary Problems 64(2/3): 5-52.
- Wise Person Comittee (2003). It's Time. Report to the Minister of Finance, Government of Canada Ottawa 97 p.
- Witmer, J. and L. Zorn (2007). Estimating and Comparing the Implied Cost of Equity for Canadian and U.S. Firms. Working Paper 2007-08, Bank of Canada, September  
<http://www.bank-banque-canada.ca/en/res/wp/2007/wp07-48.pdf>