

RÉSUMÉ DU MÉMOIRE SOUMIS PAR FRASER MILNER CASGRAIN

1. Préambule

L'histoire démontre le souci du législateur Québécois de faire en sorte que la réglementation du commerce des valeurs mobilières au Québec se compare avantageusement à celle des autres principales juridictions canadiennes et américaines. De plus, on observe, d'une part, un effort concerté et constant d'assurer une grande harmonisation des lois provinciales à travers le Canada et, d'autre part, l'emphase mise sur l'efficacité des marchés. Cette emphase a amené les régulateurs à accorder beaucoup d'importance à la nécessité d'établir un encadrement minimisant les coûts de transactions et favorisant la fluidité des marchés à l'échelle canadienne. Les succès de cette approche des législateurs Québécois et des autres provinces ne sont pas étrangers au fait que les interventions fédérales dans le secteur des valeurs mobilières sont demeurées cantonnées sur des questions incidentes.

Les exigences de l'article 40.1 de la Loi sur les valeurs mobilières s'inscrivent en porte-à-faux avec les objectifs que le Québec a toujours poursuivis en matière de valeurs mobilières. Ces exigences entraînent des conséquences négatives importantes pour les investisseurs québécois et le dynamisme et la compétitivité de notre secteur financier.

2. L'importance du secteur financier au Québec

Outre sa contribution directe à l'économie d'une région, un secteur financier actif et novateur exerce un puissant effet dynamique sur le développement économique. Son rôle premier est évidemment d'assurer l'intermédiation financière et de fournir les capitaux, les produits d'épargne, les services et les conseils aux entreprises et aux individus. Il est donc regrettable de constater que l'importance du secteur financier québécois a reculé au cours des dernières années par rapport à l'Ontario, l'Alberta et la Colombie Britannique. En particulier, le glissement de l'importance de Montréal au classement canadien et mondial est accentué par les effets dysfonctionnels de certaines exigences réglementaires, telles celles imposées par l'Article 40.1 de la L.V.M., qui ont pour effet d'enrayer la fluidité des marchés et d'empêcher des firmes québécoises de participer activement à des opérations financières.

3. Les lacunes des dispositions actuelles de la loi sur les valeurs mobilières du Québec

Pour un nombre croissant d'émetteurs canadiens et américains, les délais et les coûts associés aux exigences imposées par l'Article 40.1 de la loi sur les valeurs mobilières, couplés au fait que le marché Québécois est de plus en plus marginal dans le contexte Nord-Américain, font en sorte qu'ils éliminent le Québec lors de la distribution de leurs titres. La CVMQ soutenait, au moment de l'adoption de cet article en 1983, que celui-ci entraînerait des effets bénéfiques. Les faits ont démontré que ces arguments n'étaient pas fondés et, qu'au contraire, le résultat des dispositions actuelles et de leur mise en application est de pénaliser les investisseurs Québécois, d'accentuer la marginalisation du Québec et de miner le potentiel de développement du secteur financier au Québec.

4. La réglementation de la langue des prospectus et la protection des investisseurs

L'union Européenne a adopté une politique selon laquelle un émetteur d'un pays membre prépare ses documents de placements dans la langue de son pays, mais peut placer des titres dans un autre pays membre en ne déposant qu'un sommaire du prospectus traduit dans la langue de cet autre pays ou dans une langue d'usage courant en affaires (par exemple l'anglais).

La réforme entreprise par les Autorités canadiennes des valeurs mobilières visant à restructurer le prospectus des organismes de placement collectif par un document ne dépassant pas deux pages recto-verso intitulé "*Aperçu de fonds*" s'inspire de principes analogues.

5. Conclusion

Nous proposons une piste de solution respectueuse de l'objectif fondamental de la Charte de la langue française qui favorise la participation des québécois aux marchés des capitaux canadiens et américain sans compromettre la protection des investisseurs.

LES DÉFIS DE L'INTÉGRATION DE L'ÉCONOMIE QUÉBÉCOISE AUX MARCHÉS DES CAPITAUX CANADIENS ET AMÉRICAINS

Mémoire soumis par Fraser Milner Casgrain
dans le cadre de l'examen du Projet de loi 14
*Loi modifiant la Charte de la langue française, la Charte des droits
et libertés de la personne et d'autres dispositions législatives*

Montréal, le 11 février 2013



Fraser Milner Casgrain S.E.N.C.R.L. (FMC) est un cabinet d'avocats canadien spécialisé en droit des affaires. Les avocats de nos différents bureaux situés au Québec, en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique connaissent bien les deux systèmes de droit du pays, le droit civil et la common law, et possèdent les compétences de haut niveau pour répondre aux besoins de tous nos clients, quelle que soit la portée géographique des mandats.

Le cabinet se spécialise dans tous les aspects du financement des entreprises, du commerce des valeurs mobilières et de la réglementation des institutions financières à l'échelle canadienne.

FMC a joué un rôle de premier plan dans le dossier de la Commission canadienne des valeurs mobilières à titre de conseiller auprès de l'Autorité des marchés financiers et du gouvernement du Québec, et de conseiller juridique du gouvernement de l'Alberta. Outre ces services juridiques de haut niveau concernant l'aspect constitutionnel du litige, nos équipes ont rédigé des études rigoureuses, publiées par des institutions de renom, démontrant que les arguments mis de l'avant par le gouvernement fédéral pour justifier son initiative étaient non fondés et, qu'au contraire, le régime canadien actuel de réglementation des valeurs mobilières se comparait avantageusement à un régime centralisé.* ** Ces études ont largement contribué au débat public au Canada de même que devant les Cours de justice.

* Pierre Lortie, "Securities Regulation in Canada: The Case for Effectiveness", IRPP Study, Institut de recherche en politiques publiques, octobre 2011 (*disponible en anglais seulement*)

** Pierre Lortie "Securities Regulation in Canada at a Crossroads", The School of Public Policy, University of Calgary, 18 octobre 2010 (*disponible en anglais seulement*)

TABLE DES MATIÈRES

1. PRÉAMBULE	4
2. L'IMPORTANCE DU SECTEUR FINANCIER AU QUÉBEC	9
3. LES LACUNES DES DISPOSITIONS ACTUELLES DE LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC	13
3.1 L'incohérence des politiques	16
• Marché secondaire vs marché primaire	16
• « Le Québec est doté d'institutions financières suffisamment importantes pour justifier les frais induits par les exigences de l'article 40.1 de la LVMQ»	17
• L'importance des placements privés	18
4. LA RÉGLEMENTATION DE LA LANGUE DES PROSPECTUS ET LA PROTECTION DES INVESTISSEURS	19
4.1 Les exigences linguistiques concernant les prospectus en France	21
4.2 Comparaison avec les exigences canadiennes	23
5. RECOMMANDATIONS.....	24

1. PRÉAMBULE

L'intérêt du législateur québécois pour la réglementation du commerce des valeurs mobilières est presque centenaire¹. L'histoire démontre son souci constant de faire en sorte que le régime québécois se compare avantageusement à ceux qui prévalent dans les principales juridictions canadiennes et américaines. Manifestement aussi, l'objectif du législateur québécois a toujours été que le secteur financier québécois et la fluidité des transactions financières ne soient pas pénalisés par la structure décentralisée de l'appareil de réglementation au Canada. L'évolution des marchés financiers et de la structure du secteur financier canadien et québécois rend l'atteinte de ces objectifs encore plus nécessaire aujourd'hui qu'auparavant.

D'abord centré presque exclusivement sur l'obligation de divulgation d'information, la protection des épargnants et la prévention de la fraude², la législation québécoise sur les valeurs mobilières s'inspirait fortement de celles adoptées aux États-Unis et ailleurs au Canada, notamment en Ontario. À compter de 1955, on observe un effort concerté et constant d'assurer une grande harmonisation - sinon l'uniformité - des lois provinciales à travers le Canada.³

Suite à la publication du *Rapport Kimber*⁴ en 1965 et du rapport du Comité Parizeau⁵ de 1969, la législation sur les valeurs mobilières élargit considérablement l'objectif de la réglementation des valeurs mobilières en lui assignant des objectifs économiques liés à la promotion de l'efficacité des marchés. Ces objectifs additionnels ne sont pas antinomiques à celui de la protection des investisseurs et vice-versa. Au contraire, l'existence de marchés efficaces est une condition *sine qua non* pour assurer la protection des investisseurs; il est maintenant bien établi que la qualité de l'encadrement réglementaire exerce un effet favorable sur l'accès au capital et le coût du capital des sociétés émettrices, l'investissement et le développement. L'emphase sur l'efficacité des marchés a forcé les régulateurs à accorder beaucoup d'importance à la

L'emphase sur l'efficacité des marchés a forcé les régulateurs à accorder beaucoup d'importance à la nécessité d'établir un encadrement minimisant les coûts de transaction et favorisant la fluidité des marchés à l'échelle canadienne.

¹ Stéphane Rousseau - « *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces*, Les Éditions Thémis, 2012. »

² *Loi concernant l'émission et la vente d'actions, d'obligations et autres valeurs*; 1924 14 Geo.V c 64 et *La Loi modifiant la Loi de la prévention des fraudes relatives aux valeurs mobilières*, L.Q. 1935, c.72.

³ *Loi concernant les valeurs mobilières*, L.Q. 1954-55, c.11. Cette loi était substantiellement similaire à celles adoptées à la même époque par la Saskatchewan, l'Alberta, le Nouveau-Brunswick, le Québec et la Colombie-Britannique.

⁴ *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*, Toronto, Queen's Printer, 1965

⁵ *Rapport du Comité d'étude sur les institutions financières*, Québec, 1969.

nécessité d'établir un encadrement minimisant les coûts de transaction et favorisant la fluidité des marchés à l'échelle canadienne.

Cette nouvelle appréciation du rôle de la réglementation des marchés financiers prend toute sa forme dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de 1982. Celle-ci investit la Commission des valeurs mobilières du Québec (« CVMQ ») d'une fonction de régulation économique en édictant que la CVMQ est chargée de la mission suivante:

- « 1. de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières;
2. d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses;
3. de régir l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public sur les personnes qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par celles-ci;
4. d'encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs mobilières, des associations qui les regroupent et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières⁶. »

Ces deux dimensions de protection des investisseurs et de promotion de l'efficacité des marchés des capitaux demeurent la mission de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »)⁷. L'AMF a notamment pour fonction « d'assurer la mise en place d'un cadre réglementaire efficace favorisant le développement du secteur financier et permettant l'évolution des pratiques de gestion et des pratiques commerciales dans ce secteur⁸. »

Les efforts consentis afin d'harmoniser le cadre réglementaire et d'assurer que la législation sur les valeurs mobilières demeure au diapason de l'évolution des marchés financiers et de la réglementation aux États-Unis donnent des résultats concrets. En juin 1991, la Securities and Exchange Commission des États-Unis (SEC) et les commissions canadiennes des valeurs mobilières adoptent le régime d'information multinational (« RIM »). Ce régime:

- Permet aux émetteurs admissibles au Canada de placer des titres aux États-Unis au moyen de documents d'information rédigés conformément aux exigences canadiennes, et vice-versa;
- Permet aux émetteurs d'utiliser des documents d'information continue canadiens et de déposer des déclarations d'initié canadiennes en réponse aux exigences américaines et, à l'inverse, permet aux émetteurs américains de déposer leurs documents d'information continue et leur déclarations d'initié en réponse aux exigences canadiennes équivalentes;
- S'applique également à des opérations particulières comme les offres de droits transfrontaliers, les offres publiques d'achat et les regroupements d'entreprise.

⁶ *Lois des valeurs mobilières*, Québec, 1982, c. 48 art 276.

⁷ *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, Québec, c.A-33-2 art. 4 et 8

⁸ Op. cit., art 8 (3).

Il convient de souligner qu'aucune autre juridiction dans le monde ne bénéficie d'une telle reconnaissance mutuelle ni d'un tel accord d'harmonisation avec la SEC.

Les efforts d'harmonisation de la réglementation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières se sont intensifiés vers le milieu des années 90 dans le but d'améliorer l'efficacité, l'efficience et la compétitivité de l'encadrement du marché. Ainsi, grâce à un cadre réglementaire adapté et à l'application judicieuse des technologies de l'information, des systèmes et des pratiques dont la portée est véritablement pancanadienne et qui se comparent à ceux instaurés par la SEC aux États-Unis ont été mis en place :

- le SEDAR, un système électronique de données, d'analyse et de recherche, en 1997;
- le SEDI, un système électronique de déclaration des initiés, en 2003;
- la BDNI, la base de données nationale du régime d'inscription national, en 2003;
- le RIC, le régime d'inscription canadien, en 2005⁹.

Les efforts d'harmonisation de la réglementation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières se sont intensifiés dans le milieu des années 90 dans le but d'améliorer l'efficacité, l'efficience et la compétitivité de l'encadrement du marché. Ainsi, grâce à un cadre réglementaire adapté et à l'application judicieuse des technologies de l'information, des systèmes et des pratiques dont la portée est véritablement pancanadienne et qui se comparent à ceux instaurés par la Securities and Exchange Commission aux États-Unis ont été mis en place.

En 2003, les ministres responsables des valeurs mobilières lancent une consultation visant une réforme globale du régime canadien de réglementation des valeurs mobilières. L'objectif poursuivi est ambitieux :

« Élaborer un régime de réglementation des valeurs mobilières provincial-territorial qui inspire confiance aux investisseurs et soutient la compétitivité, l'innovation et la croissance grâce à une réglementation efficace, efficiente, simplifiée et d'application facile pour les investisseurs et les autres participants au marché¹⁰. »

⁹ Le RIC a été remplacé en 2009 par le régime d'inscription intégré au régime de passeport. *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription; Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription.*

¹⁰ *La réglementation des valeurs mobilières au Canada – Un régime de réglementation interprovincial*, p. 2.

Au terme de la consultation, le Québec et onze des douze autres gouvernements ont signé en 2004 le *Protocole d'entente provincial – territorial sur la réglementation des valeurs mobilières* qui constitue le Conseil des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Le Conseil a pour rôle d'approuver les stratégies et les plans d'action pour améliorer le cadre réglementaire des valeurs mobilières. L'élément clef du Protocole consistait en la mise en place d'un régime de passeport afin de faire en sorte que l'encadrement provincial et territorial atteigne un haut niveau d'harmonisation et assurer ainsi un encadrement efficace et cohérent du secteur. Le Québec a exercé un rôle de leadership dans la mise en œuvre du régime de passeport en assumant la présidence de deux importants comités de régulateurs, soit le « Comité d'orientation du passeport en valeur mobilière » et le « Comité sur la réglementation des intermédiaires ».

Le Québec a exercé un rôle de leadership dans la mise en œuvre du régime de passeport en assumant la présidence de deux importants comités de régulateurs, soit le « Comité d'orientation du passeport en valeur mobilière » et le « Comité sur la réglementation des intermédiaires ».

Ces efforts d'harmonisation ont permis l'élaboration et la mise en œuvre:

- a) De 25 instructions générales et de 24 instructions canadiennes portant sur des domaines clés comme les exigences relatives aux prospectus, la réglementation des fonds communs de placement, l'émission de droits, les offres publiques d'achat, les dispenses de prospectus et d'inscription, le contenu de l'information continue et le fonctionnement du marché;
- b) D'un Régime de l'autorité principale (Règlement 11-101) qui prévoit des dispenses pour les participants quand ceux-ci traitent avec divers organismes de réglementation des valeurs mobilières (sauf l'Ontario);
- c) D'un régime de passeport en vigueur depuis le 17 mars 2008.

Cette réforme n'est pas banale car elle fournit à chaque émetteur, courtier et personne inscrite, un guichet unique d'accès au marché canadien, sauf l'Ontario. Ainsi, sauf pour l'Ontario, le régime de passeport permet :

- À un émetteur d'accéder au marché des capitaux à la grandeur du 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, qui sont d'ailleurs harmonisées dans toutes les provinces;

- À un courtier ou un représentant qui veut faire affaire ailleurs au Canada de s'inscrire qu'auprès de l'autorité de sa juridiction principale.

Nul doute que ces initiatives réglementaires étaient éperonnées par les changements structurels qui transformaient la dynamique et le fonctionnement des marchés des capitaux au Canada. Les succès de cette approche qui allie à la fois une grande harmonisation du cadre et des pratiques réglementaires et le polycentrisme des décisions réglementaires ne sont pas étrangers au fait que les interventions fédérales dans le secteur des valeurs mobilières sont demeurées marginales, cantonnées sur des questions incidentes.

Les succès de cette approche qui allie à la fois une grande harmonisation du cadre et des pratiques réglementaires et le polycentrisme des décisions réglementaires ne sont pas étrangers au fait que les interventions fédérales dans le secteur des valeurs mobilières sont demeurées marginales, cantonnées sur des questions incidentes.

La démarche d'harmonisation pancanadienne doit composer avec deux spécificités de la société québécoise. La première vient de la nécessité de concilier le droit civil avec les règles de la common law et du droit américain. Cette préoccupation demeure car la tradition civiliste est une caractéristique fondamentale de l'architecture du système réglementaire au Québec. En pratique, l'approche de compatibilité de la législation québécoise avec celle des autres provinces poursuivie depuis 1982 permet de rencontrer l'objectif et d'éviter les contestations juridiques. La seconde concerne les obligations imposées aux émetteurs et aux participants aux marchés par la législation québécoise sur la langue française. Par exemple, dès les premières discussions concernant le régime de passeport, il a été clairement établi que la participation du Québec était conditionnelle au respect des exigences linguistiques de la *Charte de la langue française*.

La globalisation des marchés financiers, l'évolution de la structure du secteur financier au Canada depuis les années 80 et la nécessité pour le Québec d'être intimement intégré aux marchés canadiens et américains donnent lieu à une dynamique et à des complexités qui commandent un raffinement des moyens utilisés dans la poursuite des objectifs sociétaux visés par la *Charte de la langue française*.

L'objet de notre intervention est de :

- Signaler l'impact dysfonctionnel important des exigences de l'article 40.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières du Québec* (LVMQ) et de ses conséquences négatives pour les investisseurs québécois et le dynamisme et la compétitivité de notre secteur financier qui ne cessent de s'alourdir;

- Proposer une piste de solution respectueuse de l'objectif fondamental de la *Charte de la langue française* qui favorise la participation des québécois aux marchés des capitaux canadiens et américains sans compromettre la protection des investisseurs.

2. L'IMPORTANCE DU SECTEUR FINANCIER AU QUÉBEC

Outre sa contribution directe à l'économie d'une région, un secteur financier actif et novateur exerce un puissant effet dynamique sur le développement économique. Son rôle premier est évidemment d'assurer l'intermédiation financière et de fournir les capitaux, les produits d'épargne, les services et les conseils aux entreprises et aux individus. Plus cette intermédiation financière sera efficace et efficiente, plus la croissance économique sera facilitée. Le secteur financier est également un domaine dont le rayonnement peut s'étendre à d'autres régions jusqu'à l'échelle internationale.

Il ne faut donc pas s'étonner si plusieurs régions se sont dotées au cours des dernières années de stratégies et d'orientations pour favoriser le développement de leur secteur financier. Les efforts significatifs entrepris par Londres, New York, Hong Kong, Singapour, Chicago, Genève, Shanghai, Shenzhen, Toronto, Vancouver, Sydney, Édimbourg et quelques autres pour développer ou renforcer leur secteur financier reflètent bien l'importance économique de ce secteur. Règle générale, ces stratégies se concentrent sur la mise en place de conditions qui sont favorables à l'existence d'une véritable place financière. Le secteur financier est sensible aux effets de proximité et de réseaux; la présence ou l'absence de ces conditions entraînent des répercussions importantes sur la taille et le dynamisme d'un pôle financier.

Outre sa contribution directe à l'économie d'une région, un secteur financier actif et novateur exerce un puissant effet dynamique sur le développement économique. Son rôle premier est évidemment d'assurer l'intermédiation financière et de fournir les capitaux, les produits d'épargne, les services et les conseils aux entreprises et aux individus.

La structure du secteur financier canadien a une influence marquée sur les activités et la compétitivité de nos marchés financiers. Son évolution vers une industrie très concentrée ne connaît pas de parallèle parmi les pays industrialisés. Les répercussions quant à l'efficacité et à la compétitivité des marchés financiers et de l'importance de Montréal comme pôle financier sont énormes et doivent être prises en considération de façon appropriée dans le cadre de l'élaboration de politiques.

Toutes les grandes firmes de courtage intégrées du Canada appartiennent à six banques représentant plus de 90% de l'actif bancaire total. Celles-ci génèrent plus de 75% du chiffre

d'affaires de l'industrie des valeurs mobilières du Canada. Ces institutions sont les grands propriétaires des bourses et contrôlent les conseils d'administration des divers organismes d'autoréglementation. Le Canada n'a plus qu'un seul groupe boursier d'instruments financiers, une seule agence de compensation, un seul service de réglementation et seulement quelques systèmes de négociations parallèles, qui sont pour la plupart sous le contrôle direct ou indirect des grandes banques et des courtiers associés.

La dure réalité est que l'importance du secteur financier québécois a reculé au cours des dernières années par rapport à l'Ontario, l'Alberta et la Colombie-Britannique. Cette érosion se manifeste particulièrement dans le secteur des valeurs mobilières, les marchés de denrées et de dérivés financiers et autres activités d'investissement financier connexe. Entre 1991 et 2011, l'emploi total dans ce secteur au Québec, en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique a doublé alors qu'au Québec l'augmentation de l'emploi n'a été que de 43 pourcent. Alors qu'en 1991, la part du Québec des emplois dans ce secteur s'élevait à 27 pourcent, elle n'était que de 19,6 pourcent en 2011.

La dure réalité est que l'importance du secteur financier québécois a reculé au cours des dernières années par rapport à l'Ontario, l'Alberta et la Colombie-Britannique.

TABLEAU 1
Évolution de l'emploi dans le secteur des valeurs mobilières, contrats de marchandises et autres activités d'investissement financier

Province	Nombre d'employés		Δ%
	1991	2011	
Québec	13 749	19 674	43
Ontario	21 891	56 719	159
Alberta	3 409	11 215	229
Colombie-Britannique	11 203	12 918	15,3
Total	50 252	100 526	100

Source : Statistique Canada, CANSIM 281-0024

Le positionnement de Montréal à l'échelle internationale reflète son effritement comme centre financier d'influence au Canada. Selon le Global Financial Centres Index, en 2012, Montréal était

classé au 17^e rang à l'échelle mondiale des centres financiers mondiaux. Toronto était classé au 10^e rang et Vancouver, qui dépasse Montréal depuis septembre 2008, tenait le 16^e rang¹¹.

Ce glissement de l'importance de Montréal au classement canadien et mondial est accentué par les effets dysfonctionnels de certaines exigences réglementaires, telles celles imposées par l'article 40.1 de la LVM, qui ont pour effet d'enrayer la fluidité des marchés et d'empêcher des firmes québécoises de participer activement à des opérations financières.

Depuis quelques années, force est de constater que le nombre de financements réalisés par prospectus au Québec par rapport à ceux effectués au Canada accuse une diminution importante. L'exemple récent de IAMGOLD est relativement typique :

"IAMGOLD CORPORATION ("IAMGOLD" or the "Company")(TSX:IMG)(NYSE:IAG)(BOTSWANA:IAMGOLD) today announced it has filed a preliminary short form base shelf prospectus with the securities regulators in each province and territory of Canada **except for Quebec** and a corresponding registration statement with the United States Securities and Exchange Commission. These filings, when made final or effective, will allow the Company to make offerings of shares, warrants, debt securities, subscription receipts or any combination thereof of up to US\$1 billion during the next 25 months in Canada, **except for Quebec**, and the United States¹²." (*notre emphase*)

Ce glissement de l'importance de Montréal au classement canadien et mondial est accentué par les effets dysfonctionnels de certaines exigences réglementaires, telles celles imposées par l'article 40.1 de la LVM, qui ont pour effet d'enrayer la fluidité des marchés et d'empêcher des firmes québécoises de participer activement à des opérations financières.

Pourtant, IAMGOLD a des activités importantes au Québec dont l'exploitation des mines Doyon et Niobec ainsi que le projet de Westwood.

Plus récemment, Tri Oil et Pine Crest ont effectué des financements d'une valeur totale d'environ 80 millions de dollars au Canada, en excluant le Québec. On leur demandait de traduire non seulement le prospectus mais également tous les documents des deux dernières années intégrés par renvoi. Le cas très médiatisé à l'époque de l'émission de Visa International qui, pour des motifs similaires, avait exclu le Québec de son appel public à l'épargne effectué dans toutes les

¹¹ The *Global Financial Centres Index 12*, septembre 2012

¹² "IAMGOLD Files Preliminary Base Shelf Prospectus for Renewal of Existing Facility" - June 30, 2011.

autres juridictions en Amérique du Nord, indique que ces décisions ne sont pas limitées aux petites capitalisations.

Les données présentées au Tableau 2 ci-dessous témoignent du fait que les exemples mentionnés ci-dessus ne sont pas des cas isolés. Le phénomène de marginalisation croissante du Québec au sein des marchés financiers canadiens est bien réel. En 2009, seulement 53% des prospectus déposés au Canada l'étaient au Québec; en 2012, cette proportion était réduite à 48%. Ces données signifient que les investisseurs du Québec manquent plus d'une occasion d'investissement sur deux.

Selon plusieurs gestionnaires de portefeuille, les financements qui excluent le Québec sont souvent les plus intéressants comme investissement car leur attrait génère suffisamment d'intérêt de la part des investisseurs ailleurs au Canada pour que l'exclusion du Québec ne compromette pas le succès de l'opération. L'impact est double. Lorsqu'une émission soulève un fort intérêt, on observe généralement que les titres se transigent à un cours plus élevé que le prix de l'émission dès qu'ils sont admis à la négociation. Les investisseurs québécois qui ne peuvent participer à l'émission primaire sont donc pénalisés car ils sont contraints par la réglementation québécoise à acquérir ces mêmes titres sur le marché secondaire. Pour les gestionnaires institutionnels québécois soumis à cette réglementation, cette situation a pour effet de les pénaliser par rapport aux gestionnaires situés ailleurs au Canada car le plus important critère de succès des firmes de gestion de portefeuille est le rendement des actifs sous gestion par rapport à leurs pairs.

Le Tableau 2 illustre également, indirectement, l'importance des placements privés car la proportion des financements par prospectus ne représentant que 22 pourcent des émissions de sociétés canadiennes.

TABLEAU 2
Répartition des financements par prospectus au Canada

	2009	2010	2011	2012	TOTAL
Nombre de prospectus déposés au Canada	589	707	762	541	2 599
Nombre de prospectus non déposés au Québec	278	400	403	279	1 206
% des prospectus déposés au Québec	53	43	47	48	46
Nombre de financement effectué par des émetteurs inscrits à la cote du TSX et du TSX Croissance	2 988	3 383	2 963	2 567	11 901

Source : TMX, "The MIG Report" 2010 - 2012; Internet Disclosure.net. Les données sur les financements par prospectus ne tiennent pas compte des prospectus suivants: (i) prospectus déposés auprès d'une seule juridiction et ne visant qu'un placement de titres aux États-Unis (selon le système RIM); (ii) prospectus déposés pour qu'un émetteur devienne émetteur assujéti, sans effectuer de placement; (iii) prospectus déposés par les fonds d'investissement qui ne sont pas à capital fixe; (iv) suppléments de prospectus.

Ce déficit dans le nombre d'occasions de placement offert au québécois par rapport à celui offert aux investisseurs situés ailleurs au Canada continuera à se creuser à moins que les principales causes qui expliquent cette situation ne soient corrigées. D'abord, seulement 55 des 100 plus grandes compagnies selon leur capitalisation inscrites à la cote du TSX ont publié un rapport annuel et autres documents réglementaires en français en 2012. Ensuite, il ne faut pas sous-estimer la force de l'exemple. Pourquoi encourir des frais additionnels non-négligeables et assumer les risques causés par les délais d'approbation d'un prospectus en français alors que d'autres sociétés ont complété des financements avantageux sans se soumettre à ces exigences particulières du Québec ? Enfin, le recours aux placements privés par des sociétés ouvertes acquiert de plus en plus d'importance comme mode de financement. Ainsi, en 2012 la valeur des financements effectués par un premier appel à l'épargne par des sociétés inscrites à la cote du TSX et du TSX Croissance s'est élevée à 4,4 milliards de dollars; durant la même période, la valeur des financements par placements privés fut de 11,6 milliards de dollars.

Ce déficit dans le nombre d'occasions de placement offert au québécois par rapport aux investisseurs situés ailleurs au Canada continuera à se creuser à moins que les principales causes qui expliquent cette situation soient corrigées.

3. LES LACUNES DES DISPOSITIONS ACTUELLES DE LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC

En vertu de la *Charte de la langue française* qui est entrée en vigueur en 1977, les émetteurs qui effectuaient un appel public à l'épargne au Québec avaient l'obligation de fournir un prospectus en français aux investisseurs intéressés par le placement. L'article 40.1 de la LVMQ exigeant que soient rédigés en français les documents d'information continue intégrés par renvoi, fut inséré à la loi en 1983 à la suggestion de la Commission des valeurs mobilières du Québec (« CVMQ ») dans le cadre de la *Loi modifiant la Charte de la langue française*¹³.

L'article 40.1 de la Loi sur les valeurs mobilières du Québec (« LVM ») se lit comme suit :

40.1. Les divers types de prospectus, les documents dont l'Autorité autorise l'utilisation au lieu d'un prospectus, la notice d'offre prévue par règlement, le formulaire de reconnaissance de risque prévu par règlement, la note d'informations, l'offre, la circulaire des administrateurs et la circulaire d'un dirigeant ou d'un administrateur lors d'une offre publique d'achat ou de rachat ainsi que tout document dont l'intégration par renvoi est prévue par règlement sont établis en français ou en français et en anglais.

¹³ *Loi modifiant la Charte de la langue française*, 1983. c.56. art. 44.

Le règlement prévoit que les documents qui sont intégrés par renvoi comprennent, entre autres, la notice annuelle courante, la circulaire d'information, les déclarations de changement important récentes, les états financiers annuels et intermédiaires et les rapports de gestion s'y rapportant. La conséquence immédiate pour toute société qui effectue un appel public à l'épargne au Québec est que l'ensemble de la documentation qui sert à sa divulgation dans le cours normal des affaires – et non seulement le prospectus – doit être établie en français ou en français et en anglais.

Les motifs invoqués par la CVMQ en appui de sa recommandation d'ajouter l'article 40.1 à la LVMQ étaient à l'effet qu'elle se croyait vulnérable à la contestation judiciaire dans l'application de ses politiques en matière de francisation. « On comprendra ainsi plus facilement que la Commission des valeurs mobilières, dont les décisions peuvent être portées en appel devant les tribunaux civils puisse se sentir mal à l'aise d'imposer des exigences linguistiques, qu'elle considère essentielles à l'efficacité des mécanismes d'information de sa loi constitutive, mais qui d'autre part ne sont pas clairement établies dans la loi principale sur la langue française au Québec.»¹⁴ Non-dit, était le fait que la CVMQ avait édicté des règles et adopté des pratiques, qui selon le consensus qui prévalait au sein des juristes, excédaient les obligations visées par la *Charte sur la langue française*¹⁵.

Conscient tout de même du caractère extrêmement complexe et particulier de certaines opérations sur les valeurs mobilières, la CVMQ suggère qu'un pouvoir de dispense soit conféré dans la loi à la Commission. L'article 263 de la LVMQ qui accorde un pouvoir de dispense à l'AMF pour un ensemble d'obligations prévues dans la LVMQ est forcément limité dans sa portée eu égard aux exigences de l'article 40.1, l'AMF ne pouvant faire fi de la volonté du législateur en faisant de l'exception la règle.

La CVMQ soutenait que sa recommandation d'adopter l'article 40.1 de la LVMQ entraînerait des effets bénéfiques en accordant « une meilleure protection aux épargnants francophones du Québec tout en assurant une stabilité accrue à nos marchés financiers »¹⁶, et que les frais induits représentent « un coût marginal pour toute personne faisant publiquement appel à l'épargne au Québec. »¹⁷

Les faits démontrent que ces arguments ne sont pas fondés. Manifestement, les circonstances qui prévalent aujourd'hui diffèrent considérablement de celles qui existaient en 1983. Ces

¹⁴ *Mémoire de la Commission des valeurs mobilières du Québec sur la Charte de la langue française*, présenté à la Commission élue permanente des communautés culturelles et de l'immigration, Septembre 1983.

¹⁵ Voir Luc LaRoche, François-J. Pépin et Ralph L. Simmonds, "Bill 85, Quebec's New Securities Act", *Revue de droit de McGill*, 1983.

¹⁶ CVMQ, op. cit. p. 27.

¹⁷ CVMQ, op. cit. p. 27.

changements, dont certains sont décrits ci-dessous, justifient amplement une remise en question de l'opportunité de conserver les exigences particulières visées à l'article 40.1 de la LVMQ compte tenu des obligations générales imposées par la *Charte de la langue française* :

- La modification de 1987 à la *Loi sur les banques* pour autoriser les banques à acquérir des firmes de courtage à titre de filiales a conduit à une concentration de l'industrie au sein de six firmes pancanadiennes;
- L'institutionnalisation de l'épargne a pris beaucoup d'ampleur. Cela s'est traduit, entre autres, par l'importance des parts de fonds commun de placement dans le portefeuille des investisseurs individuels. Les études sur le patrimoine des canadiens révèlent que 38 pourcent des régimes enregistrés d'épargne retraite (REER) détenaient des parts de fonds commun de placement alors que seulement sept pourcent de ceux-ci avaient des actions¹⁸. La grande majorité des investisseurs institutionnels qui gèrent les fonds collectifs d'investissement sont localisés hors Québec¹⁹;
- La mise en service du système SEDAR permet depuis 1997 le dépôt électronique des documents d'information, y compris le prospectus, la notice annuelle et les états financiers ainsi que la transmission, la réception, l'acceptation, l'examen et la diffusion des documents ainsi déposés auprès des autorités en valeurs mobilières. Un seul dépôt de document sur SEDAR vaut pour toutes les autorités en valeurs mobilières. Tous ces documents d'information sont accessibles en ligne au public sous forme électronique sur le site du SEDAR²⁰.

Pour un nombre croissant d'émetteurs canadiens et américains, les délais et les coûts induits par les exigences de l'article 40.1 de la LVMQ, couplé au fait que le marché québécois est de plus en plus marginal dans le contexte nord-américain, font en sorte qu'ils éliminent le Québec lors de la distribution de leurs titres. En fait, 45 des sociétés inscrites à la cote du TSX incluses dans le TSX 100 ne produisent pas de rapport annuel, de rapport trimestriel ou de circulaire d'information en français. Tel qu'illustré au Tableau 2, on constate depuis quelques années une diminution importante du nombre de financements réalisés par prospectus au Québec par rapport à ceux réalisés ailleurs au Canada, la proportion

Pour un nombre croissant d'émetteurs canadiens et américains, les délais et les coûts associés à cette exigence, couplé au fait que le marché québécois est de plus en plus marginal dans le contexte nord-américain, font en sorte qu'ils éliminent le Québec lors de la distribution de leurs titres.

¹⁸ Statistiques Canada, « Placements dans les REER » dans « L'emploi et le revenu en perspective », Vol. 9, n° 75-001-XWF.

¹⁹ La Presse, « Courtiers québécois : des rapports d'analystes in English only », 5 décembre 2011.

²⁰ SEDAR est accessible en ligne au public à <http://www.sedar.com>

étant maintenant sous la barre du 50 pourcent. Le résultat des dispositions actuelles de la LVMQ et de leur mise en application en 2013 est de pénaliser les investisseurs québécois, d'accentuer la marginalisation du Québec et de miner le potentiel de développement du secteur financier au Québec, sans pour autant accroître la protection des investisseurs.

3.1 L'incohérence des politiques

La controverse au sujet de l'article 40.1 de la LVMQ est alimentée par nombres de confusions et d'incompréhensions de l'ensemble de la réglementation applicable.

- Marché secondaire vs marché primaire

Les exigences linguistiques à l'égard des opérations sur titres réalisées lors d'un appel public à l'épargne (e.g. le marché primaire) diffèrent significativement de celles applicables au marché secondaire. Au Québec, les exigences linguistiques sont contraignantes pour les placements primaires, lesquels constituent une minorité des opérations sur titres, alors qu'il n'y a aucune exigence linguistique applicable aux émetteurs assujettis qui n'ont pas leur siège au Québec en ce qui concerne les documents d'information continue qui servent à la prise de décision d'acheter, de maintenir ou de vendre des titres sur le marché secondaire.

La valeur annuelle des transactions effectuées sur le marché primaire, c'est-à-dire lors d'un appel public à l'épargne, est marginale par rapport à la valeur des transactions effectuées en bourse. Par exemple, au Canada, la valeur totale des appels publics à l'épargne en 2012 s'est élevée à 44,9 milliards de dollars alors que la valeur totale des transactions effectuées sur les bourses TSX et TSX Croissance était de 1 216,1 milliards de dollars. L'institutionnalisation croissante de l'épargne a également pour effet de réduire considérablement les occasions pour les actionnaires individuels de participer aux émissions lors des appels public à l'épargne. Bref, sauf quelques exceptions, les investisseurs individuels participent aux marchés par l'entremise du marché secondaire.

La LVMQ stipule qu'un émetteur qui réalise un placement au moyen d'un prospectus au Québec devient un « émetteur assujetti » au Québec et tenu de se conformer aux obligations d'information continue prévues par le Règlement 51-102. Sauf pour les émetteurs pour qui l'AMF est l'autorité principale, les documents d'information continue exigés en vertu du Règlement 51-102 peuvent être déposés en français ou en anglais, de sorte qu'il n'y a pas en soi d'exigences prévues par la LVMQ quant à la traduction de ces documents en français. Toutefois, ces documents doivent être disponibles en français dès qu'ils sont intégrés par renvoi dans un prospectus.

Dans la très grande majorité des cas, les sociétés inscrites aux cotes du TSX et du TSX Croissance ne produisent pas de documentation en français. À cet égard, il n'est pas inopportun de souligner que seulement 264 sociétés québécoises sont inscrites à la cote d'une bourse au Canada. Elles représentent 13,2 pourcent des sociétés canadiennes inscrites et 13,0 pourcent de leur capitalisation totale. Par ailleurs, une proportion significative du portefeuille des investisseurs individuels est constituée de titres américains. Les émetteurs enregistrés auprès de la SEC sont astreints à des règles de divulgation exigeantes; cette documentation est en langue anglaise et non disponible en français.

Il serait inconcevable que le Québec rende illégal l'investissement dans une société canadienne ou américaine inscrite en bourse sous prétexte que la documentation exigée en satisfaction des obligations de divulgation continue n'est pas disponible en français. Pourtant, c'est le raisonnement qui sous-tend l'article 40.1 de la LVM et qui est du même effet.

Il serait inconcevable que le Québec rende illégal l'investissement dans une société canadienne ou américaine inscrite en bourse sous prétexte que la documentation exigée en satisfaction des obligations de divulgation continue n'est pas disponible en français. Pourtant, c'est le raisonnement qui sous-tend l'article 40.1 de la LVM et qui est du même effet.

- « Le Québec est doté d'institutions financières suffisamment importantes pour justifier les frais induits par les exigences de l'article 40.1 de la LVMQ »

Cet argument dénote une profonde méconnaissance de la structure du secteur financier et de la dynamique des marchés au Canada.

La portée de l'article 40.1 de la LVMQ est de proscrire la conclusion d'une transaction au Québec dans le cadre d'une émission primaire lorsque l'émetteur n'a pas déposé la documentation de divulgation continue en français. Elle n'empêche pas un investisseur québécois qui possède une place d'affaires ailleurs au Canada de participer au placement dans cette autre province.

Étant donné que la grande majorité des grandes institutions financières québécoises possèdent une telle place d'affaires, les émetteurs sont peu incités à inscrire leurs émissions au Québec car ils ont accès de toute façon à ce marché. Dans les circonstances, on comprend mieux pourquoi les effets pervers de l'article 40.1 de la LVMQ n'ont pas fait l'objet de grandes contestations.

Cela ne signifie pas pour autant que cette disposition de la LVMQ n'entraîne pas d'effets négatifs importants. Premièrement, elle a pour conséquence d'empêcher tous les investisseurs québécois qui n'ont pas de résidence ou de place d'affaires ailleurs au Canada de participer à ces émissions. Deuxièmement, cette mesure pénalise les sociétés québécoises de placement ou de gestion

d'actifs qui n'ont pas de filiales ailleurs au Canada. On ne peut prétendre à un secteur financier dynamique si le développement et la croissance de nouvelles sociétés financières sont compromis par une réglementation inopportune et discriminatoire²¹. Troisièmement, la vigueur d'un marché financier dépend de l'importance et de la qualité de l'activité de négociation. Cette fonction est essentielle pour assurer le succès des émissions primaires, fournir la liquidité des marchés et ainsi faciliter les transactions et permettre une gestion professionnelle des portefeuilles d'instruments financiers. Cette fonction exige d'être insérée dans les flux de transactions car c'est ainsi que l'information nécessaire aux décisions est transmise. Les effets de l'article 40.1 de la LVMQ ne sont pas tout à fait étrangers à la taille plus modeste des équipes de négociés à Montréal.

- L'importance des placements privés

L'institutionnalisation de l'épargne et la volatilité des marchés incitent de plus en plus les émetteurs – particulièrement ceux inscrits à la cote d'une bourse – à effectuer leurs émissions de titres financiers par la voie de placements privés auprès d'investisseurs institutionnels et avertis. Cette méthode réduit considérablement les délais – et conséquemment diminue l'incertitude pour l'émetteur – car ces investisseurs n'exigent pas d'obtenir un prospectus visé par une commission des valeurs mobilières pour investir leurs fonds. Un tel prospectus est souvent préparé et soumis après l'émission de façon à permettre l'inscription à la cote des titres compris dans le financement et ainsi assurer leur liquidité. Il s'agit d'un document soumis à posteriori et non distribué dans le cadre d'un appel public à l'épargne comme on l'entend généralement d'un prospectus de placement.

La Charte de la langue française prévoit que les contrats d'adhésion et les contrats où figurent des clauses-types imprimées, ainsi que les documents qui s'y rattachent, doivent être rédigés en français, bien qu'ils puissent être rédigés en anglais si telle est la volonté expresse des parties²². Les émetteurs devraient donc être en mesure de se prévaloir de cette disposition dans le cadre d'un placement privé. C'est effectivement l'approche souvent utilisée dans le cas de financement privé avec des institutions financières non québécoises. Cependant, dans le cas de sociétés ouvertes, l'AMF considère que tout placement de titres auprès des investisseurs au Québec ne peut être effectué par placement privé si l'émetteur procède au moyen d'un prospectus ailleurs au Canada. Cette avenue est donc fermée.

²¹ Voir « *Le cri du cœur d'un vieux prof de finance* », La Presse, 8 février 2013

²² *Charte de la langue française*, 1977, c.5, a.55.

4. LA RÉGLEMENTATION DE LA LANGUE DES PROSPECTUS ET LA PROTECTION DES INVESTISSEURS

La globalisation des marchés financiers soulève la question de la langue de communication avec les investisseurs locaux dans toutes les juridictions et, particulièrement dans celles où la langue dominante n'est pas l'anglais, la *lingua franca* du secteur financier. Cette question est intimement liée à l'importance accordée traditionnellement au prospectus des émetteurs comme instrument de protection des investisseurs.

Le rôle du prospectus comme médium de communication et de protection des investisseurs est de plus en plus remis en question par les régulateurs. Le commentaire mainte fois exprimé que « personne ne lit un prospectus » n'est pas éloigné de la vérité. En 2012, les sommes investies dans les sociétés canadiennes lors d'un premier appel public à l'épargne se sont élevées à 4,3 milliards de dollars; la valeur totale des financements par prospectus effectués par des sociétés déjà inscrites à la cote du TSX et du TSX Croissance a été de 38,7 milliards de dollars. Donc, 90 pourcent des montants investis lors d'un appel public à l'épargne est allé à des sociétés déjà sujettes aux exigences d'information continue disponible sans frais au public sur SEDAR. Un tel accès aux informations sur les sociétés n'était pas disponible en 1983.

Au Canada, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières acquiescent à cette remise en question du rôle du prospectus dans le cas des organismes de placement collectif (OPC).²³ La démarche entreprise par les ACVM est très significative en matière de protection des investisseurs canadiens car ceux-ci détiennent environ 620 milliards de dollars en titre d'OPC. L'élément central de cette réforme est l'*aperçu du fonds*, un document rédigé en langage simple, concis et facile à comprendre qui ne dépasse pas deux pages recto verso et qui présente les renseignements essentiels pour les investisseurs au sujet d'un OPC, notamment une description de l'OPC ainsi que le rendement, les risques et

L'élément central de cette réforme des Autorités en valeurs mobilières est l'aperçu du fonds, un document rédigé en langage simple, concis et facile à comprendre qui ne dépasse pas deux pages recto verso et qui présente les renseignements essentiels pour les investisseurs au sujet d'un OPC.

les frais relatifs à la souscription et à la propriété de titres de l'OPC. Selon monsieur Jean St-Gelais, qui était alors président des ACVM et président-directeur général de l'Autorité des marchés financiers du Québec : « le nouvel aperçu du fonds aidera les investisseurs à mieux comprendre les caractéristiques principales d'un OPC et à comparer les différents OPC dans

²³ Voir, entre autres, les Avis 81-319 et 81-321 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières.

lesquels ils songent à investir. Ce document est un outil important pour les investisseurs, car il leur offre la possibilité de prendre des décisions d'investissement plus éclairées. »²⁴

L'objectif de la réforme est de faire en sorte que les obligations de transmission du prospectus, prévues actuellement par la législation en valeurs mobilières, soient remplies en transmettant l'aperçu du fonds.

L'Union Européenne a adopté une Directive en novembre 2003 selon laquelle un émetteur d'un pays membre prépare ses documents de placement dans la langue de son pays, mais peut placer des titres dans un autre pays membre en ne déposant qu'un sommaire du prospectus traduit dans la langue de cet autre pays ou dans une langue d'usage courant en affaires (par exemple, l'anglais)²⁵. La Directive précise que ce résumé devrait être rédigé de manière concise et dans un langage non technique et, qu'en général, sa longueur ne devrait pas dépasser 2500 mots.

L'Union Européenne a adopté une Directive en novembre 2003 selon laquelle un émetteur d'un pays membre prépare ses documents de placement dans la langue de son pays, mais peut placer des titres dans un autre pays membre en ne déposant qu'un sommaire du prospectus traduit dans la langue de cet autre pays ou dans une langue d'usage courant en affaires (par exemple, l'anglais).

La Commission européenne a procédé en 2008 à une évaluation de l'application de la Directive prospectus, notamment eu égard à ses effets sur la protection des investisseurs. L'évaluation générale des incidences globales de la Directive fut positive. Selon la Commission européenne, « le résumé du prospectus est en pratique une source essentielle d'informations pour les investisseurs de détail lorsqu'ils prennent des décisions d'investissement. Il doit donc être succinct, simple et compréhensible pour les investisseurs concernés. Il doit contenir les informations essentielles et ne pas être limité par un nombre de mots prédéfini. De plus, le contenu du résumé doit permettre une comparaison avec d'autres produits d'investissement comparables à la proposition d'investissement décrite dans le prospectus. »²⁶

²⁴ ACVM, « Les autorités en valeurs mobilières du Canada mettent en œuvre des améliorations à l'information fournie aux souscripteurs de titres d'OPC », 6 octobre 2012.

²⁵ Directive 2003/71/CE du parlement européen et du conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, 4 novembre 2003.

²⁶ Commission des communautés européennes, « Proposition de directive du parlement européen et du conseil modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé », septembre 2009.

4.1 Les exigences linguistiques concernant les prospectus en France

L'examen de la solution que la France a adoptée pour régir la langue des prospectus est riche d'enseignements et constitue un bon exemple de l'utilité « d'analyser les expériences existant ailleurs en matière d'aménagement linguistique. »²⁷

En décembre 2001, l'Assemblée nationale française a adopté une loi qui habilite la Commission des opérations de bourse (« COB ») à définir, dans un règlement, les cas et les conditions dans lesquels les personnes procédant à une **opération par appel public à l'épargne** peuvent « *rédiger dans une langue usuelle en matière financière* » **autre que le français** le document d'information prévu à l'article L. 412-1 du Code monétaire et financier (e.g. un prospectus), à la condition d'accompagner ce document d'un résumé en français, dans les conditions déterminées par le même règlement²⁸.

Ainsi, en France, un prospectus peut être rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français lorsque l'opération est effectuée simultanément sur plusieurs marchés dans le cadre de la procédure de reconnaissance mutuelle du prospectus dans les cas suivants :

- a) L'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé en France ou lors de leurs émissions dans le public lorsque ces instruments sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de la Communauté européenne ou d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen;
- b) Un appel public à l'épargne en France par un émetteur dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de la Communauté européenne ou d'un État parti à l'accord sur l'Espace économique européen.

La réglementation française prévoit également qu'un prospectus ou résumé en français n'est pas requis dans les cas suivants :

- a) La distribution de titres de créance émis et placés sans appel public à l'épargne qui sont admis à la cote du premier marché dans la mesure où cette technique de placement ne s'adresse qu'à des investisseurs qualifiés;

²⁷ « *Projet de loi no 14 – Loi modifiant la Charte de la langue française, la Charte des droits et libertés de la personne et d'autres dispositions législatives* », art. 1.2, c.4

²⁸ Cette disposition législative intervient à la suite de l'arrêt du Conseil d'État du 20 décembre 2000 qui avait, sur le fondement des articles 2 et 4 de la loi du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française, considéré qu'un prospectus établi par un émetteur tant français qu'étranger, publié en langue étrangère, devait être systématiquement accompagné d'une traduction intégrale en français.

- b) L'offre de titres réservée aux salariés d'un émetteur étranger ouverte aux salariés exerçant leur activité dans des filiales ou établissements en France, peut faire l'objet d'un prospectus rédigé dans une autre langue que le français à condition que cette offre s'inscrive dans le cadre d'un plan international d'actionnariat salarié.

En ce qui concerne le résumé, le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise que :

«Le résumé expose brièvement et dans un langage non technique des informations clés qui fournissent, conjointement avec le prospectus, des informations adéquates sur les éléments essentiels des titres financier concernés afin d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces titres. Il est établi sous une forme standard afin de faciliter la comparabilité des résumés relatifs aux titres financiers similaire.»

« Au sens de l'article 212-8, les informations clés sont les informations essentielles et structurées de manière appropriée qui doivent être fournies aux investisseurs afin de leur permettre de comprendre la nature et les risques de l'émetteur, du garant et des titres financiers qui leur sont offerts ou sont admis à la négociation sur un marché réglementé et afin de déterminer les offres de titres financiers qu'il convient de prendre en considération, sans préjudice d'un examen exhaustif du prospectus par les investisseurs.

À la lumière de l'offre et des titres financiers concernés, les informations clés comprennent les éléments suivants :

- 1° Une brève description des risques liés à l'émetteur et aux garants éventuels ainsi que des caractéristiques essentielles de l'émetteur et de ces garants, y compris les actifs, les passifs et la situation financière;
- 2° Une brève description des risques liés à l'investissement dans les titres financiers concernés et des caractéristiques essentielles de cet investissement, y compris tout droit attaché à ces titres;
- 3° Les conditions générales de l'offre, notamment une estimation des dépenses portées en charge pour l'investisseur par l'émetteur ou l'offreur;
- 4° Les modalités de l'admission à la négociation;

5° Les raisons de l'offre et l'utilisation prévue des fonds récoltés. »²⁹

La COB recommande que le résumé du prospectus n'excède pas 2500 mots. Cela exige qu'il soit rédigé de façon brève et claire.

Il est important de souligner que le Code monétaire financier français stipule, qu'« aucune action en responsabilité civile ne peut être intentée sur le fondement du seul résumé ou de sa traduction, sauf si le contenu du résumé ou de sa traduction est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux informations contenues dans les autres parties du document mentionné au premier alinéa. »³⁰

4.2 Comparaison avec les exigences canadiennes

Une analyse comparative des informations contenues dans les résumés de prospectus en France montrent que ceux-ci s'apparentent aux sommaires des prospectus détaillés canadiens.

Au niveau de l'information, les sujets qui doivent être traités dans les prospectus simplifiés canadiens sont également relativement semblables à ceux des résumés visés par la réglementation de l'Union Européenne. Ces informations portent sur :

- La compagnie, ses administrateurs, ses activités, ses filiales;
- Les informations financières pertinentes sur la compagnie (beaucoup plus détaillées dans le prospectus simplifié);
- Les titres offerts, leurs droits afférents ou leurs termes;
- Les risques liés aux titres offerts;
- Certaines mises en garde conventionnelles au lecteur du document.

Le prospectus simplifié canadien est toutefois beaucoup plus détaillé que les résumés de prospectus en France sur l'ensemble de ces sujets, ainsi que sur certaines informations liées aux autorisations à obtenir pour réaliser le projet qui nécessite l'émission de titres. Les mises en garde quant aux conflits d'intérêts et à la vérification des données sont aussi beaucoup plus détaillées. De plus, le processus simplifié canadien réfère souvent à l'information contenue dans les documents déposés en conformité avec les exigences de divulgation continue.

²⁹ Règlement général de l'Autorité des marchés financiers; Livre II – Émetteurs et information financière; Titre 1^{er} – Offre au public ou admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers; article 212-8

³⁰ Article 14-1 du règlement n° 98-08 - *Code monétaire et financier*, Règlement général de l'Autorité des marchés financiers – Livre 11, France, art L. 412-1.

Sur le plan de la forme, on observe que les résumés de prospectus en France comptent entre 2500 mots et 4000 mots alors que les prospectus simplifiés canadiens vont généralement de 7500 mots à 22 000 mots.

5. RECOMMANDATIONS

La structure du secteur financier canadien, la dynamique des marchés financiers et le positionnement relatif de Montréal comme place financière diffèrent considérablement des conditions qui prévalaient en 1983 lorsque les exigences particulières visées à l'article 40.1 de la LVMQ ont été introduites. Plutôt que de promouvoir la protection des investisseurs, ces dispositions pénalisent les investisseurs québécois, accentuent la marginalisation du Québec et minent le potentiel de développement du secteur financier au Québec.

Nous sommes d'avis qu'il est tout à fait possible d'éviter par une réglementation appropriée et contemporaine les effets dysfonctionnels découlant de l'article 40.1 de la LVMQ tout en respectant les objectifs fondamentaux de la *Charte de la langue française*. Les mesures suivantes rencontrent ce double objectif :

1. Les émetteurs pour qui l'AMF est l'Autorité principale (e.g. ceux dont le siège social est situé au Québec), doivent soumettre les documents exigés par la réglementation sur les valeurs mobilières en français ou en anglais et en français, conformément aux dispositions générales de la *Charte de la langue française* auxquels ils sont soumis.
2. Tous les émetteurs peuvent se prévaloir des dispositions de l'article 55 de la *Charte de la langue française* lorsqu'ils effectuent un placement privé avec un investisseur institutionnel ou un investisseur averti au Québec.
3. Élargir, si jugé nécessaire, la portée de l'article 263 de la LVMQ afin d'autoriser l'AMF à adopter un règlement similaire au Règlement de la Commission des opérations de bourse en France prévoyant qu'un résumé du prospectus, dont le contenu est défini dans le règlement, peut être utilisé en satisfaction des exigences de distribution d'un prospectus lors d'un appel public à l'épargne. Cette approche correspond à celle applicable aux organismes de placement collectif où le prospectus sera remplacé par l'*Aperçu du fonds*.
4. De façon transitoire, le cas échéant, autoriser l'AMF à adopter un règlement exigeant que la version française d'un prospectus simplifié doit être produite lors d'un appel public à l'épargne sans qu'il soit obligatoire que les documents incorporés par renvoi soient disponibles en français.
5. Abroger l'article 40.1 de la LVMQ.