

LIST OF COMMENTERS

Proposed Multilateral Instrument 11-101

Principal Regulator System

Request for Comment May 27, 2005

	COMMENTER	NAME	DATE
1.	Canadian Bankers Association	Warren Law	July 26, 2005
2.	Le Conseil des fonds d'investissement du Québec	Pierre Hamel	July 27, 2005
3.	Davies Ward Phillips & Vineberg LLP	Carol Hansell	July 27, 2005
4.	Desjardins Fédération des caisses du Québec	Yves Morency	July 27, 2005
5.	Ontario Bar Association	Securities Law Subcommittee	July 27, 2005
6.	Osler, Hoskin & Harcourt LLP		July 27, 2005
7.	TSX Group	Richard W. Nesbitt	July 27, 2005
8.	ATB Financial	E. Lynne Davies	August 15, 2005
9.	Jean-Luc Bilodeau		July 2005



CANADIAN BANKERS ASSOCIATION

Box 348, Commerce Court West
199 Bay Street, 30th Floor
Toronto, Ontario, Canada M5L 1G2
www.cba.ca

Warren Law
Senior Vice-President, Corporate
Operations and General Counsel
Tel.: [416] 362-6093 Ext. 214
Fax: [416] 362-7708
wlaw@cba.ca

July 26, 2005

Mr. John Stevenson
Secretary to the Commission
Ontario Securities Commission
Suite 1903, Box 55
20 Queen Street West
Toronto, ON M5H 3S8

Dear Mr. Stevenson:

Re: Multilateral Instrument 11-101 Principal Regulator System

The Canadian Bankers Association appreciates the opportunity to make our views known regarding Proposed Multilateral Instrument 11-101 Principal Regulator System. The CBA agrees with the position of the Ontario Securities Commission as set out in the OSC Notice And Request For Comment published on May 27, 2005, not to join other members of the Canadian Securities Administrators in the publication of Proposed MI 11-101.

Like the OSC, the CBA is on record as stating that the existing fragmented system of regulation needs fundamental reform in order to improve the efficiency of Canada's capital markets, reduce regulatory costs and enhance investor protection. The way to do this is to establish a single securities regulator, and not to try to get multiple local regulators to work like a single regulator.

The Principal Regulator System takes an approach to reform that the CBA finds lacking. We have assessed the strengths and weaknesses of both a single regulator model and a passport model and we believe that even the best passport model falls short of achieving the benefits of a single regulator. For example, overlapping home and host jurisdictional rights and responsibilities will create a confusing and complex investor protection mechanism, particularly where jurisdictions have different rules, with the potential that investor protection may become even more fragmented. Similarly, we are concerned that the passport system, by maintaining the ability of individual jurisdictions to pursue their own rules, could result in a greater likelihood that regulatory differences among jurisdictions will become entrenched. The model that MI 11-101 would put in place, however, fails to meet even the standards of a well crafted passport model because it is incomplete in so many respects. For this reason we agree strongly with the OSC that the Principal Regulator System "undermines harmonization by endorsing different regulatory standards."

Indeed, one of the key concerns about MI 11-101 is that it merely substitutes one form of fragmentation for another. Currently, market participants face potentially different rules in different Canadian jurisdictions. MI 11-101 corrects this only partially, and creates an entirely new form of fragmentation. Every Canadian province or territory could host market participants who would be subject to different rules, depending on the location of their head office. While MI 11-101 introduces some limited benefits to individual market participants, it introduces additional risks for investors and does nothing to enhance the reputation and integrity of Canada's capital markets.

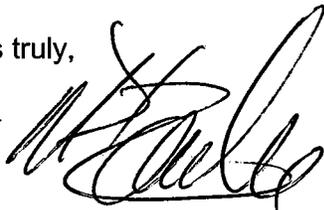
This latter point is important from an economic point of view. Canada's fragmented system of securities regulation detracts from its reputation as a destination for investment and trade. Bank of Canada Governor David Dodge has commented that international investors view the fragmented Canadian system of securities regulation in a negative light. The Economist recently described the Canadian regulatory system as "antiquated." The International Monetary Fund in its 2005 review of the Canadian financial sector, noted "...the strength and soundness of Canada's well-managed financial system" but suggested that further reforms could enhance the system's ability to benefit from a rapidly changing global environment. The Report went on to state that "adopting a single national securities regulator would help reduce compliance and administrative costs..."

It is important that Canadian capital markets remain competitive in a marketplace that is increasingly global in scope, by removing regulatory hurdles and making regulation less confusing and complex, less costly and more efficient. Unfortunately, the CSA initiative is insufficient reform.

While we appreciate the effort that provincial governments have made to streamline the existing system through regulatory harmonization and mutual recognition, it is our firm belief that this avenue of regulatory reform cannot deliver the efficient, effective, and consistent regulatory system that Canadian investors, entrepreneurs and financial services providers need and want. Furthermore, we also note that while MI 11-101 contains some positive elements that, in the absence of other reforms would be a positive step – the limited registration-related exemptions found in Part 5, for example – these measures also highlight the limited nature of the reforms that MI 11-101 produces. Not only would a single regulator effect these changes as well, it would do so in a much more comprehensive fashion, not in the restrictive fashion found in MI 11-101.

The CBA views the OSC's decision not to publish MI 11-101 for comment as a positive step. It leaves open the door to further profound changes through the development of a single securities regulator which both the Government of Ontario and the federal Minister of Finance, the Hon. Ralph Goodale, are actively working to achieve, in cooperation with their counterparts across Canada. Doing so would, we believe, create an effective and efficient structure of securities regulation that MI 11-101 cannot achieve.

Yours truly,

per 

WL/di

Le 27 juillet 2005

Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Leigh-Anne Mercier
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
P.O. Box 10142, Pacific Centre
701 West Georgia Street
Vancouver (Colombie-Britannique) V7Y 1L2

Objet : Projet de règlement 11-101 sur le régime de l'autorité principale

Nous félicitons les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) pour les efforts mis en œuvre pour déployer le projet de règlement 11-101 sur le régime de l'autorité principale.

Le Conseil des fonds d'investissement du Québec (CFIQ) représente la plupart des sociétés de fonds communs de placement, des cabinets en épargne collective du Québec et d'entreprises affiliées du secteur. Ses membres gèrent des actifs de près de 80 milliards de dollars.

Le CFIQ salue cette initiative visant l'amélioration et la simplification du fardeau administratif causé par la réglementation des valeurs mobilières. Le principe du régime de l'autorité principal est l'approche la mieux adaptée au contexte canadien pour concilier l'harmonisation, la simplification, tout en laissant une place aux initiatives locales. En soulageant l'industrie financière du fardeau administratif causé par les différentes législations, ces mesures permettent aux marchés des capitaux du Canada d'atteindre une plus grande efficacité. Tout effort de modernisation qui permet d'atteindre ce but mérite en soi d'être applaudi.

C'est pourquoi nous accueillons très favorablement ce projet et nous espérons que l'ensemble des provinces y adhérera.

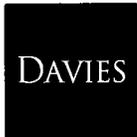
Nous vous prions d'agréer l'expression de nos sentiments les meilleurs.

ORIGINAL SIGNÉ PAR :

Pierre Hamel

Président du conseil

Conseil des fonds d'investissement du Québec



DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG LLP

44th Floor
1 First Canadian Place
Toronto Canada M5X 1B1

Tel 416 863 0900
Fax 416 863 0871
www.dwpv.com

July 27, 2005

Carol Hansell
Dir 416 863 5592
chansell@dwpv.com

John Stevenson
Secretary to the Commission
Ontario Securities Commission
20 Queen St. W., Suite 1903, Box 55
Toronto ON M5H 3S8

Re: Request for Comments – Multilateral Instrument 11-101 *Principal Regulator System* ("MI 11-101")

We appreciate the opportunity to respond to the request for public comment dated May 27, 2005 by the Ontario Securities Commission .

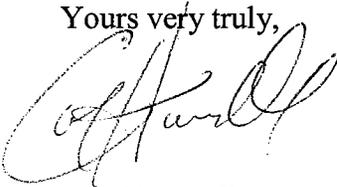
In our view, there is proven and compelling need in Canada for the harmonization of the securities regulation across the provinces and territories. We are not convinced that the passport system being proposed in MI 11-101 goes far enough in achieving that objective. While it may provide an effective means of cooperation amongst the various jurisdictions, it is designed to sustain the differences in legislative approach across those jurisdictions and the continuation of multiple securities regulatory authorities. The cost of sustaining this regime to Canadian investors and issuers far outweighs any benefit derived from being able to refine securities regulation to accommodate purely local issues. The efforts and resources of the Canadian Securities Administrators would, in our view, be better applied to the establishment of a national securities commission and the harmonization of securities laws across the country.

At the same time, we believe that the goal of easing the capital formation process by streamlining the prospectus clearance process is paramount and that, accordingly, the public interest would not be well served if Ontario were to remain separate from a passport system in which all other provinces participate. The passport system is less than ideal, but is a substantial improvement on the patchwork system of securities regulation

that currently exists in Canada. Moreover, concerns that the passport system may lead to a "race to the bottom" are mitigated by the threat of loss of access to the United States market under MJDS for those jurisdictions which begin to depart from North American standards.

Please call either me (416 863 5592) or Patricia Olasker (416 863-5551) if you would like to discuss this with us in greater detail.

Yours very truly,

A handwritten signature in cursive script, appearing to read "Carol Hansell".

Carol Hansell

CH/bab



Desjardins
Fédération des caisses
du Québec

Membre de
l'association
internationale des
banques coopératives

Membre de la
Confédération
internationale des
banques populaires

Le 27 juillet 2005

M^{re} Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Objet : Point de vue du Mouvement des caisses Desjardins sur le projet de *Règlement 11-101 sur le régime de l'autorité principale*

Madame,

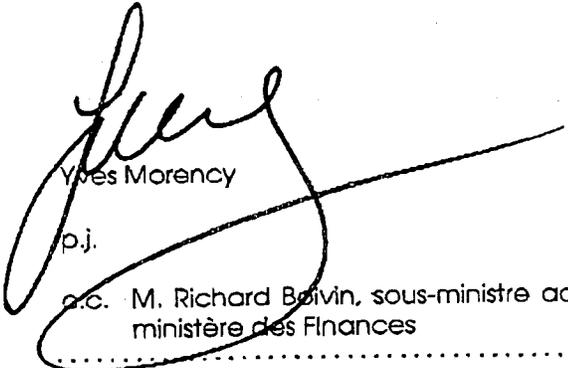
Dans un premier temps, nous tenons à réitérer l'appui du Mouvement des caisses Desjardins aux travaux des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) destinés à accroître l'efficience et l'efficacité de l'encadrement du secteur des valeurs mobilières au Canada.

Le 27 mai dernier, les ACVM publiaient le projet de *Règlement 11-101 sur le régime de l'autorité principale*. À la lumière de notre analyse du projet de règlement, nous estimons que les ACVM vont dans la bonne direction et nous sommes confiants de bientôt pouvoir compter sur un régime d'encadrement qui permettra de lever les barrières législatives et réglementaires qui limitent l'accès aux marchés des capitaux canadiens tout en assurant la protection et la confiance du public.

En ce qui a trait aux éléments plus techniques du projet de règlement, nous vous invitons à prendre connaissance du commentaire, annexé à la présente, relatif à la dispense d'inspection fondée sur la mobilité que nous souhaiterions un peu plus généreuse. À cet égard, je vous invite à communiquer avec moi si vous avez besoin d'informations complémentaires.

Veillez recevoir, Madame, mes salutations distinguées.

Le vice-président Relations gouvernementales
Mouvement des caisses Desjardins,


Yves Morency

p.j.

c.c. M. Richard Boivin, sous-ministre adjoint aux politiques relatives aux institutions financières,
ministère des Finances

Siège social
100, avenue des Commandeurs
Lévis (Québec) G6V 7N5
(418) 835-8444 - 1 866 835-8444
Télécopieur : (418) 833-5873
www.desjardins.com



ANNEXE

Commentaire du Mouvement des caisses Desjardins: relatif à la dispense d'inscription fondée sur la mobilité

La législation actuelle exige que les cabinets de courtage en épargne collective et leurs représentants soient inscrits dans toutes les provinces où ils ont des clients. Lorsqu'un client déménage dans une province où le cabinet ou le représentant n'est pas inscrit, le cabinet ou le représentant doit alors s'inscrire et assumer les frais d'inscription dans cette province ou indiquer à son client qu'ils ne pourront plus faire affaire ensemble. Les ACVM connaissent l'inconfort des cabinets vis-à-vis cette situation dans la mesure où les cabinets et les représentants n'ont pas toujours un nombre de clients suffisant dans une province pour justifier la démarche et les frais d'inscription.

La partie 5 du projet de règlement 11-101 introduit une dispense d'inscription fondée sur la mobilité qui apporte une solution à la problématique des clients qui déménagent dans une autre province, sous réserve du respect de certaines conditions dont la plus importante est liée au nombre de clients. En effet, le projet de règlement prévoit une dispense de l'exigence d'inscription, dispense qui permet à un cabinet ou à un représentant de continuer à traiter avec un « client admissible » qui déménage dans une autre province et avec les membres de sa famille. Pour ce faire, le représentant doit être inscrit dans son territoire principal et avoir moins que le nombre maximal de « clients admissibles » et un volume d'actifs gérés dans l'autre province inférieur au maximum.

Cette dispense d'inscription fondée sur la mobilité ne sera disponible que pour un cabinet qui compte au plus 10 clients admissibles dans une province donnée et dont les actifs totaux dans cette province s'élèvent à un maximum de 10 millions de dollars. Quant au représentant, il ne pourra avoir plus de 5 clients admissibles dans une province donnée et dont les actifs totaux s'élèvent à un maximum de 5 millions de dollars. Ainsi, un cabinet peut devoir s'inscrire dans une province donnée parce qu'il compte plus de 10 clients admissibles, alors que son représentant n'aurait pas à s'inscrire dans cette même province s'il a 5 clients admissibles ou moins.

En ce qui a trait à la dispense du représentant fondée sur un maximum de 5 clients, nous sommes relativement à l'aise avec ce plafond. Par contre, en ce qui concerne le cabinet, nous considérons que le plafond de 10 clients est très contraignant et qu'il devrait être rehaussé. Dans sa forme actuelle, la dispense des cabinets n'est que théorique puisque avec un maximum aussi bas, ils ne pourront pas s'en prévaloir.

Lettre adressée à M^{me} Anne-Marie Beaudoin, le 27 juillet 2005



SECTIONS

- Aboriginal Law
- Administrative Law
- Alternate Dispute Resolution
- Business Law
- Canadian Corporate Counsel Association - Toronto Chapter
- Charity and Not-For-Profit Law
- Citizenship and Immigration
- Civil Litigation
- Constitutional & Civil Liberties
- Construction Law
- Criminal Justice
- Education Law
- Entertainment, Media & Communications
- Environmental Law
- Family Law
- Feminist Legal Analysis
- Health Law
- Information & Technology
- Insolvency Law
- Insurance Law
- International Law
- Labour Relations
- Law Practice Management
- Municipal Law
- Natural Resources and Energy
- Pensions and Benefits
- Privacy Law
- Public Sector Lawyers
- Real Property
- Sole, Small Firm & General Practice
- Taxation Law
- Trusts & Estates
- Worker's Compensation
- Young Lawyers

July 27, 2005

John Stevenson
Secretary to the Commission
Ontario Securities Commission
20 Queen St. W., Suite 1903, Box 55
Toronto ON M5H 3S8

Leigh-Anne Mercier
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
P.O. Box 10142, Pacific Centre
701 West Georgia Street
Vancouver BC V7Y 1L2

Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secretariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22^e étage
Montréal, QC H4Z 1G3

Dear Sir and Mesdames:

**Re: Request for Comments – Multilateral Instrument 11-101
*Principal Regulator System***

This letter is submitted in response to the requests for comment published May 27, 2005 by the Ontario Securities Commission (the “OSC”) and separately by the Canadian Securities Authorities in the other Canadian provinces and territories (the “other CSA jurisdictions”) on proposed Multilateral Instrument 11-101 *Principal Regulator System* (“MI 11-101”) and proposed consequential amendments to other instruments.

This submission is provided by the Securities Law Subcommittee of the Business Law Section of the Ontario Bar Association (the “OBA Subcommittee”). The members of the OBA Subcommittee are listed in the attached Appendix. Please note that not all of the members of the OBA Subcommittee participated in or reviewed this submission, and that the views expressed are not necessarily those of the firms and organizations represented by members of the OBA Subcommittee.

Principal Regulator System

The OBA Subcommittee supports the position taken by the OSC in refusing to endorse MI 11-101. In particular, we agree that in the interests of market efficiency and investor protection, it is inappropriate to implement a passport system in the absence of highly harmonized legislative requirements for all participating jurisdictions (or ideally, a single legislative regime applicable in all jurisdictions). MI 11-101 does not meet this standard, and does nothing to promote the goal of further harmonization of regulatory standards.

MI 11-101 – Treatment of Ontario-based Issuers and Registrants

MI 11-101 contemplates that issuers or registrants based in the other CSA jurisdictions and foreign issuers will be able to file applications (and pay fees) only with the principal regulator under MI 11-101 and Ontario under MRRS or NRS. However, Ontario-based issuers or registrants will continue to have to file applications (and pay fees) in all applicable CSA jurisdictions under MRRS or NRS.

In our view, the refusal by the OSC to endorse MI 11-101 is not a valid reason for affording differential treatment to Ontario-based issuers or registrants who are reporting issuers in the other CSA jurisdictions and who comply with the requirements of those jurisdictions. In particular, we do not understand why the regulators in the other CSA jurisdictions that have otherwise endorsed MI 11-101 would treat Ontario-based issuers or registrants differently under MI 11-101 in their own jurisdiction.

We recommend that MI 11-101 be amended to permit Ontario-based issuers or registrants to rely on the exemptions in MI 11-101 in the other CSA jurisdictions. An Ontario-based issuer or registrant could use the OSC as its principal regulator under MRRS or NRS and one other CSA jurisdiction with which the Ontario-based issuer or registrant has the next most significant connection as its principal regulator under MI 11-101 (possibly with the other principal regulator under MI 11-101 being the only non-principal regulator for purposes of MRRS). We note that this is the proposed treatment under MI 11-101 of foreign issuers for which the OSC acts as the principal regulator under MRRS.

Other Streamlining Initiatives

The OBA Subcommittee supports the OSC's position in endorsing the other streamlining initiatives outlined in the CSA notice, notably in the areas of prospectus/AIF review and registration.

In particular, we support the implementation of the mobility registration exemption in Ontario as well as the other CSA jurisdictions.

We also support the proposal to shorten the prospectus/AIF review process by providing for simultaneous review by principal and non-principal regulators. However, we note that in the interests of efficiency, as an operational matter, non-principal jurisdictions should consult with the principal jurisdiction to avoid duplicative or conflicting comments.

* * * * *

Thank you for this opportunity to comment. If you have any questions, please direct them to Richard Lococo (richard_lococo@manulife.com, 416-926-6620), Philippe Tardif (ptardif@langmichener.ca, 416-307-4085) or Janne M. Duncan (jduncan@tor.fasken.com, 416-868-3357).

Yours truly,

Securities Law Subcommittee
Business Law Section
Ontario Bar Association

Appendix
OBA SECURITIES LAW SUBCOMMITTEE

Members:

Richard A. Lococo (Chair), Manulife Financial
Thomas W. Arndt, 407 ETR
Aaron J. Atkinson/Janne M. Duncan, Fasken Martineau DuMoulin LLP
Timothy S. Baikie, Canadian Trading and Quotation System Inc.
Justin Beber/Kenneth R. Wiener, Goodmans LLP
Colin B. Berryman/Michael D. Innes, Osler, Hoskin & Harcourt LLP
Mary Condon, Osgoode Hall Law School
Gil I. Cornblum/William D. Kitay, Dorsey & Whitney LLP
Pierre Dagenais, Ogilvy Renault
Anoop Dogra, Blake, Cassels & Graydon LLP
Aaron S. Emes, Torys LLP
Eleanor K. Farrell (Secretary), CPP Investment Board
Paul J. Franco, Heenan Blaikie LLP
Kevin J. Gormely, CIBC World Markets
Matthew Graham, TD Bank Financial Group
Margaret I. Gunawan, Barclays Global Investors Canada Limited
Carol Hansell/Kenneth G. Klassen, Davies Ward Phillips & Vineberg LLP
Henry A. Harris, Gowling Lafleur Henderson LLP
Barbara J. Hendrickson, McMillan Binch Mendelsohn LLP
David R. Kerr/Kay Y. Song, Manulife Financial
Samir Y.A. Khan, AIM Trimark Funds
Susan I. McCallum, Barrister & Solicitor
Caroline Mingfok/Richard Wyruch, Rockwater Capital Corporation
Richard Raymer, Hodgson Russ LLP
Nancy J. Ross, RBC Investments
Warren M. Rudick, Mackenzie Financial
Shea T. Small, McCarthy Tétrault LLP
Robert N. Spiegel, Stikeman, Graham, Keeley & Spiegel LLP
Robert M. Stewart, Miller Thomson LLP
Philippe Tardif, Lang Michener
D. Grant Vingoe, Arnold & Porter LLP
Arlene D. Wolfe, Feltmate Delibato Heagle LLP

Liaison:

Michael Brady, Market Regulation Services Inc.
Luana DiCandia/Julie K. Shin, Toronto Stock Exchange
Iva Vranic, Ontario Securities Commission

Osler, Hoskin & Harcourt LLP
Box 50, 1 First Canadian Place
Toronto, Ontario, Canada M5X 1B8
416.362.2111 MAIN
416.862.6666 FACSIMILE

OSLER

Toronto

Montréal

Ottawa

Calgary

New York

July 27, 2005

Sent By E-mail

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Services Commission
Manitoba Securities Commission
Autorité des marchés financiers
New Brunswick Securities Commission
Nova Scotia Securities Commission
Office of the Attorney General, Prince Edward Island
Financial Services Regulation Division, Consumer & Commercial Affairs Branch,
Department of Government Services, Newfoundland & Labrador
Registrar of Securities, Government of Yukon
Registrar of Securities, Department of Justice, Government of the Northwest Territories
Registrar of Securities, Labour Registries Division, Department of Justice,
Government of Nunavut

c/o Leigh-Anne Mercier
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
P.O. Box 10142, Pacific Centre
701 West Georgia Street
Vancouver, B.C. V7Y 1L2
Fax: 604-899-6506
E-mail: lmercier@bcsc.bc.ca

Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorités des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, Square Victoria, C.P. 246, 22 étage
Montréal, Québec H4Z 1G3
Fax: (514) 864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Dear Sirs/Mesdames:

Proposed Multilateral Instrument 11-101 “Principal Regulator System”

We submit this letter to the Canadian Securities Administrators, other than the Ontario Securities Commission (the “Proposing Jurisdictions”), in response to the Request For Comment published May 27, 2005 concerning proposed Multilateral Instrument 11-101 “Principal Regulator System” (the “Instrument”).

We believe that the Principal Regulator System (the “System”) proposed by the Instrument should not be adopted by the Proposing Jurisdictions. We are supportive of a streamlined and uniform, or at least harmonized, securities regulatory system in Canada; the System proposed by the Instrument is a regressive step both because not all regulators are participating in it, and because among the Proposing Jurisdictions there is not a consensus as to whether the System should be based on highly harmonized, if not uniform, requirements or should be designed to accommodate a greater range of differences in local requirements.

Further, we think that the system of enforcement which will exist if the System comes into place will be unduly complicated. If, for example, an issuer is in breach of one of the continuous disclosure requirements (for example, files false financial statements) the only regulator which can bring an enforcement proceeding based on breach of the actual law is the principal regulator since all the non-principal regulators have exempted the issuer from complying with that continuous disclosure requirement in their jurisdiction. The non-principal regulators can bring enforcement proceedings under either the public interest jurisdiction or because of a breach of another provision of the legislation, but not for breach of the actual law. This could result in various enforcement proceedings for the same breach being based on different theories of liability with different defences against which the issuer will need to be defending; it is not, therefore, an improvement on the current system of enforcement.

As a consequence, we would strongly urge the Proposing Jurisdictions not to introduce the Instrument unless and until (i) all jurisdictions participate in it; and (ii) it is agreed that the goal for securities regulation in Canada is uniformity or at least harmonization.

We support the operational efficiencies which the Instrument proposes to introduce (i.e., the proposed amendments to the MRRS rule for prospectuses and the new “mobility exemption”); to the extent they can be achieved by amendments to current Instruments we encourage all CSA members to work to implement those efficiencies.

* * *

We thank you for the opportunity to comment on the Instrument.

Yours very truly,

Osler, Hoskin & Harcourt LLP
JS:sab

c: Jean-Paul Bureaud, *Ontario Securities Commission*



July 27, 2005

Via Email & Fax

Alberta Securities Commission
British Columbia Securities Commission
Saskatchewan Securities Commission
Manitoba Securities Commission
Ontario Securities Commission
Autorité des marchés financiers
Nova Scotia Securities Commission
New Brunswick Securities Commission
Office of the Attorney General, Prince Edward Island
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Registrar of Securities, Government of Yukon
Registrar of Securities, Department of Justice, Government of the Northwest Territories
Registrar of Securities, Legal Registries Division, Department of Justice, Government of Nunavut

Richard W. Nesbitt
Chief Executive Officer
TSX Group
The Exchange Tower
130 King Street West
Toronto, ON, Canada M5X 1J2
T (416) 947-4320
F (416) 947-4431
richard.nesbitt@tsx.com

c/o John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8
Fax: (416) 593-2318
E-mail: jstevenson@osc.gov.on.ca

Leigh-Anne Mercier, Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
P.O. Box 10142, Pacific Centre
701 West Georgia Street
Vancouver, British Columbia V7Y 1L2
Fax: (604) 899-6506
E-mail: lmercier@bcsc.bc.ca

c/o Anne-Marie Beaudoin, Directrice du secretariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22e étage

Montréal, Québec, H4Z 1G3
Fax: (514) 864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.com

Dear Members of the Canadian Securities Administrators:

Re: CSA and OSC Requests for Comment - Proposed Multilateral Instrument 11-101 *Principal Regulator System*, Form 11-101F1 and Companion Policy 11-101CP (“MI 11-101” or “Proposed Instrument”)

Thank you for providing TSX Group Inc. with the opportunity to comment on proposed MI 11-101, as published by certain members of the Canadian Securities Administrators (“CSA”).

The Proposed Instrument represents important work in the on-going effort to mitigate the financial and other complications that arise as a result of Canada having 13 provincial and territorial securities regulators and no national securities regulator, a situation that makes Canada unique among developed economies.

The position of TSX Group has been clear and consistent. We believe that Canadian capital markets will be best served by a single regulator and a single and consistent set of regulatory standards which recognize, at the same time, the unique needs of Canadian issuers based on size, industry sector and differing regional requirements. Consolidating responsibility for securities regulation would result in a simpler, consistent, more transparent, accessible, and efficient system for regulating our markets. We support any proposal which will enhance the efficiency and competitiveness of Canadian capital markets, however, we strongly believe this will be best achieved through the single regulator proposal, rather than working towards such a system through phases such as the passport and principal regulator systems.

While we are of the view that a single regulator model is the best solution to Canada’s regulatory complexity and its accompanying costs, we acknowledge that it may not be achievable in the short-term. During the transition, we may well be faced with a compromise solution involving more than one regulator. Given the likelihood of this scenario, we believe that the work done by the CSA to date on reducing regulatory complexity has demonstrably improved our markets. Clearly, Canadian capital markets want, and thrive with, a single set of regulatory standards. We trust that the CSA will continue to follow the action plan timeline set out in the September 30, 2004 Memorandum of Understanding, by developing and implementing highly harmonized securities laws and reviewing their underlying fee structures.

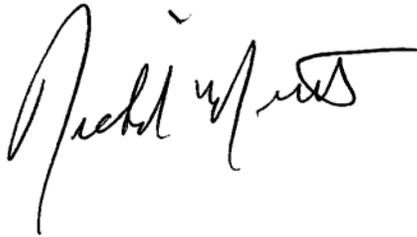
Despite these advances, we have specific concerns with the passport system as proposed in MI 11-101. We offer our comments for the CSA’s consideration as they move to the next stage of their work. On its face, the Proposed Instrument

July 27, 2005
Page 3

could be advantageous for certain issuers. However, some of the local carve outs give the system an element of complexity. As well, with Ontario opting out, the purpose of the Proposed Instrument will be undermined, and could add confusion to the Canadian marketplace as multiple rules will be applied to issuers and registrants.

We hope that the CSA will consider TSX Group's specific comments, attached in Appendix A, as they continue to structure the passport system.

Yours very truly,

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Richard W. Nesbitt". The signature is fluid and cursive, with a long horizontal stroke extending to the right.

Richard W. Nesbitt
Chief Executive Officer

cc: Rik Parkhill, President, TSX Markets
Linda Hohol, President, TSX Venture Exchange

Appendix A

Harmonization

The advantage of MI 11-101 is that issuers will need to comply with only one out of 13 sets of securities laws. Issuers could benefit from the proposed streamlined and simplified filing requirements. However, our concern lies with the possibility that these issuers may be permitted to follow different regulatory standards depending solely on where their head office is located. This could result in an inconsistent standard of regulation in the Canadian capital markets.

As the CSA's notice and request for comment provides, British Columbia currently provides a number of local carve-outs from various national and multilateral instruments. Many of the carve-outs represent rules which every other jurisdiction in Canada has implemented. We agree with the CSA members that certain of these carve-outs must be reworked if MI 11-101 is implemented.

The carve-out issue serves to highlight our concern that, in order for MI 11-101 to work, and to avoid the possibility of regulatory arbitrage, the rules to be applied to issuers should be the same regardless of the location of their head office. Although categories of issuers may need to be treated differently based on their size or industry sector, pure geographical regulatory arbitrage must not be facilitated by MI 11-101. For the Proposed Instrument to be viable, the CSA must ensure that the harmonization of securities laws continues. If the movement toward continued and increased harmonization fails, MI 11-101 will cease to function in the manner that was intended.

To respond to the CSA's specific request for comment on the differences in requirements, TSX Group agrees with the majority of the CSA members that the principal regulator system must be based on uniform, or at a minimum highly harmonized, requirements. Market participants should not be subject to different standards simply because of where their head office is located.

Ontario Opt-out

Despite the benefits and progress that MI 11-101 can represent, it simply cannot achieve its desired intent without the participation of Ontario. The unfortunate result of MI 11-101 with an Ontario opt-out will be to further complicate and perpetuate an already fragmented and complex system of securities regulation in this country.

Enforcement

The Ontario Securities Commission ("OSC"), in its notice and request for comment, maintains that it is unclear what authority the OSC as a non-principal regulator will have to intervene to protect Ontario investors under the Proposed Instrument. TSX Group is concerned by the proposition that MI 11-101 could possibly result in the inability of a non-principal regulator to begin enforcement proceedings against an issuer or individual even when substantial harm arising

from a breach of securities laws has occurred in its jurisdiction. Canadian marketplaces and regulators must promote market stability through clear rules and the consistent enforcement of these rules, to both protect and instil confidence in investors.

We urge the CSA to determine definitively that each non-principal regulator will be able to undertake any necessary enforcement proceedings. If this requires the non-principal regulator's enforcement rights to be clearly outlined in the Proposed Instrument, then we request such drafting changes to be made.

Delegation/Rule-Making Authority

We understand that the second phase of the implementation of the MOU is for the provinces and territories to seek legislative amendments to, among other things, provide powers of delegation to each securities regulatory authority. We applaud this effort as this legislative reform will be necessary to ultimately move Canada's markets toward a single regulator model with uniform securities laws. However, the legislative process for this type of reform should not be underestimated, given that different legislatures will be required to pass different securities rules.

Costs and Benefits

The CSA did not complete a cost-benefit analysis of the Proposed Instrument because they expect it to reduce costs. It was not clear to us which costs will be reduced in connection with MI 11-101. Specifically, we would like confirmation that filing and/or registration fees paid to non-principal jurisdictions will be lowered or removed altogether. One would expect that with the streamlined filing/registration approach of MI 11-101 will come a commensurate fee decrease. For example, if a non-principal regulator is not reviewing an issuer's filing, the issuer should not be required to pay a fee to the non-principal regulator. We believe that the issuers listed on Toronto Stock Exchange and TSX Venture Exchange will want to understand the cost savings that they should expect with this first stage of the passport system's implementation.

Disclosure and Liability

To the extent that an issuer is permitted to rely upon a principal regulator's local carve-out of a rule, disclosure of such reliance should be made by the issuer. This disclosure requirement should be mandated in the Proposed Instrument.

Foreign Issuers

We believe that foreign issuers should be permitted to rely on the exemptions in the Proposed Instrument.

**National Policy 43-201 *Mutual Reliance Review System for Prospectuses*
("NP 43-201")**

The proposed amendments to NP 43-101, particularly those that will result in shortened review periods, are welcome improvements to the current Mutual Reliance Review System.

August 15, 2005

VIA EMAIL ONLY

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Securities Commission
Manitoba Securities Commission
Autorité des marchés financiers
New Brunswick Securities Commission
Nova Scotia Securities Commission
Office of the Attorney General, Prince Edward Island
Financial Services Regulation Division, Consumer and Commercial Affairs Branch,
Department of Government Services, Newfoundland and Labrador
Registrar of Securities Government of, Yukon
Registrar of Securities, Department of Justice, Government of the Northwest Territories
Registrar of Securities, Legal Registries Division, Department of Justice, Government of
Nunavut

C/O: Leigh-Anne Mercier		Anne-Marie Beaudoin
Senior Legal Counsel		Directrice du secrétariat
British Columbia Securities Commission	-and-	Autorité des marchés financiers
P.O. Box 10142, Pacific Centre		Tour de la Bourse
701 West Georgia Street		800, square Victoria
Vancouver, British Columbia V7Y 1L2		C.P. 246. 22e étage
		Montréal, Québec H4Z 1G3

Re: Request for comment on proposed Multilateral Instrument 11-101 “Principal Regulator”

As a financial institution whose customers are predominately Alberta residents,, the proposed Multilateral Instrument MI 11-101 is both a positive and welcomed initiative. The initiative would allow us to continue servicing Albertans who become residents of other Provinces without either giving up the clients or going through the lengthy and expensive process of registering our three regulated firms across Canada.

ATB Financial[®]

The only comment would be to consider increasing the monetary threshold under Part 5, Section 5.3 (d) for advisors from \$10 million in aggregate or less to \$20 million.

The current proposed threshold seems low given the nature of the advisory business, with high minimum and average client size. As an example, ATB Investment Management Inc., a registered IC/PM in Alberta, has a minimum client size of \$1 million and average client size closer to \$4 million. This suggested change would more accurately reflect the size of client portfolios for advisory firms.

Thank you for the opportunity to comment. Should you require further information please contact this writer.

Yours truly,

ATB FINANCIAL

E. Lynne Davies
Counsel
ELD/dlg

CC: Kerry C. Day Vice-President Legal Services and Corporate Secretary & CCO
ATB Financial
Via Email

CC: Michael Mezei, Vice-President ATB Investor Services
ATB Financial
Via Email

RÉPONSE À L'AVIS DE CONSULTATION CONCERNANT LE PROJET DE RÈGLEMENT 11-101 SUR LE RÉGIME DE L'AUTORITÉ PRINCIPALE ET AUTRES DISPOSITIONS CONNEXES

Commentaires par Me Jean-Luc Bilodeau, LL.B., LL.M., LL.M.
Professeur adjoint, faculté de droit (section de droit civil) de l'Université d'Ottawa

Les provinces et territoires du Québec, du Nouveau-Brunswick, du Manitoba, de la Colombie-Britannique, de la Saskatchewan, de l'Alberta et du Yukon annonçaient récemment la signature d'un protocole d'entente provincial / territorial sur la réglementation des valeurs mobilières visant la mise en place d'un système de « passeport » intitulé « régime de l'autorité principale ». L'objectif de cet appareillage réglementaire est d'accorder aux entreprises l'accès aux marchés des capitaux dans les juridictions canadiennes participantes en ne faisant affaire qu'avec l'organisme de réglementation de leur juridiction et en étant dispensées de certaines exigences dans les autres provinces et territoires.

La Nouvelle-Écosse, l'Île-du-Prince-Édouard, Terre-Neuve et Labrador, les Territoires du Nord-Ouest et le Nunavut ont pour leur part donné leur accord de principe à la signature dudit protocole d'entente ou du moins accepté de le présenter à leur gouvernement pour qu'une décision soit prise dans les prochains mois.

La création de ce système de passeport à l'échelle canadienne fait face toutefois à une vive opposition de la part de l'Ontario. Cette dernière préconise plutôt les efforts d'harmonisation de la législation canadienne en matière de valeurs mobilières ainsi que la création d'une commission nationale des valeurs mobilières pour l'administration du régime normatif mis en place par cette législation harmonisée.

Dans le cadre de la présente consultation, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après « ACVM ») cherchent notamment à recevoir des commentaires à propos de la position qu'elles devraient adopter concernant les différences qui pourraient subsister dans la réglementation des valeurs mobilières des différentes juridictions au Canada. L'une des approches proposées est la suivante : si des différences importantes existent entre les différentes juridictions, de telles différences ne pourront s'appliquer qu'à l'égard des activités se déroulant dans le territoire concerné. Ces différences ne pourront s'appliquer aux autres autorités que si ces dernières les ont entérinées. Autrement dit, le régime de passeport ne pourra servir à « exporter » ailleurs au Canada les innovations réglementaires pouvant survenir dans un territoire donné. Cette approche implique que les obligations qui incombent aux participants au marché en vertu du régime de l'autorité principale proposé soit très harmonisées, voire même uniforme, entre tous les territoires participant audit régime. À l'inverse, le régime de l'autorité principale pourrait faire en sorte d'autoriser l'existence de différences plus ou moins importantes entre les obligations locales¹. C'est, semble-t-il, l'approche proposée

¹ Outre le cas d'obligations véritablement divergentes, il pourrait s'agir de cas où, dans certaines juridictions, des obligations - par ailleurs identiques sur le fond - seraient énoncées en termes précis et

par la commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (BCSC), laquelle estime que faire ainsi place aux différences entre juridictions donnerait à une autorité donnée la liberté nécessaire pour innover et d'opérer des réformes qui, grâce au régime, toucheraient un nombre suffisant de participants au marché pour évaluer la pertinence d'étendre de telles innovations à l'ensemble du marché canadien des valeurs mobilières. En effet, lorsque de telles réformes auront fait leur preuve, d'autres autorités auront la possibilité de les appliquer dans leur propre juridiction.

Ce débat sur la place qui doit être faite aux différences traduit non seulement des divergences de vues sur la façon dont le régime de l'autorité principale devrait fonctionner, mais donne ouverture – implicitement - à la sempiternelle opposition entre, d'une part, les partisans de l'harmonisation du droit des valeurs mobilières par le biais de la coopération entre organismes de régulation et ceux, d'autre part, qui croient aux vertus de la concurrence réglementaire.

Nous avons eu étudié ces notions de coopération et de la concurrence réglementaires dans le marché des valeurs mobilières². Si nos recherches ont essentiellement porté jusqu'à maintenant sur la situation observée à l'échelle internationale, elles trouvent application à l'échelle nationale car le Canada, à notre avis, représente un microcosme de la situation observée sur le plan mondial. C'est ainsi que nous avons déjà eu l'occasion de commenter le processus d'harmonisation du droit canadien des valeurs mobilières³. À notre avis, c'est une erreur de chercher à tout prix à uniformiser le droit des valeurs mobilières, au Canada comme ailleurs dans le monde.

De même, si le principe de « passeport » semble généralement accepté au Québec, et même si la présente consultation publique ne vise qu'à recevoir des commentaires concernant le projet de Règlement 11-101 sur le régime de l'autorité principale et les amendements proposés, nous profitons néanmoins de l'occasion pour faire savoir que le concept même de « passeport » est, à notre avis, erroné.

Nous ne croyons pas qu'un système de passeport comme celui que les ACVM veulent maintenant mettre en place se justifie sur la base de principes économiques éprouvés. À l'instar d'autres tentatives de réforme en profondeur du droit canadiens des valeurs mobilières, ce projet de règlement constitue un autre exemple de réglementation adoptée à l'aveuglette. Nous estimons en effet qu'un tel appareillage réglementaire et administratif ne repose sur aucun principe économique valable et ne vise en définitive qu'à préserver la compétence législative historique des provinces en matière de valeurs mobilières. Par conséquent, la question de savoir si des différences pouvant subsister dans la réglementation des valeurs mobilières des différentes juridictions au Canada feraient en sorte d'empêcher le régime de passeport de fonctionner convenablement est

détaillés, alors que la réglementation en vigueur dans d'autres territoires, axée sur les résultats, pencheraient plutôt vers des obligations générales.

² Jean-Luc BILODEAU, « Co-Operation and Competition in the Regulation of International Securities Markets : Toward Local and Global Welfare », LL.M. Thesis, Toronto, School of Graduate Studies, University of Toronto, 2005.

³ Jean-Luc BILODEAU, « Marché canadien des valeurs mobilières – Commission nationale ou reconnaissance mutuelle entre les provinces? » Le Soleil [de Québec] (10 novembre 2001) D7.

un faux problème. La question fondamentale qu'il faut résoudre est de savoir s'il faut maintenir la structure actuelle de la réglementation au Canada et ses quelque treize autorités des valeurs mobilières dans dix provinces et trois territoires.

À la lumière des erreurs commises dans le passé, la création d'une commission pancanadienne - seule et unique entité responsable de la surveillance du marché des valeurs mobilières partout au Canada –tel que le préconise l'Ontario nous apparaît comme étant la solution qui s'impose.

Nous arrivons à cette conclusion, premièrement, parce que nous ne croyons pas à la notion de concurrence réglementaire. Les tentatives de modélisation de ce phénomène sont louables car elles tentent d'aborder la question de la régulation des marchés financiers de façon scientifique⁴. Nous estimons toutefois que ces études sont généralement basées sur des prémisses erronées et tirent des conclusions fausses de données empiriques anecdotiques et incomplètes car couvrant un espace temporel et

⁴ Voir e.g. T.J. Chemmanur & P. Fulghieri, *Competition and Co-operation Among Exchanges: A Theory of Cross-Listing and Endogenous Listing Standards* (Department of Finance, Boston College, Chestnut Hill, MA, 2003); S.J. Choi, *Channeling Competition in the Global Securities Market* (School of Law, University of California at Berkeley, Berkeley, CA, Public Law and Legal Theory Research Paper No.111, 2003); S.J. Choi & A. T. Guzman, "National Laws, International Money: Regulation in a Global Capital Market" (1997) 65 *Fordham L.Rev.* 1855; S.J. Choi & A. T. Guzman, "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation" (1998) 71 *S.Cal.L.Rev.* 903; J.C. Coffee, "Competition Versus Consolidation: The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation" (1994) 50 *Bus.Lawyer* 447; M.B. Fox, *The Issuer Choice Debate* (Michigan Law and Economics Research Paper No. 01-007, University of Michigan Law School, Ann Arbor, MI, 2001); A.N. Licht, *Bonding and Dominance in Securities Markets: Cross-Listing and Corporate Governance* (Interdisciplinary Center Herzliya, Radziner School of Law, Radziner, Israel, 2002); A.N. Licht, *Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?* (Interdisciplinary Center Herzliya, Radziner School of Law, Herzliya, Israel, 2003); A.N. Licht, *David's Dilemma: A Case Study of Securities Regulation in a Small Open Market* (Interdisciplinary Center Herzliya, Herzliya, Israel, 2000); A.N. Licht, *Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation* (Harvard Law School, Harvard University, Cambridge, CT, Discussion Paper No.223, 1997); A.N. Licht, "Genie in a Bottle? Assessing Managerial Opportunism in International Securities Transactions" (2000) *Colum.Bus.L.Rev.* 51-120; A.N. Licht, *Managerial Opportunism and Foreign Listing: Some Direct Evidence* (Interdisciplinary Center, Herzliya, Israel, 2001); A.N. Licht, *Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets* (Harvard Law School, Harvard University, Cambridge, MA, Discussion paper No.219, 1997); A.N. Licht, *Stock Exchange Mobility, Unilateral Recognition, and the Privatization of Securities Regulation* (Interdisciplinary Center, Herzliya, Israel, 2000); L.E. Ribstein, "Cross-Listing and Regulatory Competition" (2005) 1 *Review of Law & Economics* 97-148; R. Romano, "Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation" (1998) 107 *Yale Law Journal* 2359-2430; R. Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation* (Yale International Center for Finance, Yale Law School, New Haven, CT, Working Paper No.00-49, 2001); J.P. Trachtman, "International Regulatory Competition, Externalization and Jurisdiction" (1993) 34 *Harv.Int'l L.J.* 47; J.P. Trachtman, "Recent Initiatives in International Financial Regulation and Goals of Competitiveness, Effectiveness, Consistency and Cooperation" (1991) 12 *J.Int'l L.& Bus.* 241; J.P. Trachtman, "Unilateralism, Bilateralism, Regionalism, Multilateralism, and Functionalism: A Comparison with Reference to Securities Regulation" (1994) 4 *Transnat'l L.& Contemp.Probs.* 69-117; J.P. Trachtman, *Regulatory Competition and Jurisdiction in International Securities Regulation* (Fletcher School of Law and Diplomacy, Tufts University, Medford, MA, 1999); J.P. Trachtman, "Regulatory Competition and Regulatory Jurisdiction" (2000) 3 *J.Int.Econ.Law* 331-348; L.J. White, "International Regulation of Securities Markets: Competition or Harmonization?" in A. W. Lo, ed., *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry* (Chicago: University of Chicago Press, 1996) 207.

géographique limité⁵. Malgré leurs failles, elles illustrent néanmoins la difficile correspondance entre le droit et les enseignements de l'économie financière. Nous ne croyons pas que les différences pouvant exister entre la réglementation en vigueur dans différents territoires puisse donner ouverture à une concurrence réglementaire entre organismes de régulation. Dans la mesure où certains comportements par ces organismes pourraient néanmoins laisser croire à l'existence d'une telle concurrence, celle-ci ne pourra, à notre avis, mener les différents corpus réglementaires à converger vers un régime uniforme et optimal, ni au contraire entraîner le monde dans une désastreuse « course aux minima ».

En 2003, deux professeurs de l'Université Laval ont produit pour le compte de la Commission des valeurs mobilières du Québec (ci-après « CVMQ ») une étude portant sur la situation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada⁶. Il s'agissait, à notre avis, de l'une des rares tentatives d'aborder ce sujet apparemment complexe sur la base d'appuis théoriques et de données empiriques solides et ce, en français de surcroît. Si nous ne sommes pas d'accord avec l'ensemble des observations et des conclusions de cette étude, certaines d'entre elles sont dignes de mention.

Il y a notamment celle à l'effet que les coûts de la réglementation au Canada sont à bien des égards inférieurs à ceux observés aux États-Unis⁷. De plus, les auteurs constatent que la réglementation canadienne est déjà très fortement harmonisée, sinon uniformisée⁸. Selon les professeurs Suret et Carpentier, cette uniformisation découle principalement de l'adoption d'une myriade de normes nationales qui régissent la plupart des opérations ayant cours dans le domaine des valeurs mobilières. Il n'y a pas donc pas lieu de s'inquiéter des divergences pouvant apparaître dans la législation et qui découlent, notamment, des différences dans le style de rédaction législative entre le Québec, de tradition civiliste, et les autres provinces dont le droit est basé sur la common law. À la lumière de ce qui précède, on peut se demander, à notre avis, s'il est vraiment nécessaire de poursuivre à tout prix l'uniformisation de la réglementation canadienne en valeurs mobilières. De plus, les quelques différences pouvant inévitablement subsister dans une structure de réglementation telle qu'on la connaît au Canada ne pourront faire en sorte d'empêcher le nouveau régime « de l'autorité principale » de fonctionner, puisqu'il s'agit là de la solution préconisée par les ACVM. Nous croyons simplement que cette approche, si elle permet de réduire les coûts de transactions encourus par les participants au marché (et au premier chef, les entreprises en quête de capitaux) est très coûteuse socialement puisqu'elle maintiendra un appareil administratif redondant.

⁵ Pour une critique du concept de concurrence réglementaire dans le domaine des valeurs mobilières, voir e.g. A.O. Sykes, "Regulatory Competition or Regulatory Harmonization? A Silly Question?" (2000) 3 J.Int.Econ.Law 257-264.

⁶ Jean-Marc SURET et Cécile CARPENTIER, Réglementation des valeurs mobilières au Canada, Québec, CIRANO, 2003. Cette étude est disponible sur Internet à l'adresse suivante : <http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2003RB-05.pdf>.

⁷ Id., p.54.

⁸ Id., p.34.

Quoi qu'il en soit, le principal atout de l'étude réalisée par les professeurs Suret et Carpentier est de fournir des outils d'analyse intéressants et de formuler en termes économiques les problèmes qui –selon eux- minent le marché canadien des valeurs mobilières et sa régulation.

Ainsi, les auteurs énoncent sur le principe voulant que les coûts de la réglementation doivent être mis en perspective par rapport à leurs bénéfices. L'analyse d'un système de réglementation requiert donc que l'on tienne compte à la fois des coûts et des bénéfices de cette réglementation, Bien que ces coûts et bénéfices soient difficilement mesurables, l'objectif ultime demeure néanmoins de parvenir à une situation où le coût marginal de réglementation est au plus égal au bénéfice marginal qu'en tirent les émetteurs et les investisseurs. Autrement dit, la réglementation optimale serait celle dont le coût marginal égale le bénéfice marginal. Le fardeau réglementaire net (ou « NRB » pour « net regulatory burden ») représente le coût réglementaire incrémental diminué des bénéfices marginaux qui découlent de la réglementation⁹.

Cette notion de « fardeau réglementaire net » est à la base de la théorie de la concurrence réglementaire, laquelle prédit que cet équilibre ne peut être atteint que par le jeu de la concurrence entre les juridictions. Il en serait ainsi parce que, lorsqu'il existe plusieurs juridictions, les entreprises chercheront à déplacer leurs activités vers l'environnement réglementaire qui leur apparaît le plus avantageux. Par conséquent, les autorités des juridictions dont le NRB est comparativement élevé seront amenées à réduire leurs exigences et éliminer toute réglementation dont le coût marginal est supérieur au bénéfice marginal. La concurrence réglementaire internationale exercerait donc une discipline qui limite les réglementations excessives et entraînerait une certaine homogénéisation de la réglementation. Ces normes homogénéisées seraient optimums, dans la mesure où les juridictions dont les normes sont trop laxistes devraient les abandonner car une telle situation provoquerait une augmentation du coût en capital. Il en serait de même pour les normes trop sévères puisque leur coût net dépasserait le bénéfice qui en découle¹⁰.

Toutefois, si les organismes de régulation commettent certains excès, c'est que ces organismes n'agiraient pas toujours de façon à maximiser le bien-être collectif local. Pour cette raison, il se pourrait que la concurrence réglementaire ne puisse mener le monde vers un l'atteinte d'un optimum réglementaire en termes d'utilité collective globale. En effet, les organismes de régulations placés en une telle situation de concurrence, pourraient en fait être tentés de réduire leurs exigences en-deçà de ce qui est jugé optimal¹¹. Cette « course aux minima » serait, en revanche, freinée par « l'effet de certification ». Ce phénomène découlerait du fait que les entreprises en quête de capitaux auraient tendance à choisir les marchés où les normes (en particulier les règles de divulgation) seraient les plus rigoureuses. Ce faisant, elles seraient évaluées positivement par les investissements, réduisant ainsi leur coût en capital. Autrement dit, du seul fait de se soumettre volontairement à des normes plus strictes que celles qui

⁹ Id., p.82.

¹⁰ Id.

¹¹ Id., p.97.

prélaient dans leur pays d'origine et ce, par le biais d'un appel public à l'épargne à l'étranger ou l'inscription de leurs titres à la cote de bourses étrangères, les entreprises obtiennent en quelque sorte une certification à titre d'entreprise de qualité et peuvent ainsi profiter de prix plus élevés que leur seul marché national¹².

De même, l'adoption de normes minimales communes serait un autre moyen de circonscrire le risque d'une « course aux minima ». De telles normes minimales, combinées à un système de passeport, au lieu d'entraîner une néfaste course aux minima, permettraient plutôt d'enclencher une « course aux sommets ». Au lieu de chercher à réduire leurs exigences, les organismes de régulation auraient plutôt tendance à les accroître puisque, traditionnellement, ce sont les juridictions dont les normes sont les plus sévères qui ont su attirer le plus grand nombre d'investisseurs et d'entreprises émettrices¹³.

L'efficacité de la concurrence réglementaire (et de ses corollaires) comme moyen restreindre la tendance à la surréglementation dépend de la capacité et de la rapidité d'adaptation des corpus réglementaire soumis à cette concurrence, lesquels dépendent de la capacité des organismes de régulation et des législateurs à reconnaître les préférences des agents économiques, en l'occurrence les entreprises et les investisseurs¹⁴. Or, quelles sont ces préférences ? C'est là, justement, où le bât blesse à notre avis.

D'une part, comme le soulignent les professeurs Suret et Carpentier, il est difficile de comparer les bénéfices et les coûts – directs et indirects – de la réglementation en raison, notamment, des différences dans la structure de la réglementation de différentes juridictions¹⁵. Il est donc douteux que les participants au marché, entreprises comme investisseurs, puissent discerner les différences et de les traduire en termes de coûts et bénéfices. D'autre part, et surtout, nous ne pensons pas que de telles différences, dans la mesure où elles peuvent être perçues et identifiées, peuvent, à la marge, influencer le coût en capital. En fait, à notre avis, la qualité du système juridique n'est pas, en soi, un facteur déterminant dans le calcul du coût en capital des entreprises.

¹² Id., p.162.

¹³ Id., p.9.

¹⁴ On prend généralement pour acquis que le marché des valeurs mobilières et la réglementation qui l'encadre ont pour objectif principal de favoriser la maximisation des profits des investisseurs. Ce faisant, il est de bon ton, surtout au Québec, de prétendre que cela laisse dans l'ombre les intérêts de certains acteurs économiques, soit ceux des investisseurs dont les ressources économiques seraient insuffisantes pour leur permettre de se protéger efficacement, ainsi ceux de groupes sociaux (e.g. travailleurs, consommateurs, communautés environnantes) qui seraient affectés par les activités des entreprises sans toutefois avoir voix au chapitre dans le contrôle et la gestion de ces dernières. Il n'est pas approprié, à notre avis, de tenir compte de ces considérations car elles ne font, en fin de compte, qu'accroître inutilement la complexité du débat en cours.

¹⁵ Par exemple, au Canada, les règles relatives au droit des valeurs mobilières et celles touchant au droit corporatif sont généralement considérées comme étant distinctes car régies par des législations distinctes. Il n'est pas certain que cette dichotomie soit aussi hermétique, ni en théorie, ni dans les faits ailleurs dans le monde.

Cette dernière affirmation peut paraître radicale puisque toute la question du rôle joué par le droit des valeurs mobilières se repose généralement sur cette notion du coût du capital. En effet, les tenants de la théorie de la concurrence réglementaire se servent de cette notion comme leitmotiv, certains auteurs allant même jusqu'à suggérer l'existence d'un lien direct entre le droit des valeurs mobilières (en particulier en qu'il se rapporte aux exigences de divulgation et des normes comptables) et le facteur bêta (β) du modèle d'équilibre des actifs financiers¹⁶ (ci-après « MÉDAF »)¹⁷. Certes, ce modèle est critiqué et, bien qu'il soit l'une des principales méthodes employées pour évaluer le coût en capital des entreprises, il n'est pas le seul¹⁸. Quoi qu'il en soit, la doctrine qui tente d'établir un tel lien entre le coût en capital et le droit prend des raccourcis théoriques plutôt ténus à notre avis.

En effet, faire référence au coût en capital des entreprises, c'est nécessairement aborder, en corollaire, la notion de risque du point de vue des investisseurs. Ces derniers exigent un rendement le plus élevé pour un niveau donné de risque. Or, rappelons simplement que, selon le MÉDAF, il existe deux types de risque : le risque dit systémique (qui ne peut être diversifié) et le risque non systémique¹⁹ (qui est diversifiable). Cette distinction est essentielle. De même, le principe de diversification²⁰ a une importance importante car pour un investisseur dont le portefeuille est diversifié, seul le risque systémique compte. Dans le contexte du MÉDAF, le risque systémique est mesuré par le bêta. L'un des éléments centraux de la finance moderne, le facteur bêta est déterminant dans le calcul du coût du capital. En cherchant à comprendre le comportement des investisseurs et des émetteurs, et à l'expliquer en termes de risque

¹⁶ Traduction libre de "Capital Asset Pricing Model" (CAPM). La base de ce modèle a été décrite initialement dans un article publié par William F. SHARPE, « Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk », (1964) 19 J.Fin. 425-422. Cette étude reprenait des principes énoncés en 1952 par Harry MARKOWITZ, « Portfolio Selection », (1952) 7 J. Fin 77-91. Incidemment, ces deux pionniers de la finance moderne ont reçu le prix Nobel d'économie en 1991...

¹⁷ Voir e.g. S.J. Choi & A. T. Guzman, "National Laws, International Money: Regulation in a Global Capital Market", *loc.cit.*, note 4; S.J. Choi & A. T. Guzman, "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation", *loc.cit.*, note 4.

¹⁸ Le modèle d'évaluation par arbitrage (MÉA) est une autre façon de décrire la relation entre le risque et le rendement. Son principal avantage est de prendre en considération de multiples facteurs dont le MÉDAF ne tient pas compte. Essentiellement, il tend à démontrer que le rendement espéré de n'importe quel actif financier à risque résulte d'une combinaison linéaire de différents facteurs. Chaque facteur représente un risque qu'on ne peut éliminer par la diversification. Comme le rendement espéré du titre est relié aux coefficients bêta de ses facteurs, plus le coefficient bêta d'un titre pour un facteur donné est élevé, plus le risque associé à ce titre est important. On considère généralement que ce modèle à multiples facteurs reflète mieux la réalité. Il nécessite néanmoins que l'on identifie les facteurs de risque et, surtout, le facteur bêta de ceux-ci. Par conséquent, ce modèle est plus complexe que le MÉDAF. De plus, nos commentaires concernant l'absence de lien direct entre, d'une part, le risque et le coût du capital, et d'autre part, les caractéristiques du système juridique sont applicables quel que soit le modèle utilisé pour apprécier la relation entre risque et rendement puisque chaque modèle implique une évaluation du risque systémique, seul facteur déterminant dans l'appréciation du coût en capital. Pour en apprendre davantage sur le MÉA, voir e.g. M. Boyer & J. Saint-Pierre, *Gestion financière*, (Montréal: Chenelière/McGraw-Hill, 2001), pp.432-433.

¹⁹ Aussi appelé risque spécifique, résiduel ou idiosyncratique.

²⁰ La diversification est une méthode de placement visant à réduire les risques de pertes en achetant des titres divers. Il peut s'agir de différents titres, émis par des sociétés différentes, ou par des sociétés qui exercent leurs activités dans des secteurs ou à des endroits différents.

et de diversification du risque, on se rendra compte à notre avis, que la concurrence réglementaire et ses corollaires, notamment le soi-disant « effet de certification », sont des propositions qui peuvent difficilement se justifier sur la base de la théorie financière et des données empiriques existantes.

Depuis que le MÉDAF a été décrit sur le plan théorique, la recherche dans le domaine a cherché à établir sa validité empirique en tentant, notamment, de déterminer les sources potentielles de risques systémiques et de risques idiosyncratiques. En ce qui concerne le risque systémique, puisque le facteur bêta tend à varier dans le temps, les chercheurs tentent de relier ces variations à la survenance d'événements divers. Lorsqu'un tel lien est identifié, on peut en conclure que les événements dont l'impact a été mesuré représentent autant de sources potentielles de risque systémique. Il s'agit généralement d'événements majeurs facilement identifiables car bien circonscrits dans le temps, comme par exemple des bouleversements politiques ou des catastrophes naturelles.

On pourrait prétendre que le droit, incluant les normes régissant le marché des valeurs mobilières, est une source de risque systémique puisque le droit, en principe, s'applique à toutes les personnes – physiques ou morales – qui y sont assujetties sur un territoire donné. Si, par exemple, un ensemble de normes était jugé par les investisseurs comme ne leur garantissant pas un niveau suffisant de protection, cela devrait faire en sorte d'augmenter le niveau de risque systémique des émetteurs qui y sont soumis, augmentant ainsi leur coût en capital. Si une telle proposition semble intuitivement fondée, elle se heurte néanmoins à un problème méthodologique. En effet, tel que mentionné précédemment, il est difficile de repérer les différences pouvant exister dans la structure de la réglementation de différents pays. Il ne s'agit pas, en définitive, de comparer entre elles deux juridictions, l'une disposant de normes régissant le marché des valeurs mobilières et une autre qui ne dispose pas d'un appareillage législatif et réglementaire. Il s'agit plutôt, comme dans le cas qui nous intéresse en l'espèce, de déterminer si certaines particularités normatives régionales peuvent, à la marge, réduire ou accroître le risque que les investisseurs sont prêts à assumer et, par conséquent, accroître ou diminuer le coût en capital des émetteurs. Or, cela peut difficilement être mesuré empiriquement en utilisant comme points de repère les changements marginaux qui surviennent sporadiquement aux normes régissant un marché financier donné.

La situation des entreprises québécoises cotées à la Bourse de Toronto illustre d'ailleurs, à notre avis, l'impact négligeable que peut avoir le droit sur le risque systémique des émetteurs, eu égard du moins au rôle prépondérant joué par des événements d'envergure comme l'avènement d'une crise politique ou l'élimination de barrières à l'investissement de portefeuille transfrontalier. Ces émetteurs dont le siège social est situé au Québec sont, sur le plan juridique, essentiellement placés sur un pied d'égalité avec les autres entreprises canadiennes cotées en bourse mais dont le siège social est situé dans d'autres provinces. En effet, ces entreprises sont soumises aux mêmes règles de droit corporatif encadrant le fonctionnement de leur régie interne. Elles préparent leurs états financiers en utilisant les mêmes principes comptables. De plus, du fait de leur inscription en bourse, elles doivent toutes se soumettre, en principe, aux mêmes règles de divulgation d'information. Pourtant, les entreprises québécoises sont évaluées à la baisse par rapport à des émetteurs comparables issus des autres

provinces. Il semble que cette prime de risque – qui augmente le coût en capital des entreprises – varie dans le temps en fonction des fluctuations dans la popularité du mouvement souverainiste²¹. Il va sans dire que les investisseurs qui détiennent des actions d'entreprises localisées dans les autres provinces canadiennes n'ont pas à subir ce risque. Certes, cet exemple ne confirme pas hors de tout raisonnable que le droit n'est pas une source de risque systémique. On pourrait arriver à une conclusion différente si, par exemple, on arrivait à comparer l'évolution du risque systémique de deux marchés en fonction des différences pouvant être observées dans la composition de leur système juridique. Outre les difficultés méthodologiques que cela implique, nous croyons toutefois que le risque systémique, toutes choses étant égales par ailleurs, est avant tout influencé par les bouleversements politiques et macroéconomiques.

En revanche, si les caractéristiques du système juridique peuvent avoir un impact, c'est au niveau du risque dit non systémique ou idiosyncratique. Ce risque découle, notamment, du problème d'agence né de la divergence d'intérêts entre le principal (les investisseurs) et l'agent (l'émetteur, ses administrateurs et ses dirigeants). Il se traduit aussi par un problème d'information asymétrique entre la compagnie et ses initiés, d'une part, et les investisseurs externes d'autre part. Une part importante de la recherche actuelle cherche à déterminer si le risque rattaché au problème d'information asymétrique peut effectivement être éliminé- en tout ou en partie - dans un portefeuille diversifié. Dans le cas contraire, comme le prétendent certains auteurs, une part résiduelle de ce risque pourrait être incluse dans le risque systémique et donc influencer le coût en capital des émetteurs²². Nous partageons toutefois l'opinion des chercheurs qui arrivent à la conclusion que l'information asymétrique est belle et bien un élément du risque non systémique, que cet élément de risque peut-être éliminé grâce à la diversification, et qu'il ne peut par conséquent influencer le coût en capital des entreprises²³. Si la question est encore débattue, une chose est certaine à notre avis : même si l'information asymétrique est un risque qui ne peut être totalement éliminé par la diversification, les normes visant à réduire ce risque ne sont pas en elles-mêmes sources de risque (systémique ou non). C'est donc en vain, selon nous, que l'on cherche à relier les différences pouvant exister entre régimes normatif et les concepts de risque et de coût en capital. Il est donc faux, selon nous, de prétendre que l'uniformisation ou l'harmonisation du droit – en particulier des règles relatives à la divulgation d'information et des principes comptables – est une condition *sine qua non* à l'intégration des marchés financiers.

²¹ M.-C. Beaulieu, J.-C. Cosset & N. Essaddam, *The Impact of Political Risk on the Volatility of Stock Return: The Case of Canada* (Centre interuniversitaire sur le risque, les politiques économiques et l'emploi, Université Laval, Québec, Working Paper 02-08, 2002) [unpublished]; R.C. Graham, C. K. J. Morrill & J. B. Morrill, *Political Uncertainty and Firm Valuation: Evidence of a Discount Related to the Quebec Independence Movement* (Department of Accounting, Finance, and Information Systems, Oregon State University, Corvallis, OR, 2000) [unpublished].

²² Voir e.g. C.A. Botosan, "Disclosure Level and the Cost of Capital" (1997) 72 *Acc.Rev.* 323-349.

²³ Voir e.g. J. Hughes, J. Liu & J. Liu, *Information, Diversification, and Cost of Capital* (UCLA Anderson School, 2004) [unpublished].

Loin de nous l'idée de sous-estimer l'importance du droit. Contrairement aux professeurs Suret et Carpentier²⁴, nous ne croyons pas que la réglementation est une composante des différents coûts que doivent subir les investisseurs et les émetteurs. Des études historiques ont démontré l'importance du droit dans le développement des marchés financiers²⁵. Ainsi, les différences entre régimes normatifs peuvent expliquer la taille des différents marchés financiers nationaux et la structure de capital des entreprises dans différents pays. À terme, cela peut contribuer à expliquer les différences historiques observables dans la croissance économique et industrielle des nations. À l'échelle microéconomique, des normes de qualité qui sanctionnent les comportements frauduleux permettent une meilleure allocation du capital et, par conséquent, un meilleur rendement sur l'investissement. Or, si les investisseurs cherchent à obtenir le meilleur rendement possible pour un niveau donné de risque, le droit n'est pas en soi une source de risque et ce, tel que nous avons tenté de le démontrer précédemment²⁶. Il s'agit, selon nous, d'une distinction fondamentale.

Si le droit contribue à la croissance des marchés financiers, si ces derniers jouent un rôle dans l'allocation du capital, et si une meilleure allocation du capital favorise le développement industriel et économique, il est loin d'être certain, selon nous, qu'une réglementation volumineuse et complexe signifie nécessairement qu'il s'agit d'une meilleure réglementation. Les chercheurs Suret et Carpentier soulignent avec raison la complexité du cadre normatif régissant le marché américain des valeurs mobilières²⁷. Malgré ses lacunes, la réglementation américaine doit néanmoins avoir ses mérites, compte tenu de la taille des marchés financiers américains et de la vivacité de l'économie au sud de la frontière. Au Québec, depuis que la CVMQ s'est vue confier un pouvoir réglementaire en 1997, on assiste, à notre avis, à une véritable explosion de règlements et de normes à caractère réglementaire : cette importante activité normative a-t-elle entraîné une explosion proportionnelle dans les activités d'investissements et la croissance économique de la province ? Nous nous permettons d'en douter.

Les professeurs Suret et Carpentier se demandent si le Canada devraient resserrer ses critères de divulgation et de gouvernance pour les aligner sur les nouvelles exigences américaines telles que formulées dans la Loi Sarbanes-Oxley en matière de divulgation et gouvernance ou, au contraire, chercher à les assouplir pour satisfaire à une dimension plus locale et plus proche des contraintes des entreprises de petite taille²⁸. Il est de bon ton de critiquer le droit américain des valeurs mobilières, mais considérant le succès de cet imposant corpus normatif à mettre en place le plus important marché

²⁴ J.-M. SURET et C. CARPENTIER, loc. cit., note 6, p.37.

²⁵ Voir e.g. R. La Porta et al., "Agency Problems and Dividend Policies around the World" (2000) 55 J.Fin. 1-33; R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, & A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World" (1999) 54 J.Fin. 471-517; R. La Porta et al., "Investor Protection and Corporate Governance" (2000) 58 J.Fin.Econ. 3-27; R. La Porta et al., "Law and Finance" (1998) 106 J.Pol.Econ. 1113-1153; R. La Porta et al., "Legal Determinants of External Finance" (1997) 52 J.Fin. 1131-1150.

²⁶ Formellement, cela revient à dire que le droit détermine ou influence les flux monétaires générés par les capitaux injectés par les investisseurs, mais non pas le taux auquel ces flux doivent être actualisés pour déterminer la valeur de l'entreprise. Ce taux constitue le coût du capital.

²⁷ J.-M. SURET et C. CARPENTIER, loc. cit., note 6, p.9.

²⁸ *Id.*, p.13.

financier au monde, on se demande du même souffle s'il ne serait pas opportun de l'adopter, en tout ou en partie. Ceci étant dit, cette question soulève surtout le problème fondamental de l'harmonisation du droit des valeurs mobilières, tant au Canada qu'à l'échelle internationale. Même si le Canada décidait d'adopter le droit américain des valeurs mobilières dans son ensemble, le pays connaîtrait-il du même coup la même croissance économique ? Si tous les pays du monde s'entendaient pour adopter un seul et unique ensemble de normes – calqué ou non sur le modèle américain, chaque pays aura-t-il du jour au lendemain un marché financier aussi actif et liquide que son voisin ? Même si le Canada devait resserrer ses critères de divulgation et de gouvernance pour les aligner sur les nouvelles exigences américaines telles que formulées dans la Loi Sarbanes-Oxley en matière de divulgation et gouvernance, le pays, par la force des choses (e.g. la taille de sa population et le nombre d'entreprises), continuera d'avoir un marché des valeurs mobilières moins imposant que celui de nos voisins du sud. Or, la taille d'un pays et de son marché des valeurs mobilières sont-elles des conditions essentielles à son fonctionnement ? Là encore, nous nous permettons d'en douter.

Il est généralement reconnu, comme le soulignent les professeurs Suret et Carpentier, que les émetteurs sont attirés par les marchés où ils pourront facilement prélever des montants importants. De même, les investisseurs sont attirés par les marchés dont la liquidité est forte puisque cela permet des échanges d'importants blocs d'actions avec un effet minimal sur les prix et ce, à des frais d'exécution les moins élevés possibles²⁹.

De telles affirmations tendent à mettre en évidence l'importance de la taille des marchés primaire et secondaire dans les décisions de financement et d'investissement. Au Canada, une telle logique a amené la restructuration des bourses canadiennes. Ce même besoin présumé de liquidité sous-tend aujourd'hui l'établissement du régime de l'autorité principale. Grâce au régime de passeport, on prétend que les émetteurs canadiens pourront accéder à un bassin important d'investisseurs sans devoir à assumer les coûts que représente la structure actuelle de la réglementation. Or, c'est exactement ce que la proposition ontarienne d'établir une commission pancanadienne des valeurs mobilières permettrait de réaliser. Les émetteurs pourraient avoir accès à un large bassin d'investisseurs par l'entremise d'un guichet unique, éliminant ainsi les coûts que représente, sous le régime proposé de « passeport », le maintien d'un organisme de régulation comme la CVMQ dans chaque province. Si les entreprises québécoises – à l'instar des émetteurs des autres provinces - ressentent le besoin d'effectuer leurs placements dans plusieurs provinces simultanément, c'est parce qu'elles ne peuvent vraisemblablement pas obtenir localement le capital dont elles ont besoin. Pourquoi en est-il ainsi ? On peut déplorer, à notre avis, que l'on cherche à mettre en place un nouvel appareillage administratif et réglementaire comme le système de « passeport » sans avoir tenté de donner une réponse à cette question fondamentale. Ces dernières années, l'absence au Québec d'un marché boursier pour les actions n'a certainement pas favorisé l'accès au capital des entreprises d'ici.

Nous estimons, en effet, qu'un marché des valeurs mobilières ne peut fonctionner sans ses deux composantes : un marché primaire et un marché secondaire. Marchés

²⁹ Id.

primaire et marché secondaire sont, à notre avis, indissociables dans le processus d'allocation du capital dans l'économie. La validité de modèles comme le MÉDAF repose d'ailleurs sur la présence de marchés boursiers actifs, concurrentiels et efficaces. Nous ne croyons pas que l'harmonisation du droit des valeurs mobilières soit une condition essentielle à l'existence d'un marché des valeurs mobilières efficace. En revanche, nous croyons que la présence physique d'un marché boursier sur un territoire donné est nécessaire au fonctionnement du marché financier sur ce territoire et ce, peu importe la taille de ce marché.

En effet, si les modèles comme le MÉDAF impliquent la présence locale de marchés boursiers actifs, concurrentiels et efficaces, cela n'implique pas nécessairement que ceux-ci doivent être très grands. Comme le risque systémique ne peut être diversifié, il ne nécessite pas la présence de nombreux titres pour constituer un portefeuille diversifié. Il est donc indépendant, à notre avis, de la taille du marché. Quant au risque spécifique ou idiosyncratique, non seulement n'a-t-il pas d'impact sur le coût en capital s'il est peut-être éliminé grâce à la diversification du portefeuille, mais cette diversification peut s'effectuer avec un portefeuille contenant aussi peu que trente³⁰, voire même quatorze³¹, titres. Bref, selon nous, même un petit marché boursier peut-être viable contribuer à l'allocation du capital dans l'économie de la juridiction qui décide de se doter de cet outil.

Peu d'études ont analysé l'impact, pour le Québec, du transfert vers la Canadian Venture Exchange (CDNX) des titres qui étaient jusqu'alors transigés à la Bourse de Montréal, laquelle s'est spécialisée dans les produits dérivés. Il semble que cela n'ait pas entravé de manière significative le développement économique de Montréal et du Québec³². Or, nous voyons mal comment la présence d'une bourse locale pourrait, en revanche, nuire au développement économique. En outre, nous concevons mal comment le Québec peut justifier son désir de maintenir sa juridiction sur le marché primaire sans disposer d'un marché secondaire si, comme le prétendons, ces deux composantes du marché financier sont intimement liées.

De même, nous voyons mal comment le Québec pourrait maintenir sa juridiction sur le marché primaire et participer au système de passeport sans disposer d'un marché boursier.

En effet, le mécanisme de passeport que désirent établir les ACVM s'inspire d'un système semblable mis en place en Europe. Or, nous doutons que le modèle européen puisse être transposé au Canada car, en Europe, le système a pu fonctionner dans la mesure où il a été mis en place entre des pays disposant de marchés des valeurs mobilières complets (i.e. comportant un marché primaire et un marché boursier). Ce n'est pas le cas du Canada où certaines provinces, dont le Québec, ne disposent plus localement d'un marché boursier. Tel que nous avons tenté de le démontrer, la

³⁰ M. Boyer & J. Saint-Pierre, op. cit., note 18, p.416.

³¹ Diana R. HARRINGTON, *Modern Portfolio Theory, the Capital Asset Pricing Model, and Arbitrage Pricing Theory – A User's Guide*, 2^e éd., Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall, 1987, p.12.

³² R. Shearmur, "Financial Flows and Places: The Case of Montreal" (2001) 27 *Canadian Public Policy* 219-233.

présence d'un marché boursier est primordiale à la diversification du risque. Et cette diversification du risque au niveau du marché secondaire se répercute à l'échelle du marché primaire, d'où le caractère indissociable de ces deux composantes du marché financier.

Par exemple, en Europe, au moins une étude a démontré que le nombre d'appels publics à l'épargne paneuropéens avaient chuté depuis l'instauration du système de passeport³³. On a constaté que les entreprises émettrices ne voyaient pas l'avantage de rejoindre un bassin important d'investisseurs par une telle opération car elles pouvaient obtenir du capital localement à un coût reflétant la capacité des investisseurs locaux à diversifier le risque d'un tel investissement sur le marché secondaire local, européen, et international. En somme, les investisseurs seraient enclins à investir sur le marché primaire de leur pays en sachant qu'ils disposent d'une porte de sortie via le marché boursier local. En outre, le risque inhérent à l'investissement dans un petit marché boursier peut être éliminé par l'investissement transfrontalier dans les autres marchés boursiers européens.

L'expérience européenne tend donc à démontrer la viabilité des marchés nationaux, dans la mesure où ceux-ci disposent d'un marché primaire et d'un marché secondaire. Elle démontre également qu'il n'y a pas d'économies d'échelle dans l'exploitation d'un marché boursier. Les marchés nationaux peuvent donc être viables, quelle que soit leur taille.

Le Québec avait un tel marché financier complet, mais nous avons choisi de concentrer les transactions sur un seul marché boursier en transférant celles qui se faisaient à la bourse de Montréal vers la CDNX. Ce faisant, le Québec a perdu – volontairement ou non - un outil essentiel de développement industriel et économique. Faute de marché secondaire, le marché primaire québécois ne peut fonctionner adéquatement. Face à un tel marché bancal, la question suivante mérite par conséquent d'être posée : doit-on maintenir à tout prix l'existence de la Commission des valeurs mobilières du Québec dans sa fonction de régulation du marché primaire au Québec?

Nous n'irons pas jusqu'à dire que la CVMQ doit être abolie. Il suffirait qu'une bourse pour les actions de compagnies soit créée dans la province pour que le marché québécois des valeurs mobilières fonctionne à nouveau adéquatement et pour que la CVMQ retrouve sa raison d'être. La réorganisation des bourses canadiennes a essentiellement servi des intérêts privés. L'intérêt public militerait pour que le gouvernement québécois intervienne afin de doter le Québec d'un marché boursier. Cela peut paraître naïf de notre part et sembler invraisemblable. Cela ne serait pourtant pas la première intervention de l'état québécois dans l'économie. Et pour une fois, cette intervention serait tout à fait fondée selon nous.

³³ H.E. Jackson & E. J. Pan, "Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999 - Part I" (2001) 56 Bus.Law. 653-694.

En attendant que cela se produise, nous sommes néanmoins convaincus que la création du régime de « passeport » proposé par les ACVM ne va améliorer la capacité des entreprises québécoises à se financer, à investir et à créer de l'emploi. La même conclusion s'impose d'ailleurs du point de vue des autres provinces également. Par conséquent, la création d'une commission nationale des valeurs mobilières pour l'administration d'un régime normatif basé sur une législation unique, comme le préconise l'Ontario, est la seule solution viable et logique dans les circonstances actuelles.

Me Jean-Luc Bilodeau, LL.B, LL.M., LL.M.
Professeur adjoint
Faculté de droit (section de droit civil)
Université d'Ottawa

Adresse : 57, rue Louis-Pasteur, pièce 334
Téléphone : (613) 562-5800 poste 3236 (période estivale : (418) 837-0979)