



**Notes pour une allocution de la ministre des Finances  
devant le Cercle de la finance internationale de Montréal  
Montréal  
17 septembre 2007**

**LA VERSION LUE FAIT FOI**

Bonjour à tous.

J'ai accepté avec plaisir l'occasion qui m'a été offerte de prendre la parole devant vous, membres et invités du Cercle de la finance internationale de Montréal.

Je veux aborder deux sujets avec vous aujourd'hui.

Premièrement, je vais brièvement faire le point sur la situation économique et le chemin parcouru depuis 2003 par notre gouvernement.

Deuxièmement, je vais aborder la question de la réglementation des valeurs mobilières dans le contexte de l'entrée en vigueur prochaine du régime de passeport canadien.

\*\*\*

**Une économie en meilleure santé**

Notre gouvernement a posé plusieurs gestes depuis 2003 pour stimuler la création d'emplois ainsi que la création de richesse.

- Nous avons réduit les impôts des particuliers.
- Nous avons allégé le fardeau fiscal des entreprises.
- Nous avons relancé les travaux majeurs dans le secteur hydroélectrique.
- Nous avons sensiblement accru nos investissements dans les infrastructures publiques.
- Nous avons assaini les finances publiques.

Les actions du gouvernement donnent des résultats.

- Le taux de chômage est passé de 9,3 % à 7 %, son niveau le plus bas depuis 33 ans.
- Le taux d'emploi a atteint un sommet historique à 61,1 %. Il n'y a jamais eu autant de Québécois au travail.
- Il y a 57 000 personnes de moins à l'aide sociale.

Robert Bourassa a dit avec justesse « qu'un peuple économiquement pauvre peut toujours avoir une histoire mais il n'aura jamais d'avenir ». Une condition essentielle pour assurer une croissance soutenue à long terme est d'avoir des finances publiques saines. Cela a été ma priorité depuis que j'ai assumé la présidence du Conseil du trésor en 2003 et cela demeure ma priorité.

En mai dernier, j'ai déposé un budget où la rigueur et la transparence étaient à l'honneur. Je l'ai fait en pensant aux Québécois qui travaillent tous les jours et qui nous permettent de nous offrir des services publics de qualité.

Il s'agissait d'un budget en six points. Les quatre premiers traduisent notre politique fiscale en gestes concrets.

- Premièrement, ce budget valorise le travail. J'ai annoncé que les impôts seront réduits de près de un milliard de dollars dès le 1<sup>er</sup> janvier prochain, principalement pour la classe moyenne. Les Québécois ne sont plus les citoyens les plus taxés en Amérique du Nord.
- Deuxièmement, je m'attaque à la dette avec fermeté. Les exportations d'électricité nous permettront bientôt de porter à un milliard de dollars par année nos versements au Fonds des générations.
- Troisièmement, je favorise l'investissement privé pour créer des emplois dans toutes les régions. J'ai annoncé une réduction accélérée de la taxe sur le capital qui sera complètement éliminée après le 31 décembre 2010. Nous passons d'une fiscalité qui pénalise l'investissement, à une fiscalité qui le récompense.
- Quatrièmement, je fais de notre administration un exemple de transparence. Je me suis entendu avec le Vérificateur général du Québec pour revoir les conventions comptables du gouvernement.

Les deux autres points visent à recentrer le rôle de l'État sur ses missions premières et à moderniser nos approches de gestion.

C'est ainsi, et c'est mon cinquième point, que les actions du gouvernement sont recentrées sur les deux grandes priorités des Québécois, la santé et l'éducation. J'ai annoncé la rétrocession au secteur privé de cinq services gouvernementaux et l'abolition supplémentaire sur trois ans de 3 800 postes de la fonction publique. C'est plus de 7 000 postes dans la fonction publique qui auront été abolis depuis 2003.

Sixièmement, j'ai prévu plus de 30 milliards de dollars d'investissements dans nos infrastructures sur cinq ans. Nous allons rénover nos écoles et nos hôpitaux et réparer nos routes. Nous léguerons à nos enfants des infrastructures publiques en bon état.

Une part importante de ces investissements sera réalisée en ayant recours à la formule des partenariats public-privé, ce qui intéressera le secteur financier.

Au sujet des PPP, je suis fière de noter au passage que :

- L'Entente de partenariat pour l'autoroute 25, y compris le financement, sera annoncée au cours des prochains jours.
- Neuf consortiums ont soumis leur candidature la semaine dernière pour la réalisation du CHSLD Saint-Lambert.
- Les appels de qualification pour la réalisation du nouveau centre hospitalier du CHUM, du Centre de recherche du CHUM et du Campus Glen du CUSM ont été publiés. Les candidatures seront déposées les 10 et 12 octobre prochain.

Le *momentum* est là. Beaucoup d'autres projets suivront. La réalisation de ces projets exigera des compétences en ingénierie financière et en gestion des risques. J'encourage le secteur financier québécois à devenir des participants actifs dans ce secteur de pointe et à rayonner ailleurs, au Canada et à travers le monde.

\*\*\*

## **L'interdépendance des marchés des capitaux**

Je veux maintenant aborder le sujet principal de mon allocution : la réglementation de l'industrie canadienne des valeurs mobilières.

La crise de liquidité du marché du papier commercial adossé à des créances illustre de façon brutale l'interdépendance des marchés des capitaux.

Cette crise de liquidité trouve son origine aux États-Unis, notamment dans le marché des « subprime », c'est-à-dire des titres adossés à des hypothèques à haut risque. Le phénomène s'est vite répandu à travers le monde.

Le Canada n'a évidemment pas été épargné. Au Canada, le marché du papier commercial adossé à des créances est évalué à 120 milliards de dollars. De ce montant, 85 milliards proviennent des conduits bancaires et 35 milliards des conduits non bancaires.

La Proposition de Montréal du 16 août 2007 qui prévoit une période de « stand still » de 60 jours devrait donner au marché le temps de rétablir un équilibre et permettre ainsi une solution ordonnée au problème de liquidité du papier commercial. À cet égard, je crois qu'il faut signaler le leadership de la Caisse de dépôt et placement du Québec qui a permis de concrétiser cette proposition.

In this context, you will readily understand my surprise when I read the headline of the Globe & Mail Report on Business of September 10, 2007 and Canada's Finance Minister Jim Flaherty assertion that "we'd be better equipped going forward to respond and act in response to these types of events with one common securities regulator in Canada".

My problem with this statement is not the fact that Mr Flaherty said it (he represents the Toronto area). My real problem is that the statement is misleading. There is no link between a single securities regulator in Canada and the commercial paper liquidity crisis.

The idea that a single Canadian securities regulator would significantly improve the efficiency and competitiveness of Canadian capital markets is an enduring myth. The recent impetus to push for its adoption stems in large part, in my opinion, to the competitive pressure US stock exchanges put on the Toronto Stock Exchange and the financial industry in Ontario. The data tells the story:

- In 1990, 18 of the 60 largely capitalized Canadian stock were interlisted with a US exchange. This had increased to 70% in 2003 and is still growing since then.
- The proportion of transactions on Canadian interlisted stocks for which more than 50% of the volume is done in the United States has increased from 28% in 1990 to 55% in 2006.

Clearly, the Toronto Stock Exchange and the financial industry in Ontario are under pressure. But in my opinion, a single regulator is not the answer to the challenges that lie ahead.

Several proposals have been made in recent years to overhaul the Canadian securities regulatory system. They embody either one of two competing views of the preferable securities regime. The first model is a single regulator, which is espoused by Ontario, Jim Flaherty and his federal government officials and several leaders of the Canadian securities industry. The second model is the "passport" or "principal regulator" system that makes best use of the existing provincial regulatory institutions as the cornerstone of a pan-canadian harmonized regulatory system. All provinces, except Ontario, support the passport model as well as many leaders of the industry.

Je suis bien consciente que plusieurs leaders du secteur financier québécois ont signé des rapports appuyant le concept d'un organisme de réglementation canadien centralisé et que plusieurs d'entre vous voient cette évolution comme étant inéluctable, les pressions politiques de certains milieux influents étant très fortes. C'est précisément pourquoi ce débat doit sortir des milieux spécialisés afin d'échapper à la pensée unique. Les conséquences sont trop importantes pour que l'on continue de faire fi des faits et des données empiriques.

## La structure du système réglementaire au Canada et aux États-Unis

Plusieurs tenants d'un organisme de réglementation centralisé comparent l'image d'un système canadien d'un passé longtemps révolu à celle tout à fait idyllique et tronquée d'un système américain parfait. La réalité ayant ses droits, voyons quelques faits :

- Le système canadien :

Plusieurs mesures ont été prises au cours des dernières années pour améliorer l'efficacité du système réglementaire au Canada. Les technologies de l'information et un cadre réglementaire adapté ont permis d'instaurer des systèmes et des pratiques qui sont véritablement pancanadiennes et qui ont éliminé beaucoup de fonctions qui étaient remplies localement par chaque commission des valeurs mobilières dans le passé. C'est ainsi que nous avons aujourd'hui :

- SEDAR, le système électronique de dépôt des documents.
- SEDI, le système électronique pour les rapports d'initiés.
- NRS, le système d'inscription canadien.
- NRD, le répertoire du système d'inscription canadien.
- MRRS, le système de reconnaissance mutuelle.
- L'adoption et la mise en vigueur de 25 instructions générales nationales et de 24 politiques nationales concernant des aspects clés tels les exigences pour les prospectus, la réglementation des fonds mutuels, les émissions de droits, la réglementation des offres d'achat, les dispenses de prospectus et d'inscription, les exigences de divulgation continues, etc...

Le Québec fait figure de leader dans l'adoption de ces règles harmonisées à l'échelle canadienne qui font en sorte que pour l'émetteur et les courtiers et autres personnes inscrites, il y a eu une nette diminution de la complexité réglementaire. L'adoption en décembre 2006 de la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières* nous a donné la flexibilité requise pour compléter la mise en œuvre du système de passeport canadien et l'harmonisation de la réglementation.

Toutes les provinces canadiennes, sauf l'Ontario, se sont engagées à mettre en place la phase II du régime de passeport d'ici la fin de 2008. Ce régime de passeport pancanadien fournira à chaque émetteur, courtier et personne inscrite, un guichet unique d'accès au marché canadien. Cette réforme, dont la mise en vigueur est imminente, n'est pas banale.

- Le régime de passeport permettra à un émetteur d'accéder au marché des capitaux à travers le Canada en ne transigeant qu'avec l'autorité en valeurs mobilières de sa juridiction principale et en ne se conformant qu'aux règles d'accès de celle-ci.
- De même, le courtier ou le représentant qui voudrait faire affaire partout au Canada n'aura qu'à s'inscrire auprès de l'autorité de sa juridiction principale; seules les règles d'inscription de cette juridiction s'appliqueront alors.

Soyons bien clair, sous ce régime, un visa octroyé par l'Autorité des marchés financiers permettra à un émetteur du Québec d'effectuer son placement, partout au Canada, sans avoir à y obtenir un autre visa, sauf pour le moment en Ontario.

Looking ahead, it is obvious to practitioners and observers that the passport system initiative is causing a profound transformation of our securities regulatory system. The benefits accruing from implementation of the first phase are recognized by industry participants. The Crawford Panel Report is eloquent on the subject.

"Participants at every roundtable commented that while the passport system will not achieve all of the benefits of a single regulator, it is nevertheless an important initiative and should be permitted to reach its full potential... For the passport system to reach its full potential they said, Ontario's participation is mandatory. Most roundtable participants remarked that they do not view the passport system and our proposed CSC as diametrically opposed alternatives."

This momentum and the experience gained with phase one are sustaining the drive to implement the second phase. Beginning in early 2008, phase two of the passport

system will enhance the single-window concept of securities regulation by allowing participants to access capital markets across Canada by dealing only with the regulator in one jurisdiction. Participants will be able to clear a prospectus, register as a dealer or adviser, or obtain a discretionary exemption from the regulator in their home province or territory and have it apply in all other jurisdictions. The second phase also ensures public companies are subject to only one set of harmonized continuous disclosures requirements.

The Crawford Panel recommends that Ontario become a Signatory to the MOU. This simple action would deliver additional economies to issuers across Canada in a very short time without closing the door on further improvements. One would hope that the Minister of Finance of Canada would use his influence to encourage Ontario to heed to this sound advice. It is unfortunate that Ottawa's energy is now geared to disrupt a process which is already yielding considerable benefits to Canadians and our economy.

Let's be clear: the passport system builds on what already works. It will eliminate the remaining duplication of administrative tasks just as effectively as a single regulator. It will do it faster, at a lower cost, and all without the kind of constitutional dispute we can all do away with.

J'entends déjà certains rétorquer, oui mais une seule commission des valeurs mobilières, ce serait tellement plus rationnel, plus cohérent, comme.....aux États-Unis. Ignorance ou mauvaise foi, je ne saurais dire. Mais, la réalité est celle-ci :

- Aux États-Unis, contrairement à un mythe bien entretenu, la majorité des États ont leur propre agence de réglementation des valeurs mobilières. Le système américain est beaucoup moins centralisé qu'il n'y paraît.
- En plusieurs occasions, les autorités d'un État ont agi plus rapidement et plus efficacement que l'agence centrale, la Securities and Exchange Commission (SEC), par exemple, pour corriger les abus chez les analystes financiers ou pour mettre fin à des pratiques douteuses des fonds mutuels. Un des grands scandales des années 1980, les agissements frauduleux de dirigeants de la Prudential-Bache, a été mis à jour grâce à la ténacité des commissions des valeurs mobilières de certains États américains, et ainsi de suite.



- La SEC n'a pas épargné les Américains et autres investisseurs des débâcles d'Enron, de Global Crossing, de Tyco, et plus récemment de la crise des « subprime ».

En fait, la comparaison détaillée des systèmes de réglementation des valeurs mobilières canadien et américain fait ressortir le paradoxe suivant : le système canadien actuel, sans commission fédérale ou nationale, est plus uniforme et mieux harmonisé que le système américain.

### **La protection des épargnants**

L'objectif principal de la réglementation du commerce des valeurs mobilières est d'assurer la protection des épargnants. Il est significatif que les propositions visant à remplacer le système actuel ne sont pas appuyées sur des analyses comparatives rigoureuses de la performance du système canadien par rapport à d'autres juridictions. La perfection n'étant pas de ce monde, on ne peut accepter la chimère d'un système parfait comme étalon de comparaison. La question est de savoir où nous nous classons à l'échelle mondiale.

Justement, il appert que ces comparaisons sont extrêmement favorables au Canada.

- En 2006, une étude de la Banque mondiale et Lex Mundi ont classé le Canada au 3<sup>ième</sup> rang mondial en terme de protection des épargnants. Les États-Unis étaient classés au 7<sup>ième</sup> rang et le Royaume-Uni au 9<sup>ième</sup> rang.
- Dans son rapport de 2006, l'OCDE a classé le Canada au 2<sup>ième</sup> rang en termes de qualité de la réglementation des valeurs mobilières, devançant les États-Unis (4<sup>ième</sup>), le Royaume-Uni (5<sup>ième</sup>) et l'Australie (7<sup>ième</sup>).

Cherchez l'erreur ! Il est surprenant qu'avec de tels résultats, les gouvernements fédéral et de l'Ontario continuent de dénigrer le système réglementaire canadien tant à l'intérieur de nos frontières qu'à l'étranger. C'est ce que j'appelle se tirer dans le pied.

## **Trois mythes au sujet de la compétitivité du marché canadien des actions des sociétés**

Je veux répondre aujourd'hui à trois mythes au sujet de la compétitivité du marché canadien des actions des sociétés qui sont véhiculés par les promoteurs d'une commission unique des valeurs mobilières.

Ces trois mythes sont les suivants :

- 1) Notre système de réglementation est plus lourd et plus coûteux.
- 2) Notre système de réglementation s'accompagne de coûts de financement supérieurs pour les entreprises.
- 3) Une commission unique réduirait les coûts de transaction sur le marché secondaire.

Je vais reprendre chacun de ces mythes.

### **Premier mythe, le coût supérieur de notre système de réglementation**

Dans un récent discours, le ministre fédéral des Finances affirme : "that the benefits of moving to a Common Securities Regular will save money and give all regions a real say". Il ajoute:

"A Common Securities Regulator would better serve our common interest by having a structure that would allow all regions of the country to participate in market regulation in a more meaningful and constructive way. By having a structure that would ensure broad and equal participation by all provinces and territories (13 commissions), with a strong on-the-ground presence in all regions with local expertise that would respond to regional needs."

Maintenant qu'en est-il des faits ? En 2002, les coûts directs de réglementation par million de capitalisation étaient de 145,80 \$ au Canada comparativement à 141,90 \$ pour les organismes fédéraux de réglementation aux États-Unis seulement. Ajoutez à

cela les coûts des organismes de réglementation de chaque État, et la situation est largement favorable au Canada.

Comment peut-on prétendre sérieusement qu'une structure dotée d'une organisation forte dans chaque province, en plus d'un siège social à Toronto ou à Ottawa responsable de diriger et de coordonner 13 bureaux régionaux, va résulter en une structure de coût moins onéreuse que le système actuel décentralisé ?

### **Deuxième mythe : des coûts de financement supérieurs au Canada**

Les principaux facteurs qui déterminent les coûts de financement sont de trois ordres. Premièrement, la rémunération des courtiers ; deuxièmement, les coûts liés aux frais légaux, aux honoraires et à la préparation du prospectus ; et troisièmement, la sous-évaluation initiale du prix des actions.

Les résultats des études empiriques sont éloquentes. Ces résultats démontrent que le coût direct total moyen d'une émission canadienne de petite taille (un à 10 millions de dollars US) 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 US) est similaire dans les deux pays.

Encore une fois, les faits contredisent les promoteurs d'une commission unique des valeurs mobilières.

### **Troisième mythe : Une commission unique réduirait les coûts de transaction sur le marché secondaire**

La liquidité du marché secondaire des actions de sociétés est un facteur déterminant du coût du capital-actions. Cette dimension est extrêmement importante car les décisions d'investissement dépendent du coût du capital.

Les données empiriques dressent un portrait préoccupant pour qui s'intéresse à la compétitivité du marché des capitaux canadiens. Par exemple, une étude récente a comparé les coûts de transaction pour les actions d'une société inscrite au TSX et à

une Bourse américaine. Les résultats sont à l'effet que les coûts de transaction au Canada étaient de 52,4 points de base comparativement à 38,1 aux États-Unis.

Or, cette situation désavantageuse pour le marché canadien ne résulte pas du système réglementaire actuel. Il y a fort à parier qu'une agence centralisée aurait plutôt tendance à exacerber le problème par une bureaucratie plus lourde.

Le véritable problème est le faible degré de concurrence sur le marché canadien. Soulignons que les grandes banques canadiennes contrôlent à elles seules environ 85 % du marché des fonds commun de placement.

D'ailleurs, je note avec intérêt qu'il a fallu la menace de marchés compétitifs alternatifs (Pure Trading, Instinet et Alpha) au Canada pour que le TSX annonce la mise au point de Quantum, un système de transaction plus rapide. Ici comme ailleurs, la réponse à plusieurs déficiences du marché des capitaux canadiens ne passe pas par des chambardements de l'architecture du système de réglementation des valeurs mobilières mais par une concurrence accrue au sein de l'industrie.

### **Éléments d'un plan d'action**

Personne n'est plus déterminée que je ne le suis à favoriser le développement et l'efficience de nos marchés des capitaux et du secteur financier au Québec et au Canada. Une seule et unique commission des valeurs mobilières canadienne n'est pas le vivifiant que l'on prétend, et ce n'est pas ce dont nous avons besoin. Nous devons axer tous nos efforts vers la résolution des vrais problèmes.

Je propose un plan d'action en trois points :

1. Poursuivre résolument et mettre en vigueur la phase II du régime de passeport pancanadien.
2. Renforcer les moyens de sanctionner les délits aux lois sur les valeurs mobilières, ce qu'on appelle l'*enforcement* ;
3. Renforcer la position de Montréal dans le secteur des produits dérivés.

La phase II du régime de passeport sera complétée en 2008. Je présenterai à l'Assemblée nationale diverses mesures d'harmonisation au cours des prochains mois. Je souhaite toutefois que l'Ontario entende raison et emboîte le pas à toutes les autres provinces dans l'intérêt de tous.

Le deuxième point de ce plan d'action, soit le renforcement des moyens de sanctionner les délits, est fort important. Plusieurs intervenants et observateurs estiment que les organismes de réglementation du Canada ont failli à la tâche en ce domaine. Et ils ont raison.

Étant donné que ces crimes économiques sont de nature criminelle, le gouvernement fédéral a la responsabilité constitutionnelle en la matière dont il ne s'acquitte pas nécessairement avec la diligence requise.

Je note toutefois avec satisfaction que des gestes concrets ont été posés récemment. En effet, à la fin de 2003, les Équipes intégrées de la police des marchés financiers (EIPMF) ont été établies à Toronto, à Vancouver et à Montréal. Contrairement à la situation qui a prévalu aux États-Unis et au Royaume-Uni, la création d'une telle entité a cependant été tardive au Canada, ses moyens semblent être limités et son fonctionnement encore en période de rodage.

En octobre 2006, les ministres de la Justice des provinces et du fédéral ont créé un groupe de travail chargé de recommander des mesures pour renforcer les moyens de poursuivre les fraudes dans le domaine des valeurs mobilières. Louis Dionne du Québec est co-président de cet important Groupe de travail dont le rapport final sera déposé au mois de novembre prochain.

Au Québec, les événements CINAR et Norbourg, pour ne nommer que ceux-là, ont laissé des marques et des ajustements s'imposent. En Ontario, le dénouement récent de l'affaire Bre-X en a déçu plusieurs.

Au niveau canadien, j'ai proposé à mes collègues ministres d'examiner l'opportunité de créer un tribunal unique au Canada dans le secteur des valeurs mobilières. Il s'agit de séparer les fonctions d'encadrement des fonctions quasi-judiciaires des commissions de valeurs mobilières.

L'objectif d'une telle démarche est de renforcer les fonctions quasi-judiciaires en établissant un système de tribunal commun qui contribuerait à améliorer la lutte aux fraudeurs au Canada.

Le troisième point du plan d'action vise à renforcer la position de Montréal dans le secteur des produits dérivés.

Comme vous le savez sans doute, l'entente d'exclusivité des transactions sur les produits dérivés accordée à la Bourse de Montréal prendra fin en mars 2009. Depuis plusieurs mois, la Bourse de Toronto a à maintes reprises signifié son intention d'effectuer un retour dans le négoce des produits dérivés. Cela a donné naissance à plusieurs rumeurs au sujet de l'avenir des Bourses canadiennes. Une éventuelle fusion entre les Bourses de Montréal et de Toronto a notamment été largement évoquée.

Soyons clair : Montréal doit conserver sa place boursière et son expertise dans le secteur des produits dérivés. Je crois fermement qu'il faut tabler sur l'énorme potentiel que représente le marché des produits dérivés pour poursuivre le développement de Montréal comme place financière. Avec une croissance composée annuelle de l'ordre de 26 % au cours des cinq dernières années, on comprend aisément pourquoi son rayonnement déborde les frontières du Canada.

Je tiens à féliciter les autorités de la Bourse de Montréal, soit M. Luc Bertrand et son équipe, pour le travail extraordinaire réalisé afin de faire de Montréal une place reconnue dans le monde pour le négoce des produits dérivés.

## **Conclusion**

En conclusion, je lance un appel au ministre fédéral des Finances, Jim Flaherty, pour qui j'ai un profond respect.

D'abord, je lui demande de travailler avec nous pour améliorer le système réglementaire canadien. Sa contribution est essentielle pour convaincre l'Ontario

d'adhérer au système de passeport. Le Canada tout entier en serait gagnant. D'ailleurs, le régime de passeport a été adopté par l'Europe.

Ensuite, je demande à M. Flaherty d'accepter ma proposition d'un tribunal unique au Canada dans le domaine des valeurs mobilières. Cette proposition a été endossée par mes collègues des autres provinces qui participent au passeport. La protection des épargnants commande que l'on travaille en étroite collaboration afin que ceux qui commettent des délits soient punis.

Enfin, je demande à M. Flaherty de faire en sorte que l'esprit de l'entente de 1999 entre les places boursières canadiennes soit respecté. Montréal est et doit demeurer la place boursière canadienne des produits dérivés.

Merci de votre attention.