

Université de Montréal

**Encadrement provincial des valeurs mobilières : à la recherche d'un
modèle amélioré**

par

Marie-Annick Laurendeau

Faculté de droit

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures
en vue de l'obtention du grade de maîtrise
en droit (LL.M.)
option droit des affaires

Août 2015

© Marie-Annick Laurendeau, 2015

Résumé

Le débat sur la structure de la régulation provinciale ou fédérale en valeurs mobilières occupe la scène financière depuis nombre d'années. Suivant le Renvoi de la Cour suprême de 2011 sur le sujet, un projet de régulateur coopératif, regroupant les régulateurs provinciaux avec le ministère des Finances fédéral pour l'encadrement des valeurs mobilières et devant permettre la collecte de données nationales ainsi que la gestion du risque systémique, a vu le jour. Pourtant, l'amélioration du modèle d'encadrement provincial adresserait également les enjeux de la régulation. Nous présenterons donc des solutions possibles pour améliorer la régulation décentralisée en valeurs mobilières. Pour ce faire, nous analyserons les éléments perfectibles du régime en place afin de proposer des solutions axées sur la collaboration ainsi que sur la création d'organisations pancanadiennes spécialisées rassemblant l'expertise et les ressources des régulateurs de même que facilitant les relations avec leurs homologues étrangers. Enfin, la coopération entre les régulateurs provinciaux et fédéraux dans l'harmonisation réglementaire, la représentativité internationale, la mise en application et la prévention du risque systémique est possible. Nous étudierons alors des solutions novatrices dont un rôle renforcé pour les Autorités canadiennes en valeurs mobilières afin d'assurer l'harmonisation, notamment par l'élargissement du régime de passeport, l'ajout d'une agence nationale responsable du droit criminel et pénal et d'un tribunal administratif d'adjudication commun dans chacune des provinces canadiennes pour la réciprocité automatique des décisions, ainsi que la création d'un Conseil de stabilité financière canadien.

Mise en garde : Ce mémoire a été réalisé grâce au soutien financier du Fonds d'éducation et de saine gouvernance de l'Autorité des marchés financiers. Les informations, opinions et avis exprimés n'engagent que la responsabilité de Marie-Annick Laurendeau.

Mots-clés : Autorité des marchés financiers, harmonisation, globalisation, mise en application, régulation, risque systémique, valeurs mobilières.

Abstract

For years now, the structure of securities regulation has been debated between the provincial and federal governments. Following the Reference from the Supreme Court on the matter in 2011, the project of a cooperative regulator, grouping the provincial regulators with the federal ministry of Finance to regulate securities and allowing to collect national data as well as to manage systemic risk across the country, has arisen. However, the improvement of the actual provincial regulatory model would also address the issues regarding the framework of securities regulation in Canada. Thus, we will present possible solutions in order to improve the decentralized regulatory model. Our analysis will look at the aspects that could be improved in the current framework to propose solutions such as enhancing collaboration and creating specialized Canadian organizations to group regulators' expertise and resources as well as to facilitate relations with foreign regulators. Finally, cooperation between provincial and federal regulators to join their efforts regarding regulatory harmonization, international representativeness, enforcement and the prevention of systemic risks are possible through innovative solutions. As such, we will study the benefits of a strengthened role for the Canadian securities administrators to harmonize regulation, namely by broadening the passport regime, a national agency for criminal and penal enforcement, an administrative adjudicative tribunal in each province, the automatic reciprocity of regulatory decisions, as well as a Canadian financial stability board.

Disclaimer: This project has been realized with the support of the Education and Good Governance Fund of the Autorité des marchés financiers. The informations, opinions and views only engage Marie-Annick Laurendeau's responsibility.

Keywords : Autorité des marchés financiers, enforcement, globalization, harmonization, regulation, securities, systemic risk.

Table des matières

Résumé	i
Abstract	ii
Liste des abréviations	vi
Remerciements	x
Introduction	11
1. Harmonisation de la réglementation et coordination des processus réglementaires	17
1.1 Mesures d’harmonisation en place.....	20
1.1.1 Initiatives des ACVM	22
1.1.1.1 Réglementation pancanadienne.....	24
1.1.1.2 Ententes de surveillance des infrastructures de marché.....	26
1.1.1.3 Programmes électroniques pancanadiens.....	28
1.1.2 Régime de passeport canadien	29
1.1.3 Initiatives internationales des régulateurs provinciaux.....	33
1.2 Aspects perfectibles de la régulation	39
1.2.1 Système provincial actuel diversifié et complexe.....	40
1.2.1.1 Limites des ACVM.....	42
1.2.1.1.1 Coûts associés à un encadrement décentralisé.....	43
1.2.1.1.2 Délais causés par les ACVM	45
1.2.1.2 Limites du régime de passeport	47
1.2.2 Manque d’harmonisation entre les OAR en épargne collective	50
1.2.3 Limites territoriales de l’harmonisation.....	52
1.3 Pistes de solutions à envisager pour un modèle de régulateur provincial amélioré..	54
1.3.1 Régime de passeport à compléter.....	57
1.3.1.1 Adhésion de l’Ontario.....	60
1.3.1.2 Harmonisation des secteurs de l’épargne collective et des dérivés	61
1.3.1.2.1 Inclusion des OAR.....	61
1.3.1.2.2 Harmonisation de la réglementation sur les dérivés	63
1.3.1.3 Diminution des coûts pour les activités pancanadiennes	64

1.3.2	Rôle plus important des ACVM	66
1.3.2.1	Pouvoirs accrus pour les ACVM	67
1.3.2.2	Représentation internationale et relations transfrontalières	70
1.3.2.2.1	Délégation canadienne aux forums internationaux.....	71
1.3.2.2.2	Harmonisation réglementaire avec les juridictions étrangères	72
1.3.2.3	Harmonisation de la réglementation entre divers secteurs financiers.....	75
2.	Mise en application des lois et règlements en valeurs mobilières	81
2.1	Modèle actuel de régulation des marchés de valeurs mobilières canadiens	82
2.1.1	Droit criminel.....	84
2.1.1.1	Implication des régulateurs provinciaux en matière criminelle	85
2.1.1.2	Innovations en place pour faciliter la coopération	86
2.1.1.3	Enjeux	88
2.1.2	Recours en vertu de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	91
2.1.2.1	Droit pénal	94
2.1.2.2	Droit administratif.....	96
2.1.2.3	Droit disciplinaire	98
2.1.2.3.1	Organismes d'autoréglementation canadiens.....	99
2.1.2.3.2	Innovations.....	100
2.1.2.3.3	Enjeux	101
2.1.2.4	Droit civil et recours collectifs.....	103
2.2	Aspects perfectibles de la régulation actuelle	106
2.2.1	Division des pouvoirs	106
2.2.1.1	Chevauchements de compétence	107
2.2.1.2	Non-réciprocité des décisions : divergences d'interprétation et de sanctions	108
2.2.2	Extraterritorialité.....	110
2.2.2.1	Relations transfrontalières	110
2.2.2.2	Révolution numérique.....	113
2.3	Pistes de solutions à envisager pour un modèle de régulateur provincial amélioré	116
2.3.1	Agence pancanadienne de mise en application et coopération	118
2.3.1.1	Agence pancanadienne de mise en application : organisation et fonctionnement	

2.3.1.2	Automatisation	127
2.3.1.3	Comité des investisseurs	130
2.3.2	Ordonnances de reconnaissance des décisions	132
2.3.3	Tribunal quasi judiciaire interprovincial indépendant en valeurs mobilières	133
3.	Encadrement du risque systémique	138
3.1	Modèle actuel d'encadrement du risque systémique	144
3.1.1	Champs de compétence des régulateurs financiers et répartition des pouvoirs..	148
3.1.1.1	Agences fédérales	150
3.1.1.1.1	Banque du Canada	151
3.1.1.1.2	Bureau du surintendant des institutions financières.....	152
3.1.1.1.3	Comités de coordination	153
3.1.1.2	Régulateurs provinciaux	155
3.1.1.3	Régulateurs internationaux	157
3.1.2	Enjeux réglementaires post-crise	160
3.1.3	Innovations.....	163
3.2	Aspects perfectibles de la régulation	166
3.2.1	Réformes inachevées.....	167
3.2.2	Responsabilité diffuse	168
3.2.3	Institutions étrangères manquantes au Canada	170
3.3	Pistes de solutions à envisager pour un modèle de régulateur provincial amélioré	174
3.3.1	Régulateur du risque systémique : Conseil de stabilité financière canadien ou Centre réglementaire national d'information sur le risque systémique?	178
3.3.1.1	Conseil de stabilité financière canadien.....	179
3.3.1.2	Centre réglementaire national d'information sur le risque systémique	184
3.3.2	Rôle des régulateurs en valeurs mobilières.....	188
	Conclusion	191
	Bibliographie	194

Liste des abréviations

I. ABRÉVIATIONS RELATIVES AUX ORGANISMES

ACCFM	Association canadienne des courtiers de fonds mutuels
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
AES	Autorités européennes de supervision
Autorité	Autorité des marchés financiers
AMF	Autorité des marchés financiers
BDR	Bureau de décision et de révision
BIS	Bank for International Settlements
BSIF	Bureau du surintendant des institutions financières
CDCC	Corporation canadienne de compensation de produits dérivés
CERS	Comité européen du risque systémique
COSRA	Council of Securities Regulators of the Americas
CSA	Canadian securities administrators
CSF	Chambre de la sécurité financière
CSIF	Comité de surveillance des institutions financières
CSPR	Comité sur les systèmes de paiement et de règlement
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
FMI	Fonds monétaire international
GRC	Gendarmerie royale du Canada
IMF	International Monetary Fund
ISG	Intermarket surveillance group
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FSB	Financial Stability Board
NASAA	North American Securities Administrators Association
OAR	Organisme d'autoréglementation
OCRCVM	Organisme canadien de réglementation des courtiers en valeurs mobilières

OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
RCM	Régime coopératif en matière de réglementation des marchés de capitaux
SADC	Société d'assurance-dépôts du Canada
SESF	Système européen de supervision financière
SEC	Securities and Exchange Commission (États-Unis)
TSX	Toronto Stock Exchange

II. ABRÉVIATIONS RELATIVES À LA LÉGISLATION ET À LA RÉGLEMENTATION

art.	article(s)
c.	chapitre
C.c.Q.	Code civil du Québec
C.cr.	Code criminel
C.p.c.	Code de procédure civile
et suiv.	et suivants
L.A.M.F.	Loi sur l'Autorité des marchés financiers
L.C.	Loi canadienne
L.V.M.	Loi sur les valeurs mobilières (Québec)
par.	Paragraphe
RLRQ	Recueil des lois et règlements du Québec
R.-U.	Royaume-Uni

III. ABRÉVIATIONS RELATIVES À LA JURISPRUDENCE

ABCA	Alberta Court of appeal
ABCP	Provincial Court of Alberta
c.	contre
CanLII	Institut canadien d'information juridique
C.C.C.	Canadian Criminal Cases

CSC	Cour suprême du Canada
par.	Paragraphe(s) de décisions
P.P.G.A	Preuve du procureur général de l'Alberta
P.P.G.C.	Preuve du procureur général du Canada
P.P.G.O.	Preuve du procureur général de l'Ontario
P.P.G.Q.	Preuve du procureur général du Québec
QCCA	Cour d'appel du Québec
R.C.S.	Recueil des arrêts de la Cour suprême du Canada
SCC	Supreme Court of Canada
S.C.R.	Supreme Court Records
v.	versus

IV. ABRÉVIATIONS RELATIVES À LA DOCTRINE

Admin. L. Rev.	Administrative Law Review
B.A.M.F.	Bulletin de l'Autorité des marchés financiers
BROOK J.INT'L. L.	Brooklyn Journal of international law
Can. Bus. L. J.	Canadian Business Law Journal
C. de D.	Les Cahiers de Droit
L.G.D.J.	Librairie générale de droit et de jurisprudence
O.S.C.B.	Ontario Securities Commission Bulletin
Ottawa L. Rev.	Ottawa Law Review
Queen's L.J.	Queen's Law Journal
R. D. de McGill	Revue de droit de McGill
R.G.D.	Revue générale de droit
S.F.P.B.Q.	Service de formation professionnelle du Barreau du Québec
SPP	School of Public Policy
U.T.L.J.	University of Toronto Law Journal
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vol.	Volume

*Pour David qui partage ma vie et mes parents
qui ont toujours été à mes côtés.*

Remerciements

Je remercie sincèrement mon directeur de mémoire, le Professeur Stéphane Rousseau, pour son appui, ses conseils et son expertise qui m'ont grandement aidée. Je suis tout particulièrement reconnaissante pour la passion qui l'anime et qu'il nous transmet par ses cours.

Je remercie également l'Autorité des marchés financiers, qui m'a offert une bourse d'études, un stage, ainsi que l'accès à ses employés pour discuter de mon sujet de mémoire.

J'en profite également pour souligner la généreuse contribution de Monsieur Pierre-Paul Côté au soutien des étudiants de la maîtrise en droit des affaires.

Finalement, j'aimerais témoigner toute ma gratitude envers la Bourse de Montréal qui m'a toujours soutenue financièrement pendant mes études, mais surtout parce qu'elle a joué un rôle déterminant dans mon choix de carrière axé vers le domaine du droit des marchés financiers.

Introduction

La constitution canadienne confère aux provinces la compétence sur la propriété et les droits civils servant d'assise à l'encadrement du secteur des valeurs mobilières¹. Dans les dernières années, le gouvernement fédéral a proposé une loi canadienne sur les valeurs mobilières² pour créer une commission nationale, ce que la Cour d'appel du Québec et celle de l'Alberta, de même que la Cour Suprême, ont invalidé pour des motifs constitutionnels³. Par contre, la décision de la dernière instance du pays n'a pas mis fin aux remises en questions concernant le système d'encadrement provincial des valeurs mobilières puisqu'elle a laissé une ouverture au gouvernement fédéral pour traiter les enjeux véritablement nationaux par une démarche coopérative, collecter des données sur une base nationale et gérer le risque systémique⁴. Saisissant cette opportunité, le Ministre des finances fédéral ainsi que certaines provinces ont proposé un régime coopératif en matière de réglementation des marchés de capitaux (ci-après « RCM »⁵) auquel s'opposent farouchement le Québec et l'Alberta.

La volonté fédérale de créer un régulateur national en valeurs mobilières n'est pas nouvelle, ce projet ayant été discuté à répétition depuis 1935⁶, bien qu'il soit actuellement au centre des préoccupations des autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières (ci-après les « régulateurs provinciaux »). Ceci étant, temps et argent ont été, et sont toujours, dépensés dans le débat sur la structure provinciale ou fédérale des valeurs mobilières. Or, bien que les motivations d'un tel projet soient basées sur les insatisfactions de certains participants et de l'Ontario, notamment quant aux impacts de notre système fragmenté sur le plan de la législation, de son application et des coûts, l'amélioration du modèle provincial actuel pourrait

¹ *Loi constitutionnelle de 1867*, 30&31 Vict., c. 3 (R.-U.), art. 92(13).

² CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Propositions concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières*, en ligne : <<http://www.fin.gc.ca/drleg-apl/csa-lvm-fra.htm>> (consulté le 8 septembre 2014).

³ *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, 2011 CSC 66 (CanLII) ; *Québec (Procureur général) c. Canada (Procureur général)*, 2011 QCCA 591 (CanLII) ; *Reference Re Securities Act (Canada)*, 2011 ABCA 77 (CanLII).

⁴ *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 3, par. 117-121, 128 et 130.

⁵ RÉGIME COOPÉRATIF EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX, *Au sujet du régime coopératif*, en ligne : <<http://ccmr-ocrmc.ca/au-sujet-du-regime-cooperatif/?lang=fr>> (consulté le 9 septembre 2014).

⁶ *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 3, par. 12-23 ; *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 75-89.

également adresser les enjeux de l'encadrement du secteur des valeurs mobilières sans nécessiter un régulateur national.

Des solutions provinciales seraient donc préférables, car selon le professeur Rousseau, « même si l'encadrement provincial demeure perfectible, il n'a pas été établi que la centralisation de la réglementation lui serait supérieure »⁷. Abondant en ce sens, Courchene affirme qu'il « serait mal venu que le gouvernement fédéral justifie sa démarche par les difficultés d'application du régime actuel, alors qu'il pourrait y remédier autrement »⁸. En effet, la question n'est pas de trancher entre une structure unique ou décentralisée, car il n'y a pas de structure idéale⁹. D'ailleurs, le professeur Pan souligne que, dans le choix d'un modèle de régulation, « the most important task is to ensure that there is sufficient regulatory coordination, information sharing, and allocation of resources between regulatory agencies »¹⁰.

Nous proposons alors une recherche coopérative de solutions en matière de réglementation des valeurs mobilières qui soit respectueuse de la compétence des provinces que celles-ci ont toujours exercée de manière à favoriser une plus grande coopération et efficacité dans l'accomplissement de leur mission¹¹. En effet, la vraie solution n'est point de réformer un système fonctionnel et peaufiné par treize régulateurs provinciaux durant plusieurs décennies qui figure parmi les meilleurs au monde¹², mais de travailler de pair pour poursuivre son

⁷ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 96 ; Stéphane ROUSSEAU, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par le Québec et le débat sur une commission nationale des valeurs mobilières*, P.P.G.Q., Vol. V, S.C.C. No 33718, juin 2010, p. 250.

⁸ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 101 ; Thomas COURCHENE, *A Single National Securities Regulator? Public Policy and Political Economy Perspectives*, P.P.G.A., Vol. XVIII, S.C.C. No 33718, juin 2010, p. 288-290.

⁹ Eric SPINK, « Federalism and Securities Regulation in Canada », (2013) Working Paper 2013 – 02, Institute of Intergovernmental Relations School of Policy Studies, Queen's University, p. 5, en ligne : <<http://www.queensu.ca/iigr/WorkingPapers/NewWorkingPapersSeries/SpinkNov242013.pdf>> (consulté le 19 octobre 2014).

¹⁰ Eric J. PAN, « Structural Reform of Financial Regulation », (2011) 19 *Transnational Law & Contemporary Problems* 796, 860.

¹¹ *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, RLRQ, c. A-33.2, art. 4 et 8 (ci-après « L.A.M.F. ») ; *Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c. V-1.1, art. 276 (ci-après « L.V.M. »).

¹² ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *Economic Policy Reforms, Going for Growth 2006*, mars 2006, en ligne :

<<http://www.oecd.org/eco/growth/economicpolicyreformsgoingforgrowth2006.htm>> (consulté le 9 septembre 2014) ; BANQUE MONDIALE ET BANQUE INTERNATIONALE POUR LA RECONSTRUCTION ET LE DÉVELOPPEMENT, *Doing Business 2007 : How to Reform*, en ligne :

évolution. En ce sens, en 1993, la ministre déléguée aux finances du Québec a proposé qu'une réforme avisée et efficace doive plutôt chercher à améliorer le régime en vigueur que de le remettre en cause, de sorte à maintenir la capacité d'innover des provinces et leur contrôle des moteurs de croissance économique, tout en reconnaissant l'importance de l'harmonisation des règles pour éviter le double emploi¹³.

Comme le Renvoi sur la *Loi sur les valeurs mobilières* (ci-après « Renvoi »)¹⁴ « ne traite pas de la question de savoir ce qui constitue un modèle optimal pour réglementer le marché des valeurs mobilières »¹⁵, nous nous intéressons aux améliorations possibles au modèle de régulation actuel pour encadrer et réglementer les marchés financiers dans un contexte de pluralité de normes et de régulateurs. À cet effet, plusieurs approches alternatives au RCM ont été discutées. Par exemple, la perspective selon laquelle le régime d'encadrement des marchés de valeurs canadiens devrait être un amalgame des forces des régulateurs provinciaux appuyés du gouvernement fédéral, chacun selon leurs compétences et leurs capacités, a été abordée dans d'autres mémoires¹⁶. L'Alberta partage aussi cette position en souhaitant un modèle de régulateur coopératif préservant l'autorité des provinces et territoires sur la régulation des valeurs mobilières tout en améliorant le système actuel pour adresser les enjeux soulevés par les gouvernements faisant la promotion d'un régulateur pancanadien¹⁷. Pour ce faire, l'Alberta propose la création de comités pour la mise en application et le risque systémique comme étant

<<http://francais.doingbusiness.org/~media/FPDKM/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/Foreign/DB07-FullReport-French.pdf>> (consulté le 9 septembre 2014) ; FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *Financial System Stability Assessment – Update*, janvier 2008, en ligne : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr0859.pdf>> (consulté le 9 septembre 2014) (ci-après « FMI »).

¹³ QUÉBEC, MINISTÈRE DES FINANCES, *Rapport quinquennal sur la mise en œuvre de la Loi sur les valeurs mobilières*, Québec, 1993, p. 16-19.

¹⁴ *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 3.

¹⁵ *Id.*, par. 10.

¹⁶ Cédric SABBAN, *Fédéralisme, concurrence intergouvernementale et intérêt national dans le domaine des valeurs mobilières au Canada*, mémoire de maîtrise, Montréal, Faculté des études supérieures, Université de Montréal, 2006, p. 3 ; Samantha PIANE, *Less Talk, More Action : Ending the Futile Debate on a Canadian Securities Regulator to Focus on Resolving the Real Issues*, mémoire de maîtrise, Toronto, Faculty of Law, University of Toronto, 2013, p. 4.

¹⁷ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Le Conseil provincial-territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières poursuit la réforme*, 25 juin 2014, en ligne : <<http://www.valeursmobilières.org/2014-0625-communique-francais.pdf>> (consulté le 19 octobre 2014).

une solution plus optimale pour les provinces qu'un régulateur national¹⁸. Quant à l'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'Autorité »), elle privilégie « la poursuite de la collaboration entre les régulateurs provinciaux dans le cadre des ACVM »¹⁹. Cependant, la vision fédérale du fédéralisme coopératif encouragé par la Cour Suprême diffère.

Nous ferons alors valoir que les régulateurs provinciaux peuvent améliorer leur modèle d'encadrement puisqu'ils démontrent depuis nombre d'années leur dynamisme en matière de réglementation des marchés de valeurs et leur capacité à améliorer constamment leur fonctionnement en coopérant entre eux ainsi qu'avec leurs homologues étrangers. Toutefois, pour ce faire, il est nécessaire que le fédéral laisse les régulateurs provinciaux gérer leur évolution, tout en leur permettant d'obtenir davantage d'efficacité dans leurs activités en facilitant leur coordination avec les entités fédérales par la participation de celles-ci aux réformes provinciales envisagées.

Plus spécifiquement, le fait que le Renvoi ait tranché en faveur de la compétence des provinces ne doit pas mener au statu quo, ni au regroupement de certains régulateurs provinciaux avec le gouvernement fédéral, mais plutôt à une amélioration du modèle provincial en palliant les lacunes soulevées à son encontre. Ces lacunes proviennent des limites de l'harmonisation de la réglementation et de la fragmentation du Canada au niveau de sa représentativité internationale, du manque d'efficacité de la mise en application à cause des difficultés de coordination entre les régulateurs provinciaux, les organismes d'autoréglementation (ci-après « OAR ») et les corps policiers ainsi que judiciaires, ainsi que de l'absence de cohésion avec les régulateurs financiers pour la gestion du risque systémique²⁰. Or, bien que des critiques

¹⁸ Richard BLACKWELL, « Alberta to offer securities oversight plan », *The Globe and Mail*, 2 avril 2014, en ligne : <<http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/alberta-to-offer-securities-oversight-plan/article17780867/>> (consulté le 28 octobre 2014).

¹⁹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *La mise en place d'une commission unique des valeurs mobilières : un projet inutile, mémoire présenté au groupe d'expert sur les valeurs mobilières*, juillet 2008, p. viii, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/publications/professionnels/val-mob/memoire-commission-unique.pdf>> (consulté le 17 septembre 2014).

²⁰ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 367 ; Jeremy FRAIBERG, « Finding Common Cause : The Renewed Quest for a National Securities Regulator », (2012) *Institut C.D. HOWE*, p. 2, en ligne : <http://cdhowe.org/pdf/e-brief_136.pdf> (consulté le 12 septembre 2014) ; GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, « Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières », Toronto, juin 2006, p. 6, en

aient été formulées à l'égard de la régulation provinciale, un changement de paradigme pour un encadrement national n'est pas nécessaire et n'apporterait pas davantage d'efficacité que d'envisager de nouvelles avenues pour améliorer le modèle actuel.

Dans le contexte de la recherche d'améliorations au modèle de régulation, la notion d'efficacité de l'action des régulateurs provinciaux, soit l'« appréciation de l'adéquation du moyen à la fin poursuivie »²¹, est centrale pour déterminer les innovations à apporter à l'encadrement actuel relativement aux enjeux de la multiplicité de la régulation entraînant la nécessité d'harmoniser les règles ainsi que de coordonner les activités réglementaires afin d'atteindre de meilleurs résultats au niveau de la réglementation et de son application tout en diminuant les coûts engendrés²². En particulier, la multiplicité de régulateurs affecte l'efficacité de leur action en entraînant des dédoublements dans les inspections, les enquêtes, les poursuites, la création de la réglementation et même dans l'octroi de dispenses vu la division des compétences. Cette multiplicité provient de la participation, directement ou indirectement, d'entités provinciales, interprovinciales, nationales et internationales à la régulation des valeurs mobilières du Canada. Outre la multiplicité de régulateurs, nous devons aussi considérer la pluralité des normes : lois, règlements, avis, instructions générales, codes, règles de pratique, etc. Or, la quantité de ces normes nuit-elle à leur application? Comment les normes des divers régulateurs s'harmonisent-elles et interagissent-elles dans l'environnement légal transnational? Y a-t-il des gains d'efficacité possibles en réduisant les dédoublements entre les régulateurs et leurs diverses règles ou en cherchant des économies d'échelle au niveau des ressources? Pouvons-nous mettre en place des initiatives moins dispendieuses permettant d'accomplir les objectifs de la régulation?

ligne : <http://docs.otpp.com/Crawford_Panel_final_paper_fr.pdf> (consulté le 28 octobre 2014) ; Michael J. TREBILCOCK, *Rapport sur un organisme national de réglementation des valeurs mobilières*, P.P.G.C., S.C.C. No 33718, 20 mai 2010, p. 366-369.

²¹ Yves-Marie LAITHIER, *Étude comparative des sanctions de l'inexécution du contrat*, Paris, L.G.D.J., 2004, p. 20 ; L'efficacité se définit également comme étant l'atteinte des objectifs poursuivis par les normes élaborées ou par les autres moyens utilisés à cet effet, les mécanismes pour mettre en application la conformité et les incitatifs à se conformer aux règles ; Stéphane ROUSSEAU, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, Montréal, Thémis, 2012, p. 29 ; Cécile PÉRÈS, «Rapport introductif», dans Sylvain BOLLÉE, Yves-Marie LAITHIER et Cécile PÉRÈS (dir.), *L'efficacité économique en droit*, Paris, Economica, 2010, p. 1, à la page 9.

²² Anne-Lise SIBONY, *Le juge et le raisonnement économique en droit de la concurrence*, Paris, L.G.D.J., 2008, p. 88.

Les enjeux mentionnés ci-dessus et les questionnements afférents auxquels nous proposerons des pistes de solutions posent des défis pour la réalisation efficace de la mission des régulateurs provinciaux. D’abord, nous analyserons comment renforcer les mesures d’harmonisation des régulateurs provinciaux par un régime de passeport élargi et un plus grand rôle des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après « ACVM ») tout en préservant la flexibilité pour l’innovation provinciale et le respect des particularités des marchés locaux. Ensuite, nous évaluerons la mise en application de la législation en valeurs mobilières, ses lacunes et les solutions possibles dont l’amélioration de la coopération canadienne par la création d’une agence nationale responsable des enquêtes et des poursuites ainsi que d’un tribunal quasi judiciaire d’adjudication commun dans chacune des provinces canadiennes et la réciprocité des décisions. Enfin, nous étudierons les mesures pour une plus grande cohésion au niveau de la stabilité financière afin de prévenir le risque systémique en instaurant un Conseil de stabilité financière permettant le partage d’information entre les régulateurs provinciaux et les entités fédérales.

Dans le cadre de ces aspects, nous verrons qu’une plus grande participation à la création d’alliances internationales par les régulateurs provinciaux ainsi que la création d’une délégation canadienne représentant les ACVM aux forums internationaux permettraient d’accomplir les objectifs de cohésion au niveau international. En effet, l’amélioration des fonctions de régulation nécessite, de la part des régulateurs provinciaux, des relations renforcées avec des régulateurs étrangers responsables de divers secteurs des marchés financiers pour répondre à la globalisation. Ainsi, dans un modèle amélioré, les régulateurs provinciaux créent des liens avec les autres régulateurs, comme les OAR et les entités prudentielles, par la coopération, le dialogue et la participation à des comités. Ce qui doit être facilité est donc l’interaction entre tous les régulateurs pour surveiller efficacement les activités financières affectant leurs marchés locaux. Voici donc des solutions aux enjeux de la régulation provinciale des valeurs mobilières favorisant un modèle d’encadrement alternatif respectueux de la compétence provinciale et prônant la coopération entre des entités de plusieurs ressorts sans nécessiter un régulateur national pour ce faire.

1. Harmonisation de la réglementation et coordination des processus réglementaires

L'encadrement actuel du secteur des valeurs mobilières au Canada est caractérisé par un corpus normatif abondant provenant des treize régulateurs provinciaux comprenant: lois, règlements nationaux, locaux ou multilatéraux, instructions générales, avis, dispenses, politiques, décisions, etc. La multiplicité de ces sources de droit, ayant chacune leur portée et un poids juridique différent, en plus d'une interprétation dépendant du régulateur qui l'administre, requiert une connaissance spécialisée pour faire face à la complexité ainsi engendrée. Pour illustrer l'ampleur de la réglementation des valeurs mobilières, en 2004, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique administrait 22 517 exigences réglementaires sans compter celles incombant aux OAR²³. Au corpus des régulateurs provinciaux s'ajoutent également les principes internationaux, les règles des OAR et des infrastructures de marché reconnues ou dispensées, telles que les bourses, ainsi que la législation fédérale et provinciale applicable notamment en matière de droit commun et pour la protection des informations personnelles ou concernant l'utilisation des technologies. En surplus, les dernières années, parsemées de scandales financiers et affligées d'une crise financière, ont mené à une augmentation de la réglementation.

Toutefois, cette complexité réglementaire n'est pas seulement le fruit du système de régulation canadien fragmenté. En effet, un niveau de réglementation adéquat, considérant les objectifs de la réglementation, nécessite une adaptation à la complexité croissante de l'industrie financière et à son rôle dans l'économie mondiale propulsée par une meilleure gestion de l'information ainsi que l'essor de l'ingénierie financière²⁴. De plus, des causes telles l'« economic growth and technological advances, the internationalization of capital markets,

²³ CANADA, INDUSTRIE CANADA, *Regulatory Burden: Reduction and Measurement Initiatives*, mars 2005, p. 41, en ligne : <<http://publications.gc.ca/collections/Collection/Iu188-30-2006E.pdf>> (consulté le 8 décembre 2014).

²⁴ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Le défi de réglementer les marchés financiers au Québec : Allocution présentée par Mario Albert, président-directeur général, devant le Cercle de la finance internationale de Montréal*, 29 mai 2012, p. 4, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/salle-de-presse/discours/2012/pdf-cercle-finance-montreal-2012-05-29.pdf>> (consulté le 13 décembre 2014).

the increasingly wide range and high value of securities and the growing numbers of investors (with varying levels of expertise) active in securities markets »²⁵ sont aussi tributaires de la complexité du corpus légal nécessaire pour encadrer complètement les marchés et les activités s’y déroulant. Ainsi, les innovations financières ont affecté la régulation des valeurs mobilières par la déterritorialisation des activités, notamment par la venue de plateformes virtuelles de négociation²⁶, et par la délégation vu l’affluence de normes non étatiques afin d’atteindre les buts poursuivis de manière efficace par des moyens évolutifs plutôt que conformément aux règles strictes de la rationalité juridique formelle.

Constatant cette complexité ainsi que son impact sur les participants interprovinciaux, des réformes ont tenté de réduire le fardeau réglementaire et de conformité par des initiatives d’harmonisation. Préférée à l’uniformisation, l’harmonisation consiste en la sélection de principes communs sur lesquels se fonde la réglementation et la mise en œuvre du système de régulation afin que les effets soient les mêmes dans chaque province ou territoire par une interprétation et une application similaire²⁷. Il en résulte la diminution des exigences contradictoires possibles par la similarité des objectifs qui empêche également les lacunes réglementaires pouvant entraîner des inégalités injustifiables dans le contexte des besoins locaux²⁸. À cet égard, l’harmonisation favorise la concurrence interprovinciale en laissant une place à l’innovation des politiques et à leur adaptation aux particularités locales tout en évitant « des pratiques locales susceptibles de nuire à l’efficacité du marché et même de provoquer des distorsions néfastes, comme la recherche par des intervenants de la juridiction la moins

²⁵ David JOHNSTON, Kathleen DOYLE ROCKWELL et Cristie FORD, *Securities regulation in Canada*, 5^e éd., Markham, LexisNexis, 2014, p. 1.

²⁶ Gearoid TUATHAIL, « Borderless worlds? Problematising discourses of deterritorialisation », (1999) 4 *Geopolitics* 139, 145.

²⁷ David JOHNSTON et Kathleen DOYLE ROCKWELL, *Securities regulation in Canada*, 4^e éd., Markham, LexisNexis, 2006, p. 461 ; D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, par. 20.70 ; CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada : un Régime de réglementation interprovincial*, juin 2003, en ligne : <http://www.valeursmobilières.org/securities_discussion_paper_francais.pdf> (consulté le 9 décembre 2014).

²⁸ FMI, *Canada: Financial Sector Assessment Program. IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation-Detailed Assessment of Implementation*, IMF Country Report No. 14/73, mars 2014, p. 38 et 43, en ligne : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1473.pdf>> (consulté le 19 octobre 2014).

exigeante ou protégeant le moins les investisseurs »²⁹.

Les initiatives d'harmonisation de la réglementation provinciale que nous présenterons dans ce chapitre ont donné lieu à de réelles améliorations de sorte que le défi est davantage de diminuer la complexité de l'encadrement que l'harmonisation de la réglementation³⁰. Nous aborderons alors les aspects perfectibles de la régulation tels que les délais résultant de la négociation de la réglementation pancanadienne. Puis, les limites du régime de passeport, qui ne comprend pas les activités reliées aux dérivés ni la reconnaissance d'infrastructures de marché, causent de multiples démarches alourdissant le processus d'approbation des régulateurs provinciaux pour les activités et les participants situés dans plusieurs provinces ou territoires, ce qui emporte la duplication des coûts de conformité ainsi que des ressources nécessaires traiter pour les demandes.

Par ailleurs, dans le contexte de la globalisation des marchés, la réglementation élaborée de concert entre les régulateurs provinciaux au niveau des ACVM découle souvent des principes et sujets issus des travaux et discussions des comités internationaux. Nous pouvons alors parler de gouvernance globale par la prolifération de systèmes transfrontaliers provoquant l'hybridation du droit territorial et international³¹. Or, nombre de critiques à l'encontre du régime canadien portent sur l'absence de voix pour le Canada sur la scène internationale et sur le fait que les régulateurs étrangers ne savent pas qui est leur homologue lorsqu'ils traitent de problématiques comportant une facette canadienne. Cet aspect de la réalité canadienne ne semble toutefois pas diminuer le poids des régulateurs provinciaux pour influencer les décisions de politique internationale, mais il rend plus difficile l'évaluation de la conformité du système canadien avec les principes internationaux.

En réponse à ces enjeux, les solutions présentées pour améliorer le modèle de régulation seront de l'ordre de l'élargissement de la portée du régime de passeport afin d'englober d'autres

²⁹ *Québec (Procureur général) c. Canada (Procureur général)*, préc., note 3, par. 444.

³⁰ Dominic PARADIS et Mélanie VIGUIÉ-BILODEAU, « Notions fondamentales sur la réglementation du marché des valeurs mobilières », dans *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit des affaires », *Courtiers en valeurs mobilières et autres intermédiaires financiers*, fasc. 1, Montréal, LexisNexis Canada, version étudiante, par. 1.1.

³¹ Saskia SASSEN, « Qui gouverne la mondialisation? », (2007) 180 *Sciences Humaines* 48, 48.

activités, de formaliser le rôle des ACVM dans les marchés canadiens en leur octroyant une personnalité juridique et des pouvoirs supérieurs pour participer aux comités internationaux afin de renforcer les relations extraterritoriales. Une telle réforme, sans remettre le régime actuel en cause, permettrait tout de même de l'améliorer en facilitant les activités transfrontalières tout en participant à un encadrement plus efficace dans un contexte de globalisation des marchés par la réglementation et la surveillance reconnues mutuellement entre les régulateurs.

1.1 Mesures d'harmonisation en place

Depuis nombre d'années, les régulateurs provinciaux se regroupent sous le couvert des ACVM pour coordonner l'élaboration de réglementation harmonisée et participer à des comités conjoints sur des sujets de régulation pour la rédaction de règlements nationaux, l'élaboration de protocoles de surveillance et le maintien de bases de données publiques canadiennes notamment. Cette approche consensuelle des régulateurs provinciaux permet l'expérimentation et l'innovation locale tout en favorisant un corpus réglementaire réfléchi collectivement pour une meilleure qualité. En effet, le désir d'obtenir un consensus et le processus plus lent pour arriver à cette unité pancanadienne permettent d'élaborer des politiques réglementaires rationnelles en prenant le temps d'assembler les faits et de les interpréter³² tout en considérant les enjeux locaux. Ainsi, les ACVM ont donné lieu à de multiples innovations, dont un protocole d'entente sur la surveillance des bourses ainsi que des systèmes centralisés pour rapporter l'information continue, l'information sur les inscrits et les déclarations d'initiés, en plus des nombreux règlements pancanadiens dans plusieurs secteurs des valeurs mobilières.

Également, la création du Conseil provincial territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières (ci-après « Conseil provincial ») a permis une réforme

³² Ezra SPILKE, *Why Canada's "Costly" Securities Regulation Regime Ensures Better Decision-making*, mémoire de maîtrise, Toronto, Faculty of Law, University of Toronto, 2012, p. 45, en ligne: <https://tspace.library.utoronto.ca/bitstream/1807/33540/3/Spilke_Ezra_M_201211_LLM_thesis.pdf.pdf> (consulté le 2 décembre 2014).

harmonisée du système de régulation et la mise en œuvre du régime de passeport réunissant toutes les provinces et territoires sauf l'Ontario. Le passeport est nécessaire à l'amélioration du système de régulation puisqu'il permet d'éviter la redondance entre les régulateurs dont les responsabilités d'encadrement de certains participants, produits, entités ou activités se chevauchent³³. En effet, grâce au passeport, les courtiers, les conseillers et leurs représentants, de même que les émetteurs n'accomplissent de démarches d'inscription ou de dispense qu'auprès de leur régulateur principal pour qu'elles soient valides dans chacune des provinces et des territoires où ils exercent leurs activités. Il en est de même pour les sociétés publiques pouvant ainsi déposer leurs documents auprès de leur régulateur principal seulement³⁴. De manière générale, les participants de l'industrie n'ont alors qu'à se conformer aux règles d'un régulateur provincial, ce qui amenuise l'impact du pluralisme juridique, permettant conséquemment des économies substantielles liées à la diminution des interactions avec de multiples régulateurs et à la conformité à plusieurs systèmes juridiques. De leur côté, les régulateurs provinciaux n'ont qu'à surveiller les participants qui sont inscrits dans leur province, ce qui diminue considérablement leur fardeau d'encadrement. Ainsi, bien que les provinces conservent leur autonomie en matière de régulation des valeurs mobilières, elles déploient les efforts nécessaires pour leur coordination réglementaire afin de réduire les barrières divisant les marchés canadiens³⁵.

D'une perspective globale, les initiatives de regroupement des régulateurs de diverses juridictions au sein de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (ci-après « OICV ») pour l'élaboration de principes communs et leur consultation sur les enjeux de la réglementation permettent de répondre à la problématique de la multiplication des régulateurs et de leurs règles imposées aux marchés transnationaux.

Bref, cette section approfondira les initiatives provinciales pour l'harmonisation de l'encadrement des valeurs mobilières, dont la coopération interprovinciale, par les ACVM permettant la réglementation harmonisée, un régime de régulateur principal pour la

³³ E. J. PAN, préc., note 10, 808.

³⁴ *Règlement 11-102 sur le régime de passeport*, RLRQ, c. V-1.1, r. 1 (ci-après « Règlement 11-102 »).

³⁵ E. J. PAN, préc., note 10, 825.

surveillance des bourses, des systèmes informatiques centralisés pour le dépôt de documents réglementaires, le régime de passeport et la création du Conseil provincial ainsi que les efforts d'harmonisation internationale. Ces initiatives permettent effectivement de réduire les sources d'inefficacité reliées à la décentralisation du système tout en préservant ses avantages.

1.1.1 Initiatives des ACVM

Les ACVM forment une entité informelle participative regroupant les régulateurs des treize juridictions canadiennes en valeurs mobilières. Leur mandat est l'amélioration, la coordination, et l'harmonisation pancanadienne de la réglementation des marchés des capitaux par l'obtention de consensus sur les politiques « pour offrir une protection adéquate aux investisseurs et des services efficaces aux participants au marché, tout en conservant la souplesse et l'innovation qui caractérisent notre système de réglementation provincial »³⁶. Toutefois, la participation aux initiatives des ACVM n'est pas obligatoire. Tout régulateur provincial peut alors décider de ne pas adopter les règlements élaborés conjointement ou de les modifier à sa guise puisque les ACVM n'ont pas de pouvoirs de régulation ni de pouvoirs exécutoires ou de supervision. L'Autorité est tout de même d'avis que l'approche des ACVM doit perdurer puisque les régulateurs provinciaux ont tous intérêt à coopérer pour l'harmonisation de la réglementation des marchés des capitaux canadiens, considérant la pression de leurs participants et des régulateurs internationaux dans cette direction, surtout qu'il s'agit d'une solution respectueuse de la division des pouvoirs constitutionnels et de la diversité des marchés locaux³⁷.

Quant à leur structure, les ACVM sont composées d'un président et d'un vice-président élus par ses membres à chaque deux ans parmi les présidents des régulateurs provinciaux³⁸. Le président des ACVM convoque une réunion en personne des présidents des régulateurs

³⁶ ACVM, *Présentation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières*, p. 5, en ligne : <http://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/uploadedFiles/General/pdfs_fr/Introduction_to_CSA_170206_Fre.pdf> (consulté le 2 novembre 2014).

³⁷ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. viii.

³⁸ ACVM, préc., note 36, p. 6.

provinciaux trimestriellement et mensuellement par téléphone³⁹. Un autre organe de gestion des ACVM est le Comité de coordination de la réglementation qui est formé des présidents de huit des régulateurs provinciaux nommés pour un mandat de deux ans⁴⁰. Il tient des appels téléphoniques toutes les deux semaines pour effectuer le suivi des projets des ACVM et des questions courantes dans le but de formuler des recommandations visant à accélérer l'élaboration des politiques et la prise de décisions corrélatives ou à résoudre les disputes⁴¹.

Au niveau du fonctionnement des ACVM, les projets sont coordonnés par le secrétariat général permanent qui assure leur efficacité par un suivi des progrès, la gestion des bases de données nationales et un support logistique⁴². Pour la réalisation des travaux de politiques et des programmes réglementaires, des comités permanents comme les comités sur l'application des lois et sur le risque systémique ou des comités chargés de projets, par exemple le comité des dérivés, formés par des représentants des membres, se réunissent en personne, tiennent des conférences téléphoniques et discutent quotidiennement⁴³.

Il s'avère pertinent de spécifier que seulement neuf des treize membres des ACVM disposent d'un régime de régulation des valeurs mobilières complet avec des administrations élaborées dévouées à ce secteur⁴⁴. Par contre, seules les quatre plus grandes provinces exercent une réelle influence au sein des ACVM alors que les autres suivent plutôt leurs initiatives⁴⁵. Cela s'explique par le fait que 97 % des émissions au Canada sont faites dans ces provinces⁴⁶.

Ainsi, les ACVM, par leur structure organisée et fonctionnelle depuis une dizaine d'années, permettent l'échange d'information, la collaboration, la discussion et l'harmonisation entre les

³⁹ *Id.*

⁴⁰ ACVM, *Structure des ACVM*, en ligne: <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=92> (consulté le 12 décembre 2014).

⁴¹ ACVM, préc., note 36, p. 6.

⁴² FMI, préc., note 28, p. 38.

⁴³ ACVM, préc., note 36, p. 6.

⁴⁴ D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, préc., note 27, p. 14.

⁴⁵ *Id.*

⁴⁶ Jean-Marc SURET et Cécile CARPENTIER, « Canadian Securities Regulation : Issues and Challenges », CIRANO Working Paper 2003RP-12, Université Laval, 2003, p. 3, en ligne: <<http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2003RP-12.pdf>> (consulté le 1 janvier 2015).

régulateurs provinciaux. Son rôle est primordial puisqu'il a permis un régime qualifié de hautement harmonisé dans la plupart des secteurs de la régulation des marchés des capitaux par le Fonds monétaire international (ci-après « FMI »)⁴⁷. De plus, les ACVM favorisent le partage de connaissances sectorielles et la sensibilité aux enjeux locaux.

Nous nous pencherons d'abord, dans cette section, sur les objectifs des ACVM relativement au maintien d'un cadre réglementaire compétitif et reconnu internationalement ainsi qu'à l'élaboration de « réglementation innovatrice, souple, adaptée et centrée sur les menaces importantes pesant sur les investisseurs et l'intégrité des marchés »⁴⁸. Puis, nous regarderons les ententes de surveillance des infrastructures de marché reconnues par plusieurs régulateurs pour terminer sur les réalisations au niveau de la coordination et de la simplification des activités administratives par les systèmes électroniques notamment. Nous démontrerons ainsi que les ACVM gèrent bien les difficultés inhérentes à la structure de réglementation décentralisée par leur structure permettant aux régulateurs provinciaux de participer aux décisions de politiques réglementaires conjointes ainsi qu'aux comités ou groupes de travail sur divers aspects de la régulation. Bien que l'application de la loi soit aussi un objectif important des ACVM pour lequel des initiatives ont été prévues, cet aspect sera abordé dans notre prochain chapitre.

1.1.1.1 Réglementation pancanadienne

De la coopération entre les régulateurs provinciaux par les ACVM a résulté une convergence de leurs normes réglementaires⁴⁹ suite à des négociations d'égal à égal sur la réglementation à développer. Or, ayant commencé le processus d'harmonisation de la réglementation au Canada, il ne semble plus possible de se priver de ses nombreux avantages, dont « le contrepoids et l'arbitrage constants que cette structure impose entre les points de vue des participants »⁵⁰. À cela s'ajoute l'élimination de l'opportunité pour les participants de choisir

⁴⁷ FMI, préc., note 28, p. 5.

⁴⁸ ACVM, préc., note 36, p. 11.

⁴⁹ E. J. PAN, préc., note 10, 814.

⁵⁰ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 10.

de s'installer dans une province où les exigences sont moins élevées et l'épargne qu'ils font en n'ayant pas à évaluer les différences entre chaque régime⁵¹. De plus,

« [c]ela permet aux régulateurs de mieux se coordonner, à l'industrie d'avoir essentiellement un seul ensemble de règles à respecter, aux entités réglementées opérant dans plusieurs territoires d'épargner sur leurs coûts de conformité, aux assujettis de se concurrencer à armes égales et à l'épargnant d'être protégé partout dans la même mesure et de la même façon »⁵².

C'est pourquoi les ACVM travaillent depuis des années à l'élaboration de règlements nationaux, multilatéraux ou modèles, adaptés localement, afin de répondre aux enjeux des marchés canadiens tout en réduisant les doublages entre les provinces. Grâce à ces efforts, il y avait, en 2014, 40 règlements nationaux ou multilatéraux portant sur plusieurs secteurs de la régulation des valeurs mobilières⁵³. Peu de champs de la réglementation demeurent donc distincts. Ainsi, sans être identiques, les exigences réglementaires sont suffisamment similaires, puisqu'elles partagent des principes communs sur le fond, pour éviter de créer un avantage par rapport aux autres ou une lacune, tout en permettant des différences fondées sur les besoins locaux particuliers⁵⁴. Par exemple, ces particularités locales peuvent prendre la forme d'exclusions pour certaines provinces à des dispositions lorsqu'elles n'ont pas les pouvoirs nécessaires, de définitions spécifiques ou de références à d'autres règles locales. En outre, même si ces règlements ainsi que leur instruction générale sont négociés et rédigés en commun, ils doivent être adoptés séparément dans chacune des provinces ou des territoires selon leur propre processus législatif. Les modifications et l'application des règlements communs s'effectuent en coopérant par les comités permanents ou ad hoc.

Finalement, les ACVM considèrent les priorités et les enjeux locaux et pancanadiens dans l'élaboration de la réglementation harmonisée au Canada en cherchant des solutions novatrices

⁵¹ E. J. PAN, préc., note 10, 813.

⁵² CSF, *Mémoire de la Chambre de la sécurité financière en réponse à la consultation relative à l'harmonisation de la réglementation du secteur de l'épargne collective*, 7 décembre 2010, p. 13, en ligne : <https://www.chambresf.com/static/fr-CA/documents/memoires/mem-csf-20101206-vf.pdf> (consulté le 20 octobre 2014)

⁵³ FMI, préc., note 28, p. 9.

⁵⁴ *Id.*, p. 38 et 43.

pour l'évaluation des risques et une réponse efficace à ceux-ci⁵⁵. Elles laissent aussi la possibilité à chaque régulateur participant d'adapter les règlements en fonction de ce qui est approprié pour remplir sa mission de protection des investisseurs et d'efficience des marchés dans sa juridiction locale selon sa taille, son histoire, sa géographie, etc. pour ne pas agir à son détriment⁵⁶. Dans tous les cas, les ACVM sont menées par des principes directeurs dans l'élaboration d'un seul cadre réglementaire pour les participants afin qu'il soit « sûr pour les investisseurs, économique pour les participants au marché et efficace pour la collecte de capitaux »⁵⁷ de sorte que les marchés des capitaux canadiens soient compétitifs et conservent leur réputation internationale. De plus, elles encouragent la clarté et la facilité de compréhension des règlements pour les participants⁵⁸. Ainsi, l'harmonisation de la réglementation a aussi permis de simplifier les processus réglementaires au bénéfice des émetteurs et des participants.

Par ailleurs, les ACVM ont, par le passé, rédigé une loi sur les valeurs mobilières uniforme pour adoption par tous les régulateurs provinciaux, mais plusieurs raisons ont mis fin au processus⁵⁹, dont la préférence de l'harmonisation à l'uniformisation et la venue du régime de passeport. Néanmoins, le fédéral a repris cet exercice d'uniformisation des lois provinciales pour la création du RCM⁶⁰, rejetant ainsi le passeport et l'harmonisation pancanadienne.

1.1.1.2 Ententes de surveillance des infrastructures de marché

Au-delà d'une réglementation pancanadienne aux saveurs locales, les ACVM ont aussi répondu au besoin de coordination dans la surveillance des infrastructures de marché communes. Par exemple, un protocole d'entente sur la surveillance des bourses et des

⁵⁵ COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, « C'est le temps d'agir », Ottawa, Ministère des Finances, 2003, p. 23, en ligne : <<http://publications.gc.ca/collections/Collection/F2-172-1-2003F.pdf>> (consulté le 5 janvier 2015) (ci-après « Comité de personnes averties »).

⁵⁶ FMI, préc., note 28, p. 34.

⁵⁷ ACVM, préc., note 36.

⁵⁸ *Id.*

⁵⁹ COMITÉ DE PERSONNES AVERTIES, préc., note 55, p. 23.

⁶⁰ CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés des capitaux*, août 2014, p. 3, en ligne : <<http://www.fin.gc.ca/n14/docs/moa-pda-fra.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014).

systemes de cotation et de déclaration des opérations⁶¹, convenu en 2002 et révisé en 2009⁶², prévoit la concertation entre les régulateurs provinciaux ayant reconnu ces marchés secondaires organisés⁶³. Leur surveillance ne relève alors que de leur régulateur principal qui suit le plan qu'il a établi pour vérifier l'application des normes de fonctionnement et de la réglementation de ces marchés par l'infrastructure supervisée ainsi que ses activités⁶⁴. Il informe les autorités de dispense de sa surveillance et leur fournit les informations importantes sur demande⁶⁵. Bref, les protocoles d'entente empêchent le dédoublement des activités de surveillance des régulateurs en plus de favoriser le développement de l'expertise du régulateur principal qui a un intérêt dans le succès des infrastructures de marché qu'il supervise⁶⁶.

Autrement, pour la surveillance des OAR, les régulateurs provinciaux les ayant reconnus se regroupent sous le comité permanent de surveillance des OAR, formé par les ACVM, lequel établit des programmes de surveillance officiels du respect des conditions de leurs décisions de reconnaissance par des protocoles d'entente⁶⁷. Les programmes de surveillance visent l'examen des règlements, des rapports et des activités de supervision des OAR par leurs autorités de reconnaissance, chacune dans leur juridiction, suite à quoi le régulateur principal coordonne le processus de mise en commun des inspections locales⁶⁸. De plus, des réunions et conférences téléphoniques ont lieu périodiquement entre les autorités de reconnaissance et les OAR pour discuter des problèmes actuels ou éventuels, des nouveautés et de solutions⁶⁹.

Ces initiatives permettent une coordination des procédures de surveillance de l'application des décisions de reconnaissance octroyées par plusieurs régulateurs provinciaux et des pouvoirs

⁶¹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Protocole d'entente sur la surveillance des bourses et des systèmes de cotation et de déclaration d'opérations*, 2010, en ligne: <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/prot-entente-fr.pdf>> (consulté le 15 décembre 2014).

⁶² S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 74.

⁶³ Il s'agit des commissions de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, du Manitoba, de la Saskatchewan, de l'Ontario et du Québec.

⁶⁴ S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 75.

⁶⁵ ACVM, préc., note 36, p. 7.

⁶⁶ Pierre LORTIE, « Securities Regulation: The Case for Effectiveness », (2011) 19 *IRPP Study* 15, en ligne: <<http://irpp.org/wp-content/uploads/assets/research/competitiveness/new-research-article/IRPP-Study-no19.pdf>> (consulté le 15 décembre 2014).

⁶⁷ ACVM, préc., note 36, p. 17.

⁶⁸ *Id.*

⁶⁹ *Id.*

réglementaires qu'ils ont délégués.

1.1.1.3 Programmes électroniques pancanadiens

L'harmonisation des procédures réglementaires par la mise en place de quatre bases de données électroniques pancanadiennes, appartenant aux ACVM, contribue à diminuer les coûts et à faciliter l'accès à l'information⁷⁰. D'abord, le système électronique de déclaration des initiés a été lancé en 2003 pour permettre le dépôt électronique des déclarations d'initiés⁷¹. Le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (ci-après « SEDAR »), pour sa part lancé en 1997, constitue un système « de dépôt électronique et de conservation des documents prévus par la réglementation et notamment des documents concernant les opérations effectuées par les émetteurs inscrits en bourse »⁷². Puis, la base de données nationale d'inscription, existant depuis 2003, vise les demandes d'inscription, leur modification et leur renouvellement, ainsi que le paiement des frais afférents⁷³. Elle accélère le traitement des demandes d'inscription en permettant aux divers régulateurs de les traiter électroniquement en simultanément. Les dépôts sur ces bases de données sont valides pour tous les régulateurs et permettent l'accès au public pour consultation⁷⁴. La dernière, créée en 2005, est la base de données nationale des interdictions d'opérations sur valeurs pour répertorier les ordonnances rendues par les régulateurs provinciaux ou par un autre régulateur contre un assujetti ayant fait défaut de respecter ses obligations réglementaires d'information continue ou suite à des mesures d'application.

Les avantages notables des systèmes électroniques sont la diminution des coûts d'entreposage, de traitement et de recherche des documents par leur dépôt à un seul endroit pour tous les régulateurs provinciaux et qui est accessible au public⁷⁵. Enfin, les programmes électroniques pancanadiens élaborés par les ACVM visent l'amélioration de « l'efficacité, l'efficience et la

⁷⁰ *Id.*, p. 8.

⁷¹ *Id.*

⁷² *Id.*

⁷³ *Id.*

⁷⁴ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 10.

⁷⁵ S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 80 et 81.

compétitivité de l'encadrement du marché »⁷⁶.

Pour conclure sur le rôle important d'harmonisation des ACVM, plusieurs initiatives ont été développées par celles-ci pour diminuer les dédoublements reliés à la multiplicité des normes applicables aux participants interprovinciaux et à l'impact du nombre de régulateurs avec lesquels ils doivent faire affaire qui ont chacun leurs propres objectifs de régulation potentiellement contradictoires. Les initiatives des ACVM ont servi à élaborer un encadrement adapté aux marchés interprovinciaux tout en mettant les innovations technologiques à profit pour permettre un système compétitif et efficace. En effet, les ACVM favorisent le rapprochement des régulateurs provinciaux pour la réalisation de leurs activités réglementaires afin qu'ils discutent des enjeux de leurs marchés pour trouver le meilleur encadrement possible pour tous.

En outre, nous devons mentionner que les régulateurs provinciaux eux-mêmes prennent des initiatives d'harmonisation avec leurs homologues sans les ACVM. En guise d'exemple, des projets de loi du ministère des finances provincial visent à adapter le corpus légal québécois afin qu'il soit égal aux avantages offerts par la législation des autres provinces et territoires, en faisant les adaptations nécessaires pour répondre aux notions et au vocabulaire civiliste⁷⁷. Ainsi, même le *Code civil du Québec*, la *Loi sur les valeurs mobilières* (ci-après « L.V.M. »)⁷⁸ et d'autres lois privées sont harmonisés avec la législation applicable ailleurs et adaptés pour permettre de déterminer la loi applicable aux valeurs mobilières en cas de conflit de lois⁷⁹ lorsque plusieurs juridictions sont impliquées.

1.1.2 Régime de passeport canadien

Au-delà des ACVM, le Conseil provincial, rassemblant les ministres provinciaux et

⁷⁶ FRASER MILNER CASGRAIN LLP, « Les défis de l'intégration de l'économie québécoise aux marchés des capitaux canadiens et américains », 11 février 2013, p. 6, en ligne :

<http://acjt.ca/medias/63/Memoire_FMC_Examen_du%20projet_de_loi_14.pdf> (consulté le 1 décembre 2014).

⁷⁷ *Québec (Procureur général) c. Canada (Procureur général)*, préc., note 3, par. 444.

⁷⁸ L.V.M.

⁷⁹ C.c.Q., art. 3108.1-3108.8.

territoriaux responsables, établit les orientations à prendre en approuvant « les stratégies et les plans d'action pour améliorer le cadre réglementaire des valeurs mobilières »⁸⁰. Constitué en 2004 par le *Protocole d'entente provincial – territorial sur la réglementation des valeurs mobilières*⁸¹ (ci-après « Protocole d'entente provincial »), il a pris plusieurs résolutions pour une réforme pancanadienne des valeurs mobilières dont la plus importante a été la création du régime de passeport. Dans le cadre de ses rencontres annuelles, le Conseil provincial assume sa responsabilité de discuter des enjeux en matière de politiques réglementaires pour orienter les régulateurs provinciaux dans l'établissement de leurs priorités. À cet effet, il prépare un échéancier de mise en œuvre de l'élaboration de la réglementation harmonisée qu'il surveille et révisé⁸². De plus, le Conseil provincial surveille le fonctionnement du régime de passeport, analyse l'efficacité des règlements harmonisés et révisé le Protocole d'entente provincial⁸³. Ce dernier lie les provinces et territoires quant au respect de certains principes tels :

« [d]es normes les plus rigoureuses de protection des investisseurs appliquées efficacement et de façon cohérente; [l]'accès efficace au capital; [l]a mise en œuvre d'une réglementation efficace, efficiente et simplifiée; [l]a capacité d'adaptation à l'évolution des marchés; [l]a transparence, l'accessibilité et la fiabilité du cadre réglementaire pour les parties intéressées, dans une structure clairement établie de reddition de comptes auprès des autorités publiques; [d]es lois régissant les valeurs mobilières hautement harmonisées et la définition de paramètres encadrant les exceptions reflétant les particularités locales et régionales »⁸⁴.

Ce Protocole d'entente provincial signé par les ministres responsables, reconnaissant l'importance de la participation des régulateurs provinciaux aux ACVM, procure une certitude et une pérennité aux efforts d'harmonisation pancanadienne et de coopération interprovinciale. Par ailleurs, il permet que des règles locales soient adoptées pour que les régulateurs provinciaux innovent et expérimentent de nouvelles avenues. Pour ce faire, tout projet de loi

⁸⁰ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Protocole d'entente provincial – territorial sur la réglementation des valeurs mobilières*, 2004, art. 3.1, en ligne : <http://www.valeursmobilières.org/2004_0930_mou_francais.pdf> (consulté le 16 décembre 2014) (ci-après « Protocole d'entente provincial »).

⁸¹ *Id.*

⁸² *Id.*, art. 3.1 et 3.2.

⁸³ *Id.*, art. 3.1.

⁸⁴ *Id.*, art. 2.1.

non harmonisé doit d'abord être justifié en fonction des politiques gouvernementales, puis les moyens de minimiser les incidences de ces règles locales sur les autres juridictions et sur l'efficacité du régime de passeport pour assurer son intégrité sont présentés⁸⁵.

Plus particulièrement, le Protocole d'entente provincial a pour objectif principal la reconnaissance des compétences provinciales en valeurs mobilières par la mise en œuvre du régime de passeport⁸⁶ puisqu'il permet à chaque régulateur provincial d'exercer seul la compétence sur les entités dont il est le régulateur principal. Entré en vigueur en 2008, le régime de passeport est utilisé depuis par les ACVM, sauf l'Ontario, qui ont adopté le *Règlement 11-102 sur le régime de passeport*⁸⁷ (ci-après « Règlement 11-102 »), pour l'amélioration du système de régulation, car il permet d'éviter les dédoublements entre les régulateurs dont les responsabilités de régulation de certains participants, produits, entités ou activités se chevauchent⁸⁸. Le régime de passeport vise donc l'harmonisation des procédures à travers les provinces et territoires canadiens afin que les assujettis puissent bénéficier d'un guichet unique d'accès pour déposer leurs demandes. Il offre ainsi davantage de cohérence et d'efficacité dans leurs activités impliquant plusieurs régulateurs provinciaux.

Concrètement, par le régime de passeport, un émetteur peut émettre ses titres à travers le Canada en ayant son prospectus visé que par son régulateur principal puisqu'il sera automatiquement réputé visé par tous les autres régulateurs provinciaux où il a payé des frais⁸⁹. De même, les personnes désirant être inscrites dans plusieurs territoires n'ont qu'à faire leur inscription auprès de leur régulateur principal. Finalement, le régime de passeport inclut aussi les demandes de dispenses discrétionnaires et les dépôts d'information continue⁹⁰ qui, suite à l'examen de leur régulateur principal, sont valides auprès de tous les régulateurs provinciaux sauf en Ontario.

⁸⁵ *Id.*, art. 5.10.

⁸⁶ *Id.*, p. 1.

⁸⁷ Règlement 11-102, préc., note 34.

⁸⁸ E. J. PAN, préc., note 10, 808.

⁸⁹ Protocole d'entente provincial, préc., note 80, art. 5.3.

⁹⁰ *Id.*

La logique du régime de passeport est que les régulateurs provinciaux se vouent une confiance réciproque dans leur examen des documents et pour les décisions rendues, par reconnaissance mutuelle ou délégation de pouvoirs décisionnels⁹¹, vu leur réglementation harmonisée. Ainsi, la décision prise par le régulateur principal est « réputée prise par les autres régulateurs sans qu'ils aient à intervenir »⁹². En plus de pouvoir déposer leurs demandes et obtenir des approbations auprès de leur régulateur principal seulement, les assujettis n'ont qu'à respecter sa réglementation pour être réputés en conformité avec les exigences des autres juridictions canadiennes où ils font affaire quant aux sujets visés par le passeport⁹³. Ce régime favorise donc ceux qui mènent des activités assujetties à la réglementation de plusieurs régulateurs provinciaux en diminuant les procédures administratives nécessaires. Un accomplissement du régime de passeport est d'avoir su concilier le droit civil et la Common law ainsi qu'inclure les obligations relatives à la langue française pour ceux assujettis aux lois québécoises⁹⁴.

Pour l'Ontario, qui n'a pas adhéré au régime de passeport ni au Conseil provincial, lorsque la CVMO est le régulateur principal, les autres régulateurs provinciaux s'en remettent à sa décision selon le régime de passeport⁹⁵. Dans le cas contraire, le déposant doit faire affaire avec deux régulateurs, car la CVMO n'a pas l'obligation de suivre la décision rendue par le régulateur principal, mais elle peut choisir d'y adhérer⁹⁶.

Pour résumer, depuis les engagements de 2004, le Conseil provincial et les ACVM travaillent à l'amélioration de la réglementation des valeurs mobilières, notamment par la mise en place du régime de passeport rendu possible par l'harmonisation réglementaire.

Ainsi, « une structure décentralisée ne constitue aucunement un frein à la coordination et à

⁹¹ *Id.*, art. 5.1.

⁹² AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 12.

⁹³ Protocole d'entente provincial, préc., note 80, art. 5.1.

⁹⁴ Jonathan MACEY, *An Analysis of the Canadian Federal Government's Initiative to Create a National Securities Regulator*, P.P.G.Q., vol. XII, S.C.C. No 33718, juin 2010, p. 12.

⁹⁵ *Id.*

⁹⁶ ACVM, *Échelle pancanadienne*, en ligne : <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=96> (consulté le 16 décembre 2014).

l'efficacité, tout en assurant la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés »⁹⁷. Au contraire, le régime de passeport a permis la réduction des dédoublements des activités administratives des régulateurs provinciaux et leurs variations ou incohérences, ce qui a corrélativement diminué les délais de traitement des demandes et contribué grandement à la volonté d'harmonisation de la réglementation⁹⁸. De plus, l'engagement des régulateurs provinciaux à travailler constamment à l'amélioration de l'encadrement des valeurs mobilières stimule leur collaboration dans la recherche d'innovations et de réformes selon l'évolution des marchés des capitaux pour maintenir une réglementation efficace et compétitive⁹⁹.

1.1.3 Initiatives internationales des régulateurs provinciaux

Ayant vu les initiatives interprovinciales des ACVM pour une réglementation pancanadienne, une centralisation des dépôts des assujettis, une surveillance concertée des infrastructures de marché au Canada et le régime de passeport canadien, nous devons nous demander comment les régulateurs provinciaux interagissent dans le monde globalisé. Il faut alors confronter la réalité provinciale et pancanadienne à la montée en puissance des comités et organisations internationales, surtout depuis la crise de 2007, orientant les réformes des marchés financiers, dont le G20, l'OICV et ses sous-groupes, les organisations nord-américaines, le FMI, etc.

En particulier, le besoin d'orienter la réglementation internationalement découle de la quantité d'émetteurs inscrits auprès de plusieurs régulateurs et offrant leurs titres sur des bourses étrangères de même que de la détention de titres de sociétés canadiennes par des investisseurs étrangers faisant en sorte que les émissions des sociétés canadiennes et le marché secondaire de leurs titres ont clairement une facette interprovinciale et même internationale¹⁰⁰. Il a même été établi que les sociétés publiques canadiennes amassent davantage de capitaux à l'extérieur

⁹⁷ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 12.

⁹⁸ D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 655 ; ; D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, par. 17.59.

⁹⁹ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport périodique Janvier 2010 à Décembre 2010*, p. 2, en ligne : <<http://www.valeursmobilières.org/2011-0509-progress-report-francais.pdf>> (consulté le 16 décembre 2014).

¹⁰⁰ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 196 et 461.

du pays qu'à l'échelle nationale, créant ainsi un marché nord-américain¹⁰¹. Le financement des grandes sociétés canadiennes est alors soumis à des lois étrangères. Il n'est donc plus suffisant que la réglementation soit harmonisée au Canada seulement, car les participants transfrontaliers pourraient être confrontés à des exigences foncièrement différentes ailleurs et potentiellement impossibles à concilier. Des approches telles que d'appliquer la règle la plus exigeante ou de reconnaître l'équivalence des règles étrangères sont alors des solutions pratiques disponibles pour répondre aux enjeux transfrontaliers croissants dans le marché global.

Il en résulte une harmonisation de la réglementation à l'échelle internationale « par l'adoption de principes généraux élaborés par des partenaires [...] interagiss[ant] par l'entremise de mécanismes de coopération sectoriels, c'est-à-dire des pratiques supranationales visant l'élaboration et l'application des systèmes réglementaires »¹⁰². Cela implique que plusieurs organisations alliant des régulateurs en valeurs mobilières provenant de diverses juridictions ont permis l'émergence d'un réseau global favorisant la mise en commun des efforts de réglementation pour effacer « la dichotomie stricte entre le droit interne et international »¹⁰³ en jouxtant les principes et pratiques développés internationalement à la réglementation interne.

Considérant cette réalité globale, il appert que le paradigme de l'encadrement national a été dépassé pour faire face à la nécessité d'un encadrement favorisant les besoins transfrontaliers des marchés locaux et de leurs participants. Les opérations interprovinciales sont ainsi facilitées par les ACVM et le régime de passeport alors que les relations internationales sont du ressort de l'Autorité et de la CVMO principalement, ainsi que des régulateurs fédéraux qui concluent des ententes de coopération et de supervision avec des juridictions étrangères. Cependant, le Conseil provincial a également prévu, parmi ses objectifs, d'adresser les enjeux internationaux ainsi que d'inciter les régulateurs provinciaux à discuter pour obtenir un

¹⁰¹ *Id.*, par. 461.

¹⁰² France HOULE, « La réglementation intelligente et la gouvernance publique contemporaine », dans CONFÉRENCE DES JURISTES DE L'ÉTAT 2011, XIXE CONFÉRENCE, *Le juriste de l'État au cœur d'un droit public en mouvement*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2011, p. 173-202, à la page 189.

¹⁰³ *Id.*, à la page 202.

consensus sur les questions internationales¹⁰⁴. Pour ce faire, les ACVM constituent un forum adéquat pour déterminer les positions pancanadiennes que les régulateurs provinciaux impliqués à l'international peuvent présenter quoiqu'ils ne soient pas liés par la vision des ACVM surtout en cas de mésentente sur certains aspects. En effet, lorsqu'un consensus est établi entre les régulateurs provinciaux, le Canada parle d'une voix commune par les régulateurs provinciaux participant aux activités de réglementation internationales, mais lorsque les positions sont divergentes, les voix entendues ne sont pas représentatives des opinions des autres régulateurs représentant leurs marchés locaux¹⁰⁵.

Un autre forum pour les échanges entre régulateurs, soit le Groupe de travail sur les dérivés constitué par les dirigeants d'organismes de réglementation (ci-après « *Heads of Agencies* »), permet aux principaux régulateurs provinciaux de discuter des enjeux internationaux avec les régulateurs bancaires qui font partie d'autres organisations internationales, dont le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (ci-après « Comité de Bâle ») et le Conseil de stabilité financière.

Bien que les ACVM n'aient pas elles-mêmes de voix auprès des régulateurs internationaux, les principes développés par ceux-ci sont imbriqués dans la réglementation qu'elles créent afin de respecter les standards développés et suivre l'exemple des régulateurs européens et américains dont elles s'inspirent à des fins d'équivalence pour les participants. C'est notamment le cas pour la réglementation en matière de dérivés exigée par le G20 ainsi que les principes de l'OICV pour les infrastructures de marchés financiers¹⁰⁶. L'important est que le Conseil provincial et les ACVM permettent au Canada de remplir ses engagements internationaux.

Parmi les organisations internationales les plus influentes sur les standards réglementaires se trouve l'OICV. Elle a pour mission de promouvoir une réglementation de qualité en valeurs mobilières pour des marchés équitables, efficaces et stables, favorisant ainsi leur croissance en

¹⁰⁴ Protocole d'entente provincial, préc., note 80, art. 3.1 et 3.7.

¹⁰⁵ J. MACEY, préc., note 94, p. 19.

¹⁰⁶ BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX ET OICV, *Principes pour les infrastructures de marchés financiers*, avril 2012, en ligne : <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_fr.pdf> (consulté le 19 décembre 2014).

permettant l'échange de connaissances et la collaboration entre les régulateurs pour fixer des normes¹⁰⁷. Elle compte 170 membres, dont la CVMO et l'Autorité, en tant que membres ordinaires votants, ainsi que les commissions de valeurs mobilières de l'Alberta et de la Colombie-Britannique, comme membres associés, et les bourses canadiennes de même que des OAR qui sont des membres affiliés¹⁰⁸.

Parmi les autres organisations internationales auxquelles les régulateurs provinciaux participent qui influent sur l'harmonisation de la réglementation se trouve le *Council of Securities Regulators of the Americas* (ci-après « COSRA »), comptant 31 membres panaméricains, dont les quatre plus grands régulateurs provinciaux, qui visent à supprimer des barrières réglementaires non justifiées¹⁰⁹. Il y a aussi la *North American Securities Administrators Association* (ci-après « NASAA ») faisant la promotion de lois uniformes en valeurs mobilières et fournissant un forum de discussion où tous les États américains sont représentés ainsi que les ACVM de même que les autorités mexicaines et de Porto Rico¹¹⁰.

Il résulte de la présence internationale des régulateurs provinciaux que la visibilité du Canada au sein des organisations internationales est indirecte, puisqu'il exerce son influence par ceux-ci. Or, ils occupent une place très importante considérant le fait que leurs représentants président de nombreux comités malgré la petite taille des marchés des capitaux canadiens. Cela fait en sorte que le Canada a plus de voix que s'il était doté d'une commission unique, car, par exemple, quatre sièges sont occupés par les régulateurs provinciaux à l'OICV, dont deux votants. Il n'y a donc pas de problème de représentation des marchés canadiens à l'international, mais bien un problème d'image, car ce n'est pas le pays qui est mis de l'avant, mais ses provinces¹¹¹.

¹⁰⁷ ACVM, préc., note 36, p. 19.

¹⁰⁸ *Id.*

¹⁰⁹ *Id.*

¹¹⁰ *Id.*, p. 20.

¹¹¹ MOUVEMENT DES CAISSES DESJARDINS, « Commentaires présentés au Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada », juillet 2008, p. 18, en ligne : <https://www.desjardins.com/fr/a_propos/profil/difference/memoires/comm080702.pdf> (consulté le 19 décembre 2014).

Enfin, la réglementation harmonisée entre des juridictions permet d'accorder une reconnaissance mutuelle de l'équivalence des règles étrangères afin de faciliter les procédures réglementaires des participants transfrontaliers. Par exemple, la Norme canadienne 71-101 *Régime d'information multinational*¹¹² pour les opérations sur valeurs à l'extérieur du territoire permet aux émetteurs canadiens et américains qui répondent aux critères d'information continue d'émettre des titres dans la juridiction où ils n'ont pas leur siège, car le prospectus visé par leur régulateur principal est accepté par l'autre avec quelques divulgations additionnelles spécifiques¹¹³. Par la suite, les documents d'information continue sont seulement déposés auprès de leur régulateur principal, ce qui les assujettit à un seul corpus réglementaire. Cette reconnaissance mutuelle démontre l'avantage de l'harmonisation internationale permettant aux participants d'accéder à davantage de capitaux pour se financer sans qu'il n'en coûte beaucoup plus, et cela de manière plus rapide vu la diminution du nombre d'approbations requises.

Pour résumer notre présentation des initiatives d'harmonisation des régulateurs provinciaux pour diminuer l'impact de leur multiplicité sur la profusion de règles différentes s'imposant aux participants transfrontaliers, nous avons vu que certains jouent un rôle actif au sein d'organismes internationaux tels que la NASAA, le COSRA et l'OICV représentant respectivement des régulateurs en valeurs mobilières nord-américains, panaméricains et internationaux. L'importance de la participation des régulateurs provinciaux aux initiatives internationales provient notamment de la quantité de transactions transfrontalières, des inscriptions de participants dans plusieurs provinces et des émissions de titres de sociétés canadiennes sur des bourses étrangères.

Nous pouvons en conclure que « [p]our les ACVM, la collaboration entre organismes de réglementation se concrétise tant à l'échelle nationale qu'internationale »¹¹⁴, car bien qu'une harmonisation internationale soit souhaitée, « [l]a manière de réglementer le commerce des

¹¹² RLRQ, c. V-1.1, r. 36 (ci-après « Norme canadienne 71-101 »).

¹¹³ D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, préc., note 27, p. 574 ; D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, par. 20.48.

¹¹⁴ ACVM, *Collaboration entre organismes de réglementation*, en ligne : <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=101> (consulté le 19 décembre 2014).

valeurs mobilières dans les différentes provinces canadiennes (comme ailleurs dans le monde), adopte une perspective locale »¹¹⁵. Il en est de même pour son application¹¹⁶. Alors, comme nous l'avons vu, les régulateurs provinciaux ayant une voix à l'international tentent de défendre des positions harmonisées convenues au sein des ACVM¹¹⁷ en plus de discuter des positions pancanadiennes des régulateurs en valeurs mobilières avec les agences fédérales par les *Heads of Agencies*. La présence internationale de régulateurs provinciaux et fédéraux offre donc une bonne représentation pour le Canada. Cette harmonisation de la réglementation à l'international prouve notre hypothèse de changement de paradigme vers un modèle supranational, car le secteur des valeurs mobilières ne peut plus être réglementé efficacement sans considérer le « très haut degré d'interdépendance normative entre les États et les unités des États fédérés qui a eu pour résultat une augmentation de la portée et des formes de la réglementation et de l'administration transgouvernementale »¹¹⁸ dans le cadre de la globalisation des marchés. De plus, l'harmonisation interprovinciale comme internationale permet des ententes de reconnaissance mutuelle favorisant un marché sans frontières, mais bien encadré par les régulateurs principaux et des ententes de partage d'information.

Les initiatives des ACVM pour l'harmonisation de l'encadrement des valeurs mobilières au Canada sont alors nécessaires dans une perspective visant à faciliter les relations avec les assujettis transfrontaliers et les régulateurs étrangers. En effet, les ACVM ont établi des pratiques communes aux régulateurs provinciaux pour améliorer l'efficacité des procédures réglementaires dans une perspective interprovinciale. Ainsi, les ACVM simplifient l'encadrement provincial par l'harmonisation et le respect des principes développés internationalement pour répondre aux enjeux actuels en les adaptant aux particularités locales pour les petits joueurs, ce qui permet l'innovation et l'expérimentation en plus de faciliter la participation internationale des régulateurs provinciaux.

Bien que leurs avantages soient notables, les ACVM ne font pas l'unanimité comme solution

¹¹⁵ QUÉBEC, *Mémoire de l'intervenant procureur général du Québec*, S.C.C No 33718, 2010, 26 mai 2010, par. 59.

¹¹⁶ *Id.*, par. 10v).

¹¹⁷ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 18.

¹¹⁸ F. HOULE, préc., note 102, à la page 189.

pancanadienne. Nous verrons donc maintenant les aspects perfectibles afin d'envisager des solutions pour améliorer le régime actuel.

1.2 Aspects perfectibles de la régulation

Les initiatives d'harmonisation en place ne sont que partielles puisqu'aucun régulateur provincial n'est contraint de participer au processus d'harmonisation des ACVM, ni aux forums internationaux, ou même de suivre les règlements et principes proposés. Cela entraîne alors la problématique que chaque régulateur n'est responsable que d'une petite partie du marché en fonction des activités se déroulant sur son territoire et des participants qui y œuvrent, créant ainsi un pluralisme juridique non contrôlé par un pouvoir centralisé. Il y a donc toujours une diversité des normes créant de l'incertitude juridique néfaste puisque les participants doivent faire confiance à une pluralité de pouvoirs de faire le droit pour surveiller efficacement les marchés et mettre en vigueur les normes adéquates pour diminuer les risques, sans certitude que les régulateurs provinciaux travailleront effectivement en commun et avec leurs homologues étrangers pour simplifier le cadre réglementaire.

De plus, il s'avère qu'

« [e]n présence d'une multiplicité de lois, règlements, instructions, règles, normes, politiques, avis ou « autres textes » de chacune des 13 juridictions provinciales et territoriales ou de manuels, statuts, règles, principes directeurs, formulaires ou bulletins des organismes d'autoréglementation ou des bourses [...], [la] [...] tendance lourde à l'augmentation de la réglementation se poursuit. [Toutefois,] [e]n raison des efforts concrets d'harmonisation et de concertation entre les autorités en valeurs mobilières dans leur processus de rédaction réglementaire, certains praticiens, critiques à l'égard de la réglementation en valeurs mobilières au Canada, n'insistent pratiquement plus sur son manque d'uniformité entre les juridictions, mais plutôt sur sa complexité et sur son caractère dynamique, pour ne pas dire indûment prolifique. »¹¹⁹

Il en résulte que la question à se poser pour perfectionner l'encadrement des marchés des capitaux n'est pas combien réguler, mais comment réguler, car « [i]l incombe au régulateur de

¹¹⁹ D. PARADIS et M. VIGUIÉ-BILODEAU, préc., note 30, p. 4, par. 1.1.

minimiser les coûts et de maximiser les bénéfices de son action »¹²⁰, mais cela ne signifie pas un relâchement de la réglementation puisque ses bénéfices dépassent les coûts afférents. En effet, il n’y a pas trop de réglementation des marchés des capitaux considérant qu’il faut éviter les fraudes, prévenir les crises financières, gérer les risques liés aux nouveaux produits et pratiques émergentes¹²¹, et ce dans un secteur caractérisé « par une complexité des opérations et une diversité des acteurs. Ces caractéristiques nécessitent la mise en place d’un encadrement flexible permettant de s’adapter aux particularités et à l’évolution du marché »¹²². Précisément, ce sont des facteurs tels que la croissance économique, l’étendue de l’offre de titres à un nombre accru d’investisseurs possédant divers niveaux de connaissances financières, la globalisation des marchés des capitaux et l’utilisation des technologies par les participants accélérant les transactions qui ont complexifié la régulation les encadrant en provoquant des réformes réglementaires nécessaires pour s’adapter aux risques de ceux-ci¹²³.

C’est dans ce contexte que nous cherchons à limiter les impacts de la pluralité des régulateurs provinciaux quant à la quantité de normes imposées aux marchés, mais en considérant que cette multiplicité est largement tributaire de la complexité du marché à laquelle nous ne pouvons remédier. Les aspects que nous étudierons, semblant nuire à une régulation efficace, sont les difficultés du processus de consultation interprovincial pour la réglementation harmonisée, ainsi que les coûts répétitifs de conformité, la duplication et la durée des procédures hors passeport, étant donné le système complexe actuel limité par une approche gouvernementale de la régulation basée sur la territorialité étatique. Ces lacunes se situent au cœur de la fragmentation de la régulation et du confinement des régulateurs à leur territoire.

1.2.1 Système provincial actuel diversifié et complexe

Pour comprendre les aspects du système actuel à perfectionner, il faut d’abord considérer les participants pour lesquels les normes sont décuplées par le nombre de juridictions où ils

¹²⁰ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 24, p. 6.

¹²¹ *Id.*, p. 4-6.

¹²² S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 138.

¹²³ D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, préc., note 27, p. 1.

mènent leurs activités puisqu'il s'avère difficile pour ceux-ci d'implanter les changements requis dans un contexte d'effervescence réglementaire. Le fait que la réglementation harmonisée des ACVM soit parfois multilatérale ou locale, plutôt que nationale, est une source de duplication, causée par des processus et des pouvoirs législatifs distincts ainsi que par des lois habilitantes différentes¹²⁴ ou par des objectifs particuliers puisque la rationalité juridique formelle du droit public est toujours fondée sur des pouvoirs étatiques et, au Canada, sur des compétences partagées pluriétatiques à cause du fédéralisme. La panoplie de règlements entrant en vigueur à des moments différents selon les juridictions, par exemple lorsque certaines choisissent des règlements locaux et d'autres multilatéraux pour un même sujet, va ainsi perdurer tant au niveau interprovincial qu'international. Quoique cette complexité juridique soit inhérente à la territorialisation plutôt qu'à la décentralisation, nous avons vu que les ACVM s'assurent tout de même de l'harmonisation entre les divers règlements des régulateurs provinciaux et tente de coordonner le plus possible leur entrée en vigueur de même que les modifications subséquentes.

En réaction à cette pluralité de normes, les pressions de l'industrie pour une diminution de la réglementation et davantage d'harmonisation sont compréhensibles dans le contexte actuel où plus de « 16,15 % des petites émissions publiques de valeurs mobilières impliquent quatre juridictions provinciales ou plus et que [...] seulement 5 % des premiers appels publics n'impliquent qu'une commission des valeurs mobilières »¹²⁵. Par contre, il existe une dichotomie entre les besoins des participants transfrontaliers et ceux locaux; les uns voulant une harmonisation internationale et les autres des particularités locales, puisqu'ils ont choisi de s'installer dans une certaine juridiction pour les avantages compétitifs qu'elle offre, ainsi qu'une simplicité accrue.

Le contexte étant établi, les lacunes que nous aborderons relèvent des difficultés relatives à la coopération entre de multiples régulateurs et le fait que chacun parte d'un corpus normatif différent avec lequel les règlements des ACVM doivent également s'harmoniser pour une

¹²⁴ *Id.*, p. 476.

¹²⁵ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 461.

cohérence juridique locale et pancanadienne. Or, certains plaident que des lacunes telles les dédoublements et les chevauchements causés par la fragmentation de la régulation entre les régulateurs provinciaux augmentent les coûts de conformité et peuvent décourager certains participants de mener des activités au Canada¹²⁶. Ils ajoutent que la réglementation pancanadienne des ACVM, nécessitant d'obtenir un consensus entre les provinces, complique les règlements et rallonge le processus de leur élaboration, ce qui rend pratiquement impossible une réponse rapide et coordonnée à des crises ou à des changements dans le marché, affectant ainsi la vulnérabilité des marchés canadiens ainsi que leur réputation¹²⁷.

Afin de cibler les aspects réellement perfectibles et nécessaires pour améliorer le modèle actuel, nous analyserons l'impact de la décentralisation du système canadien en considérant les limites des ACVM et du régime de passeport.

1.2.1.1 Limites des ACVM

Pour débiter, les ACVM, formant une entité informelle de coordination non instituée par une loi et procédant par ses membres, ont pour limites de ne pouvoir représenter le Canada devant les forums internationaux, de ne pas engager les régulateurs provinciaux et d'être dépourvues de pouvoir décisionnel, de pouvoirs de contrainte ainsi que de responsabilité légale distincte de ses membres¹²⁸. Ainsi, la responsabilité des politiques adoptées est divisée entre les régulateurs provinciaux, ce qui implique la possibilité de blâmer leurs homologues ou le Comité de coordination de la réglementation pour les délais ou les décisions prises. Par contre, les régulateurs provinciaux peuvent ainsi éviter les erreurs réglementaires puisqu'ils sont surveillés par leurs pairs qui améliorent la qualité de la réglementation par leur expertise¹²⁹.

Ensuite, les ACVM n'ont pas non plus de canal direct pour se coordonner avec les autres régulateurs financiers, dont la Banque du Canada et le Bureau du surintendant des institutions

¹²⁶ CANADIAN BANKERS ASSOCIATION, *Factum of the intervener*, S.C.C. No 33718, 26 juin 2010, p. 2.

¹²⁷ *Id.*

¹²⁸ M. J. TREBILCOCK, préc., note 20, p. 366-369 ; COMITÉ DE PERSONNES AVERTIES, préc., note 55, p. 18.

¹²⁹ QUÉBEC, préc., note 115, par. 166.

financières (ci-après « BSIF »)¹³⁰ quoique certains de leurs membres font partie des *Heads of Agencies*. De plus, les intérêts divergents de leurs membres, selon leurs objectifs, ainsi que leur culture propre impliquent des délais pour parvenir à un consensus, toujours sous la menace du retrait d'une province qui résulterait en l'absence d'harmonisation avec celle-ci. En effet, les négociations pour élaborer la réglementation de concert, doivent-elles résulter en un règlement national, multilatéral ou en un règlement modèle devant être adapté localement, sont longues. Lorsque les discussions ne mènent pas à une entente ou que les pouvoirs réglementaires des régulateurs provinciaux ne leur permettent pas d'adopter certains règlements, la duplication des règles dans chacune des juridictions entraîne des coûts supplémentaires pour les participants, car « [i]n the increasingly competitive domestic and international markets, issuers must be able to access windows of market opportunity. Multiple legislation and regulators delay this by forcing issuers to subject themselves to the discretion and timelines of those jurisdictions »¹³¹. Nous verrons donc plus précisément les causes afférentes aux coûts entraînés par la réglementation ainsi que les délais de son élaboration.

1.2.1.1.1 Coûts associés à un encadrement décentralisé

Une critique fréquemment formulée à l'égard du système de régulation provincial vise les coûts répétitifs de conformité dans chacune des juridictions où les participants ou émetteurs sont assujettis vu le manque d'harmonisation de la législation, le dédoublement des procédures administratives et réglementaires et les coûts directs à payer dans chaque juridiction pour y faire des opérations ou s'y inscrire. Par exemple, en l'absence d'harmonisation des régulateurs provinciaux ou lorsque leur application et interprétation des règles diffèrent, des coûts supplémentaires de conformité en découlent pour les participants. Par contre, les coûts liés à l'émission de valeurs demeurent inférieurs au Canada en comparaison des États-Unis¹³².

Pour que les bénéfices de la réglementation financière dépassent les coûts, ceux-ci doivent refléter une protection des investisseurs suffisante afin de promouvoir leur confiance dans les

¹³⁰ M. J. TREBILCOCK, préc., note 20, p. 366-369.

¹³¹ D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, préc., note 27, p. 474.

¹³² QUÉBEC, préc., note 115 par. 141.

marchés et assurer des conditions porteuses de stabilité et de croissance justifiant les sommes dépensées pour faire affaire dans cette juridiction¹³³. Précisément, comme les coûts de « l'administration de la réglementation, les coûts de surveillance et de contrôle, les coûts de conformité, etc. »¹³⁴ diminuent le rendement, causent de la lourdeur administrative et limitent certaines innovations¹³⁵, ils doivent demeurer inférieurs aux coûts reliés à l'absence de réglementation ou à une mauvaise application de celle-ci ainsi qu'au coût de réalisation des risques qu'elle vise à contrer. Si les coûts ne sont pas justifiés, les plus petites provinces et territoires peuvent écopier parce que les participants choisiront alors de mener leurs activités dans les plus grandes provinces seulement afin de minimiser les coûts légaux et administratifs ou même de se détourner du Canada pour chercher du financement là où ils peuvent accéder à davantage d'investisseurs pour un moindre coût. Toutefois, il faut balancer la diminution des coûts par l'harmonisation avec l'intérêt de maintenir un niveau de compétition interprovinciale par des particularités locales innovatrices pour attirer les participants.

Ensuite, certaines critiques portent sur les coûts reliés au financement de treize régulateurs provinciaux, empêchant les économies d'échelle et causant des dédoublements d'efforts responsables de coûts inutiles, de retards et d'un grand nombre d'effectifs¹³⁶. Il est vrai que chacun des régulateurs provinciaux doit participer au financement des ACVM en plus d'assumer les coûts internes d'approbation et de mise à jour de la réglementation. Pourtant, les coûts de fonctionnement des régulateurs provinciaux comparés à la capitalisation des assujettis canadiens ou à la quantité de sociétés inscrites sont moins élevés que ceux de l'Australie, du Royaume-Uni et des États-Unis, bien que ces juridictions soient dotées d'une commission unique¹³⁷. Les ACVM sont donc concurrentielles avec les régulateurs étrangers puisque leurs dépenses de régulation sont moindres en fonction de leur capitalisation boursière¹³⁸.

¹³³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 24, p. 5.

¹³⁴ *Id.*

¹³⁵ *Id.*

¹³⁶ CANADA, DIVISION DES AFFAIRES JURIDIQUES ET LÉGISLATIVES, *Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières – I. Aspects économiques*, étude générale n° 2012-28-F, 30 avril 2012, en ligne: <<http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/2012-28-f.htm>> (consulté le 22 novembre 2014).

¹³⁷ QUÉBEC, préc., note 115, par. 141.

¹³⁸ Cécile CARPENTIER et Jean-Marc SURET, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada: un réexamen des arguments avancés pour justifier la commission unique*, P.P.G.Q., Vol. VIII, S.C.C. No 33718, 22 juin 2010, p. 5-7.

Pour résumer, les coûts reliés à la conformité au corpus réglementaire de plusieurs régulateurs provinciaux lorsque l'harmonisation fait défaut et en l'absence du passeport, les coûts devant être payés dans chaque juridiction où les participants sont impliqués, la migration de certaines opérations à l'étranger causée par la compétition des coûts de conformité et le manque d'économies d'échelle¹³⁹ sont autant d'enjeux auxquels les régulateurs provinciaux doivent s'attarder pour peaufiner l'encadrement des valeurs mobilières. En effet, un fardeau réglementaire trop coûteux peut mener à la diminution de l'attractivité des marchés provinciaux pour les émetteurs, à la limitation des innovations de l'industrie et à la réduction des bénéfices économiques comme la variété, la compétition, la croissance, la création d'emplois, etc.¹⁴⁰

1.2.1.1.2 Délais causés par les ACVM

Bien que les ACVM permettent des initiatives concertées, la manière d'y arriver peut être longue, ce qui les empêche de répondre promptement aux changements dans les marchés ou d'adopter une approche concertée face aux crises. En effet, les difficultés du processus de consultation interprovincial pour établir des règlements harmonisés ainsi que les négociations des différences locales ou exclusions causent des contraintes de temps renforcées lorsque les régulateurs provinciaux ne partagent pas le même avis ou ne sont pas d'accord sur les politiques¹⁴¹. Ainsi, une des difficultés de l'harmonisation pancanadienne est la lourdeur du processus réglementaire, car les décisions doivent être prises communément quant aux politiques et exigences réglementaires, de même que pour l'échéancier et les modifications afin de constituer une solution possible et acceptable pour tous. Or, les ACVM n'ont aucun pouvoir contraignant ou décisionnel pour mener le processus à terme. Même si un processus de règlement des différends par la majorité ou la supermajorité des voix est prévu par le

¹³⁹ Douglas HARRIS, « A Symposium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or Nationalization? », octobre 2002, p. 34, en ligne: http://www.investorvoice.ca/Research/UofT_FMI_Symposium_Securities_Regulation_2002.pdf (consulté le 23 décembre 2014).

¹⁴⁰ CANADA, INDUSTRIE CANADA, préc., note 23, p. 1.

¹⁴¹ D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, préc., note 27, p. 475.

Comité de coordination de la réglementation pour accélérer le processus de réglementation des ACVM, celui-ci n'est pas vraiment utilisé, car les régulateurs préfèrent arriver à une entente unanime de crainte qu'un régulateur important se retire du projet si l'opposition provient de lui¹⁴². Effectivement, les régulateurs provinciaux peuvent abandonner leur participation à une initiative des ACVM ou menacer de le faire pour exiger des compromis¹⁴³.

La conséquence de l'harmonisation par compromis est que les régulateurs provinciaux ayant le plus d'influence peuvent poser des obstacles à l'innovation des autres. Alors, la voie choisie présentement semble être à mi-chemin entre une réglementation pancanadienne, pour une meilleure coordination, et l'innovation locale permettant à chacun d'adapter les règles harmonisées selon ses besoins ou de prendre des initiatives supplémentaires. Un point de vue sur le sujet est que si l'objectif principal est l'harmonisation, alors un régulateur unique permettrait d'éviter les coûts de coordination en plus d'obtenir une plus grande rapidité dans l'élaboration des règles qu'un régime à cheval entre l'harmonisation et l'innovation qui ne bénéficie pleinement ni des avantages d'un régime harmonisé ni de ceux de l'innovation¹⁴⁴. Pour réfuter cette argumentation, bien qu'il semble difficile de conserver un juste équilibre entre ces deux objectifs, il demeure que de devoir choisir entre l'un ou l'autre serait une erreur. En effet, l'harmonisation réglementaire apporte des bénéfices tout comme la spécialisation régionale et de renoncer à l'un des deux nuirait à l'encadrement.

Ainsi, l'harmonisation ne doit pas se faire à l'encontre de l'autonomie décisionnelle nécessaire à l'innovation. Il faut donc conserver une possibilité de diversifier le droit pour l'adapter aux besoins des marchés locaux tout en créant des normes harmonisées réduisant le fardeau réglementaire. Il ne faut pas oublier que chaque régulateur provincial a la chance de participer aux travaux des ACVM pour y faire part de sa vision, d'idées innovatrices, de commentaires, et de la perspective de son marché local. Les idées sont alors confrontées, débattues et choisies en fonction de la meilleure solution. Cela nous semble supérieur à un régime où le pouvoir n'appartient qu'à un seul, car les « discussions au sein des ACVM ont conduit à l'adoption de

¹⁴² COMITÉ DE PERSONNES AVERTIES, préc., note 55, p. 67.

¹⁴³ *Id.*

¹⁴⁴ C. SABBAH, préc., note 16, p. 43 et 96.

mesures plus souples et plus appropriées au marché canadien »¹⁴⁵ grâce aux treize régulateurs provinciaux compétents travaillant ensemble.

Finalement, les délais associés à l'élaboration de règlements nationaux mènent au final à de meilleures solutions qui enchâssent les perspectives locales et permettent des exclusions particulières¹⁴⁶. De plus, les délais ne sont pas que le défi de l'approche par consensus des ACVM, car la centralisation de l'encadrement ne signifie pas nécessairement une plus grande rapidité vu les exigences de consultation publique notamment. À l'appui, l'expérience américaine, malgré le régulateur unique, démontre que certaines réformes réglementaires ont également subi des délais importants¹⁴⁷. Par ailleurs, un processus d'expérimentation réglementaire par essais et erreurs est aussi long que l'harmonisation pour parvenir à une règle finale optimale. Bref, dans un régime de régulateur unique, la longueur du processus provient notamment de la nécessité d'amendements fréquents au fur et à mesure que les normes sont confrontées à des réalités qui n'avaient pas été considérées, ce que le système des ACVM peut éviter par l'expertise de plusieurs régulateurs travaillant en équipe.

Nous sommes alors d'avis que le débat sur la structure réglementaire au Canada doit résulter en la poursuite des initiatives des ACVM malgré les délais d'élaboration des règlements, les possibilités pour les régulateurs provinciaux de s'en retirer et la confrontation des innovations provinciales, car il existe des solutions pour améliorer ce processus aux avantages notables.

1.2.1.2 Limites du régime de passeport

Comme nous venons de le voir, malgré les efforts de coopération des ACVM, certains régulateurs provinciaux continuent parfois de faire cavalier seul, créant ainsi des dédoublements dans la réglementation, car les ACVM n'ont pas le pouvoir de les obliger à opter pour la réglementation harmonisée. En conséquence, le régime de passeport ne peut être

¹⁴⁵ QUÉBEC, préc., note 115, par. 148.

¹⁴⁶ D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 694.

¹⁴⁷ Stéphane ROUSSEAU, *Rapport complémentaire : Commentaires sur les affidavits de M. Ermanno Pascutto, M. Robert Christie et M. Ian C.W. Russell*, P.P.G.Q., Vol. VII, S.C.C. No 33718, 26 novembre 2010, p. 4 et 5.

complété s'il demeure des différences substantielles dans la réglementation des régulateurs provinciaux comme c'est le cas pour les dérivés puisque seul le Québec possède une loi en la matière et qu'il n'y a que trois provinces ayant adopté des règlements sur le sujet à ce jour. C'est-à-dire qu'outre le dépôt de documents réglementaires, les demandes de dispenses et l'inscription des intermédiaires, qui font partie du Protocole d'entente étudié précédemment, pour lesquels une seule demande et une seule décision sont formulées grâce à la reconnaissance mutuelle, les participants ne peuvent bénéficier du traitement pancanadien simplifié. Or, en l'absence du passeport, le fardeau administratif des participants interprovinciaux est beaucoup plus élevé puisqu'ils doivent faire face à plusieurs régulateurs provinciaux, ce qui complique l'encadrement auquel ils sont soumis tout en augmentant leurs coûts de conformité.

Ainsi, le premier point faible du régime de passeport est que sa portée soit limitée à certaines activités réglementées. Conséquemment, cela contribue à perpétuer la complexité des procédures, leur dédoublement et les possibles contradictions résultant de la décentralisation de la régulation. En effet, « [l]e régime de passeport ne s'applique pas à la réglementation des produits dérivés, des frais liés à la réglementation, des acquisitions ou des organismes d'autorégulation (par exemple, celle des courtiers en valeurs mobilières et celle des courtiers en fonds communs de placement [...]) »¹⁴⁸. De plus, ce ne sont que certaines dispenses qui peuvent bénéficier du régime de passeport, car elles ne sont pas toutes incluses au Règlement 11-102. Par exemple, d'avril 2009 à juillet 2010, 53 % des demandes déposées auprès de la CVMO, en tant que régulateur principal, ne pouvaient bénéficier du passeport, car elles excédaient son champ d'application, et donc nécessitaient également un dépôt auprès d'autres régulateurs provinciaux¹⁴⁹.

Puis, le fait que l'Ontario ait toujours refusé de participer au régime de passeport a pour conséquence que deux demandes et autant de décisions sont rendues lorsqu'il est un régulateur secondaire. Or, l'Ontario ne peut se servir de l'argument selon lequel le régime de passeport

¹⁴⁸ CANADA, *Mémoire du Procureur général du Canada*, S.C.C. No 33718, 26 mai 2010, p. 63.

¹⁴⁹ ONTARIO, *Affidavit of Robert Christie sworn October 28, 2010*, P.P.G.O, Vol. XXIV, S.C.C. No 33718, 28 octobre 2010, p. 29.

est inefficace ou coûteux parce que son absence de celui-ci est la cause de coûts duplicatifs de conformité et son adhésion réglerait ces lacunes au même titre que le permettrait un régulateur national¹⁵⁰. En effet, l'entêtement ontarien pour la création d'une commission unique nuit terriblement à l'amélioration de l'encadrement provincial des valeurs mobilières en l'empêchant notamment, pour des raisons politiques, d'adopter le régime de passeport qui possède de grands avantages fonctionnels¹⁵¹. Par contre, comme il s'agit de la province possédant la plus grande part de marché au Canada, il se trouve que la CVMO est souvent le régulateur principal. Dans ce cas, les autres régulateurs appliquent le passeport pour approuver la décision ontarienne et ne requièrent pas de dépôts supplémentaires.

Un autre facteur d'instabilité du régime de passeport est que tout régulateur provincial peut se retirer volontairement de celui-ci¹⁵². Il est donc à craindre qu'une menace de retrait soit utilisée pour négocier la réglementation associée au passeport, ce qui ne permet évidemment pas d'améliorer la rapidité d'élaboration des politiques ni d'empêcher les concessions¹⁵³.

Également, un élément affectant le régime de passeport est qu'il n'a pas réduit le paiement des frais réglementaires qui sont toujours dus à chacun des régulateurs provinciaux impliqués, même si ce n'est que le régulateur principal qui traite les demandes¹⁵⁴.

Une autre critique à l'égard du régime de passeport porte sur la désignation du régulateur principal qui n'est basée que sur un déterminant géographique, ne tenant donc pas compte des ressources et de l'expertise de celui-ci pour traiter les demandes des sociétés sous sa juridiction¹⁵⁵. Or, cet argument doit être rejeté puisque les régulateurs provinciaux auraient davantage de demandes à traiter et de décisions à rendre sans le régime de passeport puisqu'ils conserveraient leur compétence sur les mêmes assujettis, mais ils ne bénéficieraient pas de la délégation des dossiers où ils sont le régulateur secondaire. Le régime de passeport confère

¹⁵⁰ Stephen CHOI, *The Benefits of Provincial Securities Regulation in Canada*, P.P.G.Q., Vol. XVI, S.C.C. No 33718, juin 2010, p. 43.

¹⁵¹ E. SPINK, préc., note 9, p. 20.

¹⁵² Protocole d'entente provincial, préc., note 80, art. 9.

¹⁵³ M. J. TREBILCOCK, préc., note 20, par. 61.

¹⁵⁴ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 83.

¹⁵⁵ ONTARIO, préc., note 149, p. 27-29.

donc davantage de temps pour traiter les dossiers relatifs aux assujettis dont ils sont le régulateur principal, ce qui contribue à accroître leur expertise. De plus, le régime de passeport prévoit la consultation de leurs homologues dans le cas d'applications sur des sujets nouveaux afin que les ACVM prennent position conjointement en la matière.

Pour terminer, les difficultés d'harmonisation rencontrées par les ACVM sont causées notamment par des délais dans l'implémentation des règlements harmonisés et des dédoublements réglementaires. Or, le régime de passeport ne peut être complété en l'absence de réglementation harmonisée. Évidemment, l'absence de l'Ontario et les coûts dupliqués pour les participants interprovinciaux sont également des éléments problématiques.

1.2.2 Manque d'harmonisation entre les OAR en épargne collective

Alors que les ACVM sont le forum pour le dialogue, l'harmonisation et la collaboration entre les régulateurs provinciaux, les OAR ne bénéficient pas d'une telle organisation pour leur permettre d'échanger, de se réunir et de partager des idées. Conséquemment, en épargne collective, la réglementation, les pratiques administratives et la mise en application ne sont pas harmonisées entre les régulateurs compétents¹⁵⁶. Il s'agit, au Québec, de la Chambre de la sécurité financière (ci-après « CSF »), qui a compétence sur les représentants¹⁵⁷ pour la formation continue, la discipline et la déontologie, alors que les courtiers sont assujettis à la supervision de l'Autorité¹⁵⁸ qui fait les règles en la matière. Dans le reste du Canada, l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ci-après « ACCFM ») supervise les représentants et les courtiers selon son propre corpus normatif¹⁵⁹. Il appert de ces différents régimes que

« les règles de la MFDA couvrent une vaste gamme de sujets et imposent à ses membres courtiers et à leurs représentants et employés — sous l'autorité de

¹⁵⁶ CSF, préc., note 52, p. 3.

¹⁵⁷ *Loi sur la distribution de produits et services financiers*, RLRQ, c. D-9.2, art. 312 al. 5 (ci-après « L.D.P.S.F. »).

¹⁵⁸ L.V.M., art. 148 et 149.2.

¹⁵⁹ CSF, préc., note 52, p. 23 ; ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERES DE FONDS MUTUELS, *About the MFDA*, en ligne : <<http://www.mfda.ca/about/aboutMFDA.html>> (consulté le 10 février 2015).

contrats, et non pas en vertu de la loi comme ce serait le cas de règlements de l'Autorité — des obligations de toutes sortes qui dépasse les pouvoirs actuels de l'Autorité »¹⁶⁰.

Comme le régime légal permettant l'élaboration des normes diffère, l'harmonisation réglementaire nécessite une réforme de l'encadrement pour parvenir à une reconnaissance mutuelle entre leurs règles. Ainsi, le régime actuel en épargne collective ne permet pas l'inclusion de ce domaine au régime de passeport puisqu'il n'y a pas d'harmonisation entre le régime québécois et celui du reste du Canada en l'absence d'un forum pour élaborer de telles règles conjointement ou d'un régulateur équivalent à l'ACCFM au Québec.

Or, la nécessité de l'harmonisation entre les régulateurs afin d'offrir davantage d'efficacité administrative et réglementaire dans l'encadrement des participants pancanadiens s'illustre par le fait que

« parmi les 77 courtiers en épargne collective au Québec, 43 d'entre eux ont des activités dans d'autres provinces ou territoires et, par conséquent, sont déjà membres [de l'ACCFM]. [...] [L]es 43 courtiers ayant des activités à l'extérieur du Québec regroupent 22 472 représentants, soit plus de 96 % des 23 307 œuvrant dans ce secteur. »¹⁶¹

De plus, l'absence d'harmonisation, notamment quant aux sanctions disciplinaires, pourrait inciter les contrevenants à choisir d'exercer leurs activités illégales dans la juridiction la moins sévère.

Or, la coexistence de deux régimes différents en épargne collective au Canada, sans entente entre les trois régulateurs responsables pour régir leurs activités réglementaires et administratives, empêche une meilleure efficacité de fonctionnement, notamment en termes d'inspection, de supervision et de sanction des participants (courtiers et représentants) qui, pour la majorité, ne mènent pas leurs activités qu'au Québec. De plus, l'absence de passeport

¹⁶⁰ CSF, préc., note 52, p. 27.

¹⁶¹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Consultation relative à l'harmonisation de la réglementation du secteur de l'épargne collective*, octobre 2010, p. 4, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilieres/2010oct01-cons-epargnecoll-doc-fr.pdf>> (consulté le 10 février 2015).

en la matière complique la conformité et occasionne des chevauchements pour les participants.

1.2.3 Limites territoriales de l'harmonisation

Comme les gouvernements provinciaux ont délégué leurs fonctions de production et d'application des normes relatives à l'encadrement des marchés financiers aux régulateurs provinciaux, ces derniers sont liés juridiquement à leur territoire puisqu'ils ont pour mission de protéger le marché et les investisseurs de celui-ci. Pourtant, les marchés étant mondiaux et les acteurs transnationaux, les régulateurs provinciaux se voient dans l'obligation de surveiller les activités et les individus ou groupes rattachés à leur territoire bien qu'ils soient mal outillés pour encadrer les participants étrangers pénétrant leur marché local. Conséquemment, « [l]a globalisation juridique est un défi à la centralité juridique de l'État, à la territorialité du droit, voire à la différenciation des systèmes juridiques »¹⁶² comme le démontrent l'harmonisation et la création d'organisations internationales. En effet, la révolution numérique, par les rapides avancées technologiques et leur propagation à l'échelle mondiale, crée un cyberspace sans frontières permettant la globalisation économique et juridique des marchés. Il en résulte que « [d]ans la globalisation juridique, les hiérarchies normatives deviennent plus complexes, la répartition des rôles entre droit international et droit interne devient moins claire, et le contenu de la distinction entre droit public et droit privé tend à se modifier »¹⁶³.

Les régulateurs financiers sont donc spécialisés et fonctionnent en symbiose avec les acteurs du secteur des valeurs mobilières, formant ainsi une unité économique plutôt que politique, ce qui fragmente l'économie mondiale par spécialité¹⁶⁴. Conséquemment, les régulateurs se rapprochent de l'idéal de la vision économique plutôt que celle politique puisque leurs règles s'harmonisent pour niveler l'espace de jeu économique¹⁶⁵ des participants en enlevant les réglementations territoriales qui sont des blocages et en rehaussant les règles là où elles sont

¹⁶² Jean-Bernard AUBY, *La globalisation, le droit et l'État*, 2^e éd., Paris, L.G.D.J., 2010, quatrième de couverture.

¹⁶³ *Id.*

¹⁶⁴ S. SASSEN, préc., note 31, 48.

¹⁶⁵ Francis SNYDER, « Governing Globalisation », dans Michael LIKOSKY (dir.), *Transnational Legal Processes : Globalisation and Power Disparities*, London, Butterworths LexisNexis, 2002, p. 65, à la page 72.

trop faibles pour assurer une certitude juridique ou une sécurité aux acteurs. Par contre, la régulation demeure liée, d'une certaine manière, à une vision politique universelle puisque certaines orientations réglementaires proviennent d'engagements politiques en matière économique. Il ne faut pas perdre de vue que les régulateurs provinciaux, en tant qu'entités administratives publiques, sont à cheval entre la politique et l'industrie qu'ils réglementent. Par exemple, le régulateur québécois rend des comptes au ministre des Finances qui définit sa mission, fait les nominations importantes, révisé son plan d'affaires et ses résultats, etc.¹⁶⁶

Dans ce contexte, un modèle de régulateurs plus près de l'industrie réglementée est nécessaire ainsi qu'un mode de fonctionnement calqué sur celle-ci et non sur le gouvernement. Les régulateurs provinciaux sont donc invités à consulter davantage les participants de l'industrie, et ce, tant dans l'élaboration de normes que dans leur modification. D'ailleurs, l'une des peurs des participants du milieu financier québécois quant à la création d'une commission nationale est la perte du lien de proximité avec un régulateur local au fait de leur réalité et des besoins qui ne néglige pas les plus petits joueurs. Toutefois, le rapprochement des régulateurs entre eux, par la coopération et l'harmonisation de la réglementation, ainsi qu'avec les marchés, plutôt qu'avec leur État, nuit à la responsabilisation de chacun qui est nécessaire à un système de régulation optimal selon Pan¹⁶⁷.

En résumé, les normes spécialisées pour la régulation des marchés des capitaux, qu'elles proviennent du droit dur ou du droit mou, forment une pluralité prenant le relais du droit étatique. Or, elles sont influencées par les

«interactions normatives et institutionnelles entre niveaux national, régional et international, et entre les sphères publique et privée. Pareille gouvernance globale annonce bel et bien la fin des stratégies territoriales et conduit à la condamnation de la liaison monolithique entre ordre juridique et territoire »¹⁶⁸.

¹⁶⁶ Daniel MOCKLE, *La gouvernance, le droit et l'État : La question du droit dans la gouvernance publique*, Bruxelles, Bruylant, 2007, p. 230-234.

¹⁶⁷ E. J. PAN, préc., note 10, 808.

¹⁶⁸ Boris BARRAUD, « Le droit sans le territoire », (2013) 10 *Jurisdiction*, p. 59, en ligne : <http://www.jurisdiction.net/pdf/numero10/aut10_BARRAUD.pdf> (consulté le 1 janvier 2015).

Bref, la situation actuelle fait en sorte que les régulateurs doivent pouvoir agir au-delà des frontières juridiques de leur territoire. Le paradigme de la territorialité des régulateurs doit conséquemment être renversé pour faire place à des modèles de régulation provenant de l'économie et de la gestion. En ce sens, il faut que les régulateurs provinciaux embrassent une rationalité non plus d'administration publique, mais calquée sur les participants transnationaux.

Pour conclure, nous avons vu que le système actuel peut être amélioré au niveau de l'efficacité du processus de consultation interprovinciale pour élaborer la réglementation harmonisée afin de l'accélérer tout en permettant de diminuer les coûts de conformité des participants par une réduction de la duplication et de la complexité des procédures. Par ailleurs, les critiques à l'égard de l'absence de voix pour le Canada et du manque de responsabilisation au niveau international représentent des limites aux ACVM vu leur manque de pouvoirs pour lier les régulateurs provinciaux et les représenter internationalement par une délégation. Un autre enjeu associé au système de régulation décentralisé est que les régulateurs étrangers doivent dialoguer avec plusieurs régulateurs canadiens. Il n'est pas évident vers qui se tourner pour répondre à des situations nécessitant une coordination internationale¹⁶⁹. Enfin, le recul de l'Ontario face aux initiatives pancanadiennes et le manque d'harmonisation dans certains secteurs de la réglementation, dont l'épargne collective et les dérivés, empêchent l'extension du régime de passeport. Pour faire suite aux améliorations possibles, la prochaine section présentera des alternatives pour solutionner ces enjeux en renforçant les initiatives actuelles.

1.3 Pistes de solutions à envisager pour un modèle de régulateur provincial amélioré

Pour améliorer le modèle de régulateur provincial en valeurs mobilières, il faut rechercher une plus grande efficacité opérationnelle et organisationnelle par des alliances formelles permettant d'éviter les dédoublements entre régulateurs. Également, les objectifs de rendement des régulateurs provinciaux doivent être rehaussés quant aux délais, au nombre de dossiers

¹⁶⁹ E. J. PAN, préc., note 10, 808.

fermés et à la quantité de dossiers traités en se basant sur un modèle d'entreprise avec des gestionnaires pour assurer leur performance¹⁷⁰. Il s'agit donc de faire coexister la rationalité juridique avec la rationalité d'efficacité en prenant les moyens d'intégrer cette dernière dans la régulation de manière à réguler efficacement malgré la multiplicité des normes de droit dur et de droit mou ainsi que de régulateurs ayant chacun leur propre juridiction.

Au centre des préoccupations quant à l'efficacité des régulateurs se trouvent les difficultés du processus consensuel des ACVM ainsi que la vulnérabilité de la participation des provinces, les coûts de conformité et la non-adhésion de l'Ontario au régime de passeport, l'absence de voix du Canada au niveau international et le manque de coordination avec les régulateurs d'autres secteurs ainsi que de responsabilité pour les initiatives communes¹⁷¹.

En réponse à ces enjeux, il a été proposé de renforcer le régime actuel en poursuivant la croissance de la « cooperation, coordination and harmonization among the provincial systems. Canada must show more regulatory cohesiveness to thrive domestically and compete internationally »¹⁷². Adhérant à cette vision, les ACVM sont « conscientes de la nécessité d'accélérer les processus visant à assurer une plus grande efficacité opérationnelle, la reconnaissance mutuelle, l'amélioration de la réglementation et la répression des fraudes dans une perspective internationale »¹⁷³. Pour sa part, le Conseil provincial a pour priorité de poursuivre un modèle de coopération entre les régulateurs pour l'amélioration du régime en préservant sa capacité d'innovation, son caractère compétitif et sa flexibilité dans l'accomplissement des objectifs de protection des investisseurs et d'efficacité des marchés¹⁷⁴. Les améliorations recherchées visent notamment la réduction de la fragmentation du marché entre les régulateurs et du fardeau réglementaire en coordonnant le processus législatif pour l'harmonisation des lois et règlements en valeurs mobilières sans nuire à l'innovation

¹⁷⁰ D. MOCKLE, préc., note 166, p. 231.

¹⁷¹ M. J. TREBILCOCK, préc., note 20, p. 366-369.

¹⁷² D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, préc., note 27, p. 463.

¹⁷³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 34 et 35.

¹⁷⁴ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 17.

provinciale quant aux particularités locales¹⁷⁵.

Considérant ces objectifs avoués, il est évident que les régulateurs sont conscients des enjeux de la régulation et des défis de l'encadrement comme ils le démontrent par leur engagement à améliorer leur efficacité. Poursuivant dans cette lignée, nous présenterons quelques solutions pour pousser le régime actuel plus loin dans son processus constant d'amélioration dont l'élargissement de la portée du régime de passeport, l'incorporation des ACVM afin qu'elles aient des pouvoirs et un rôle international ainsi que la création de davantage d'alliances internationales et la poursuite de l'harmonisation dans les secteurs de l'épargne collective et ceux autres que les valeurs mobilières.

Ces solutions préserveraient le système décentralisé porteur d'innovations et compétitif. Le professeur Courchene exprime ainsi les avantages de la décentralisation dans le régime pancanadien: « decentralized pan-Canadian programs are able to bring to government-sector operations some of the dynamic efficiencies associated with operations for decentralized markets in the private sector »¹⁷⁶. Par exemple, la pression de la compétition dans le secteur privé pousse les participants à sélectionner le régulateur principal le plus adéquat, parmi les treize disponibles en fonction de ses caractéristiques propres dont la protection accordée aux investisseurs et le fardeau réglementaire¹⁷⁷. Ils n'ont alors qu'à s'établir dans son territoire pour faire affaire au Canada grâce au passeport puisqu'il permet de se conformer uniquement avec la réglementation du régulateur principal. Comme le régulateur principal attirant le plus grand nombre de participants devrait être celui dont le niveau de régulation est le plus optimal¹⁷⁸, cela entraîne conséquemment une compétition entre les régulateurs provinciaux pour converger vers un encadrement optimal¹⁷⁹. Ainsi, les régulateurs provinciaux apprennent des expérimentations et innovations locales de leurs homologues afin d'améliorer leur propre encadrement dans le but d'attirer davantage de participants, ce qu'un régulateur unique ne

¹⁷⁵ *Id.*

¹⁷⁶ T. COURCHENE, préc., note 8, p. 266.

¹⁷⁷ E. J. PAN, préc., note 10, 827.

¹⁷⁸ *Id.*, 812.

¹⁷⁹ *Id.*, 813.

permet pas¹⁸⁰.

Par ailleurs, corrélativement à une augmentation de l'efficacité des régulateurs, les coûts imposés aux participants devraient diminuer ou, au contraire, augmenter si l'industrie est prête à dépenser davantage pour la conformité dans une optique où l'amélioration de la régulation en vaut le prix. En effet, dans un marché où le capital et les activités financières peuvent facilement changer de territoire, la compétition entre les régulateurs favorise une conscientisation des coûts imposés à l'industrie¹⁸¹.

D'autres avantages notables justifiant l'intérêt de conserver un régime décentralisé en l'améliorant sont la propension à favoriser les discussions raisonnées dans le cadre des négociations interprovinciales et les débats ainsi occasionnés de même que les critiques à l'égard des propositions réglementaires pour diminuer les risques d'erreurs et mener à l'adoption de normes adaptées aux marchés canadiens¹⁸². Au contraire, un régulateur unique serait exposé au risque de capture réglementaire causé par la concentration des entreprises du secteur financier au Canada¹⁸³. De plus, le regroupement des régulateurs provinciaux sous le RCM causerait potentiellement des conflits d'intérêts pour l'élaboration de lois provinciales uniformes et leur application puisque chacun conserve sa mission de protection des investisseurs situés sur son territoire et de l'efficacité du marché local dont il est responsable. Alors, comme les régulateurs provinciaux n'ont pas pour mission de favoriser l'intérêt national, mais celui provincial, cela semble incompatible avec une uniformisation et une centralisation de la régulation, car les intérêts à protéger ne sont pas les mêmes pour tous.

1.3.1 Régime de passeport à compléter

La création du Conseil provincial a été une innovation fructueuse pour améliorer la qualité et le développement des politiques coordonnées entre les provinces. Il agit en tant que première

¹⁸⁰ D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 695.

¹⁸¹ E. J. PAN, préc., note 10, 807.

¹⁸² QUÉBEC, préc., note 115, par. 166.

¹⁸³ *Id.*

ligne de négociation et de décision pour établir les initiatives provinciales tout en liant les régulateurs provinciaux pour leur réalisation. De plus, il accélère le processus puisque les ministres provinciaux sont impliqués dans la coordination, l'échéancier de la réalisation des travaux et leur suivi¹⁸⁴. Ce faisant, le Conseil provincial assure l'implication des élus dans la gestion des processus de décisions réglementaires, favorisant ainsi la responsabilisation de chaque juridiction envers la régulation en valeurs mobilières et la transparence de l'influence politique puisque ses travaux sont rendus publics¹⁸⁵.

Malheureusement, le projet de RCM met des bâtons dans les roues au Conseil provincial pour compléter la réforme souhaitée qui se veut supérieure au projet fédéral. En effet, le régime de passeport permet à la fois de conserver une méthode d'élaboration consensuelle des politiques et la capacité des régulateurs provinciaux d'innover localement notamment en développant des initiatives propres à leur territoire, ce qui surpasse un régulateur unique puisqu'il offre en plus les mêmes avantages d'harmonisation et de guichet unique pour accéder aux marchés canadiens¹⁸⁶. L'auteur Spink est même d'avis que la « regulatory competition, experimentation, innovation and diverse perspectives tend to produce better-quality regulatory policy and dynamic efficiency, whether or not the result is harmonization »¹⁸⁷. Ces arguments militent pour un régime hybride permettant à la fois de développer des principes communs pour une réglementation cohérente aux fins de la reconnaissance mutuelle entre les régulateurs, diminuant ainsi le fardeau de conformité imposé aux participants, et de maintenir l'encadrement provincial actuel assurant une réglementation adaptée localement selon les secteurs de l'industrie formant chacun des marchés et les problèmes particuliers de ceux-ci¹⁸⁸.

Plus particulièrement, considérant le régime de passeport comme étant essentiel à l'encadrement provincial, un premier pas en direction de son perfectionnement serait de le compléter, tel que souhaité par l'Autorité et le Conseil provincial. Ce régime, comme nous l'avons vu, permet d'importants gains d'efficacité par la diminution des relations entre les

¹⁸⁴ E. SPINK, préc., note 9, p. 18.

¹⁸⁵ *Id.*

¹⁸⁶ *Id.*

¹⁸⁷ *Id.*

¹⁸⁸ COMITÉ DE PERSONNES AVERTIES, préc., note 55, p. 66.

participants et les régulateurs ainsi que du nombre de décisions rendues. Une fois complété, le régime de passeport permettrait que « chaque intervenant du secteur, qu'il soit émetteur ou courtier, [ait] accès au marché canadien des valeurs mobilières en traitant uniquement avec son régulateur »¹⁸⁹ principal, comme si ce dernier était un régulateur national. Il entraînerait donc une diminution des coûts de conformité, dont les frais légaux causés par des demandes dans plusieurs juridictions qui sont souvent plus importants que les frais exigés des régulateurs provinciaux¹⁹⁰, favorisant ainsi autant les petites entreprises que les nouveaux émetteurs et les grands participants qui désirent faire affaire dans plusieurs provinces. Également, le régime de passeport évite les dédoublements entre les régulateurs provinciaux puisque seul le régulateur principal se charge des dossiers qui en impliquent plusieurs afin d'accroître leur efficacité de fonctionnement tout en conservant la nécessité de se consulter pour les sujets nouveaux. Par exemple, l'information réglementaire exigée des participants n'aurait pas à être rapportée à plusieurs régulateurs, ce qui leur permettrait de se diviser les tâches de révision de l'information et de répartir la supervision des opérations entre eux pour mieux gérer les ressources¹⁹¹ sans devoir négocier un protocole d'entente distinct pour chaque cas.

Pour compléter le passeport, l'adhésion de l'Ontario ainsi que l'harmonisation de la réglementation des secteurs de l'épargne collective et des dérivés seraient nécessaires. Puis, en guise de réponse à la critique selon laquelle le régime de passeport ne permet pas d'économies au niveau des frais exigés par les régulateurs provinciaux, nous proposerons que le gouvernement fédéral assume la perte de revenu découlant du paiement de frais par les participants qu'à leur régulateur principal. Par ailleurs, pour empêcher les retraits abusifs du régime, le protocole d'entente devrait prévoir que le retrait d'une province soit demandé par son ministre responsable avec l'accord du régulateur provincial. Enfin, nous étudierons la proposition, dans notre prochain chapitre, d'étendre la portée du passeport aux décisions quasi judiciaires provinciales à défaut de réciprocité automatique dans les lois provinciales et en attendant la création de tribunaux quasi judiciaires indépendants.

¹⁸⁹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 34.

¹⁹⁰ S. CHOI, préc., note 150, p. 41.

¹⁹¹ E. J. PAN, préc., note 10, 809.

1.3.1.1 Adhésion de l'Ontario

Il n'est pas contesté que l'adhésion de l'Ontario au régime de passeport constituerait une amélioration de l'encadrement provincial¹⁹², tout en étant une alternative bien moins coûteuse que de créer le RCM. Par ailleurs, les coûts du régime de passeport causés par le refus de l'Ontario d'y participer ne peuvent servir d'argument pour le RCM puisque « [j]ust as a theoretical shift to a national regulator would eliminate duplicative costs, so would a theoretical shift by Ontario into the Passport system also eliminate the remaining duplicative costs »¹⁹³. En effet, le régime de passeport permet « d'éliminer tout chevauchement des tâches administratives avec autant d'efficacité qu'un organisme de réglementation unique »¹⁹⁴. La participation de l'Ontario est donc nécessaire vu la taille de son marché et le fait que son refus, découlant de sa préférence pour un régime national sous sa gouverne, crée une injustice pour les participants dont la CVMO n'est pas le régulateur principal puisqu'ils doivent obtenir une décision de celle-ci en plus de leur régulateur principal. Ainsi, la CVMO contribue « à balkaniser le régime canadien et en fait payer le prix aux émetteurs et aux courtiers du reste du pays »¹⁹⁵. Or, si la CVMO acceptait de se dévouer à améliorer le régime décentralisé des valeurs mobilières, sa contribution, par son expertise importante, apporterait une grande réussite aux initiatives conjointes visant la cohérence et l'efficacité à un coût moindre¹⁹⁶ sans enjeu de constitutionnalité.

En bref, la solution de l'adhésion de l'Ontario au régime de passeport entraînerait des progrès dans l'encadrement provincial des valeurs mobilières en ce qui concerne l'harmonisation de la réglementation, mais surtout au niveau de l'efficacité des procédures administratives et réglementaires par la réduction des doublons.

¹⁹² Monique JÉRÔME-FORGET, *Mise en place du Régime de passeport en valeurs mobilières*, Allocution devant l'Institut des fonds d'investissement du Canada, Toronto, le 3 octobre 2007, p. 5, en ligne: <http://www.valeursmobilières.org/2007_1003_speech_quebec_finance_minister_francais.pdf> (consulté le 6 février 2015).

¹⁹³ S. CHOI, préc., note 150, p. 43.

¹⁹⁴ M. JÉRÔME-FORGET, préc., note 192, p. 5.

¹⁹⁵ MOUVEMENT DES CAISSES DESJARDINS, préc., note 111, p. 20.

¹⁹⁶ *Id.*

1.3.1.2 Harmonisation des secteurs de l'épargne collective et des dérivés

Comme le régime de passeport constitue une reconnaissance mutuelle de l'encadrement entre les régulateurs provinciaux, la base de celui-ci est l'harmonisation. Or, certains secteurs de la réglementation des marchés des capitaux n'ont pu être ajoutés au passeport vu leur manque d'harmonisation. C'est notamment le cas pour l'épargne collective, puisque le Québec n'a pas adhéré à l'OAR reconnu dans le reste du Canada, et pour la nouvelle réglementation des dérivés.

1.3.1.2.1 Inclusion des OAR

Alors que pour l'Organisme canadien de réglementation des courtiers en valeurs mobilières (ci-après « OCRCVM »), qui est un OAR pancanadien, l'inclusion au passeport n'est pas nécessaire, la situation est bien différente en épargne collective où l'Autorité et la CSF font cavalier seul alors que les autres régulateurs provinciaux ont délégué leurs pouvoirs à l'ACCFM. Ainsi, l'harmonisation de la réglementation et des processus réglementaires entre ces OAR n'est toujours pas réalisée bien que le sujet ait déjà été abordé sérieusement lorsque l'Autorité a tenu une consultation sur l'adoption des règles de l'ACCFM au Québec à des fins d'harmonisation¹⁹⁷. Par contre, ce changement de règles imposerait un fardeau trop imposant pour les inscrits qui ne font affaire qu'au Québec. De plus, plusieurs courtiers ont répondu qu'il serait préférable que l'ACCFM soit reconnu comme OAR au Québec et qu'il remplace à ce titre le rôle de l'Autorité et de la CSF en épargne collective pour mettre fin au modèle bicéphale¹⁹⁸.

Devant ce dilemme, nous croyons que la solution proposée par la CSF permet un juste équilibre entre l'objectif d'harmonisation et la conservation de la compétence des régulateurs

¹⁹⁷ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 161.

¹⁹⁸ ASSOCIATION DES BANQUIERS CANADIENS, « Consultation relative à l'harmonisation du secteur de l'épargne collective », 29 novembre 2010, p. 2, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reforme-inscription/epargne-collective/consultation-harmonisation/abc-2010.pdf>> (consulté le 10 février 2015) ; MOUVEMENT DES CAISSES DESJARDINS, « Mémoire du mouvement des caisses Desjardins », novembre 2010, p. 4, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reforme-inscription/epargne-collective/consultation-harmonisation/desjardins-2010.pdf>> (consulté le 10 février 2015).

québécois en la matière. Cette solution alternative consiste en la promotion de la CSF dans un rôle équivalent à l'ACCFM, notamment pour l'encadrement des courtiers et non seulement des représentants, afin de permettre d'inclure l'épargne collective au régime de passeport par la reconnaissance mutuelle entre ces régulateurs¹⁹⁹. Les deux OAR agiraient alors respectivement en tant que régulateur principal pour les participants dont le siège est dans leur juridiction afin qu'ils ne soient assujettis qu'aux règles équivalentes de l'un d'eux.

Pour que cela soit possible, aux conditions de reconnaissance de ces OAR par les régulateurs provinciaux devrait s'ajouter l'obligation de diminuer les coûts et les chevauchements réglementaires par l'harmonisation de leur réglementation en épargne collective ainsi qu'en coordonnant leurs processus administratifs²⁰⁰. De plus, leur structure de gouvernance, les pouvoirs et leur mission auraient intérêt à être cohérents afin de permettre la concertation entre ces OAR par des ententes instaurant des comités conjoints d'élaboration de règles et de politiques harmonisées, comme le font les ACVM, pour qu'une reconnaissance mutuelle des décisions et dispenses octroyées de même que la division de certaines fonctions soient possibles²⁰¹. Or, le pouvoir de conclure des ententes de coopération doit être accordé aux OAR par les régulateurs provinciaux qui doivent d'ailleurs avoir la capacité de déléguer des pouvoirs aux OAR²⁰².

De l'inclusion des OAR en tant que parties au régime de passeport résulterait donc une utilisation plus efficace des ressources en évitant les chevauchements entre les OAR et en coordonnant leurs activités afin de simplifier l'encadrement imposé à leurs membres communs et de réduire leurs coûts de conformité. Par exemple, la reconnaissance mutuelle des rapports d'inspection entre les OAR permettrait d'éviter la duplication des inspections²⁰³. De plus, l'harmonisation nécessaire des politiques réglementaires empêcherait que les règles se contredisent. Aux fins de cette harmonisation, les OAR pourraient comparer leur réglementation pour déterminer les politiques les plus optimales devant servir de

¹⁹⁹ CSF, préc., note 52, p. 41.

²⁰⁰ *Id.*

²⁰¹ *Id.*, p. 44.

²⁰² *Id.*, p. 13.

²⁰³ *Id.*, p. 43.

dénominateurs normatifs communs pour l'élaboration conjointe de nouvelles normes, sans pour autant empêcher les innovations comme la réglementation par principes et la formation continue obligatoire²⁰⁴. Enfin, comme nous aborderons l'inclusion des décisions au régime de passeport dans notre second chapitre en guise de solution pour la mise en application, le comité de discipline de la CSF devrait pouvoir octroyer des amendes plus sévères que celles prévues à l'article 376 L.D.P.S.F. afin qu'elles soient harmonisées avec celles de l'ACCFM pour les contraventions à sa réglementation afin d'assurer un traitement égal aux contrevenants du Québec et du reste du Canada²⁰⁵.

Pour terminer, la transformation de la CSF à la lumière du modèle de l'ACCFM concernant sa mission, ses pouvoirs et sa structure permettrait aux deux OAR de collaborer par un protocole d'entente établissant un comité de développement des politiques conjointes afin de développer des règles et des sanctions harmonisées aux fins de reconnaître mutuellement l'encadrement des représentants et des courtiers en épargne collective à travers le Canada par leur soumission aux règles d'un seul de ces OAR. Ils seraient alors inclus au régime de passeport actuel avec la possibilité que celui-ci soit élargi pour comprendre également l'inspection et les sanctions disciplinaires. Les compétences de chacun seraient donc conservées ainsi que la flexibilité nécessaire au marché local en considérant ses caractéristiques et particularités.

1.3.1.2.2 Harmonisation de la réglementation sur les dérivés

Les projets réglementaires entamés au Canada depuis 2008 ont mené à l'élaboration de nouvelles normes régissant l'encadrement des dérivés. Or, à ce jour, les règlements 91-506 et 91-507²⁰⁶, en vigueur dans ce secteur, sont des règlements locaux adoptés uniquement en Ontario, au Québec et au Manitoba, puisque les autres régulateurs provinciaux n'avaient pas alors le pouvoir de réglementer ce sujet. L'inclusion de ce secteur au passeport n'est donc pas encore possible ni probable considérant la fragmentation de la réglementation malgré son

²⁰⁴ *Id.*, p. 11.

²⁰⁵ *Id.*, p. 42.

²⁰⁶ *Règlement 91-506 sur la détermination des dérivés*, RLRQ, c. I-14.01, r. 0.1 ; *Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés*, RLRQ, c. I-14.01, r. 1.1.

élaboration au sein du comité des dérivés des ACVM pour en assurer l'harmonisation. D'ailleurs, l'Autorité demeure le seul régulateur provincial disposant d'une loi distincte en matière de dérivés. Conséquemment, toute dispense réglementaire demandée par les participants interprovinciaux doit être déposée auprès de chacun des régulateurs provinciaux concernés afin qu'ils fassent leur propre analyse et rendent leur décision individuellement sauf s'ils choisissent d'utiliser le régime d'examen concerté qui prévalait avant la création du régime de passeport pour rendre une décision commune.

Beaucoup de travail demeure donc à accomplir pour l'élaboration du cadre de réglementation des dérivés. Nous devons encourager l'harmonisation et la collaboration afin de permettre l'inclusion des nouvelles obligations réglementaires au régime de passeport en ce qui concerne notamment l'éventuel régime d'inscription en dérivés et les dispenses discrétionnaires.

1.3.1.3 Diminution des coûts pour les activités pancanadiennes

En guise de solution à la duplication des frais dus à chacun des régulateurs provinciaux malgré le régime de passeport, nous proposons l'alternative suivante. Il s'agit que le gouvernement fédéral, plutôt que de financer le RCM et de payer les provinces y adhérant, rembourse les pertes de revenus des régulateurs provinciaux²⁰⁷ en exigeant que seul le régulateur principal puisse demander des frais aux participants pour les demandes traitées en vertu du passeport. Ainsi, le fédéral obtiendrait une diminution des coûts pour les participants, comme il le souhaite, grâce à une initiative moins coûteuse que le RCM. La solution des remboursements fédéraux serait bénéfique pour tous puisque le fédéral contribuerait ainsi à stimuler les marchés canadiens en les rendant moins coûteux pour les participants qui n'auraient à payer que les frais exigés par leur régulateur principal alors que les provinces conserveraient leur compétence et ne perdraient pas de revenus tandis que les plus petites bénéficieraient de davantage d'opérations sur leur territoire puisqu'il n'y aurait pas de coût supplémentaire pour

²⁰⁷ Jeffrey MACINTOSH, « A National Securities Commission? The Headless Horseman Rides Again », dans Anita ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 259, à la page 267.

les participants²⁰⁸. De cette manière, le fédéral contribuerait réellement à créer un marché pancanadien au bénéfice des participants avec une diminution des coûts, comme le permettrait le RCM, mais sans réforme majeure ni contestation constitutionnelle possible. De plus, cette solution réglerait la question de la responsabilisation des régulateurs provinciaux dans leurs activités conjointes puisque ce serait le régulateur principal qui aurait la responsabilité pour ses participants locaux²⁰⁹.

Subsidiairement, pour réduire les coûts en diminuant les ressources nécessaires par les régulateurs provinciaux grâce à des économies d'échelle, il serait possible de prôner le regroupement de certains petits régulateurs en des régulateurs régionaux permettant d'éliminer leurs frais de fonctionnement individuels en les réunissant sous un même chapeau de régulateur de l'Atlantique, des Prairies ou des territoires, par exemple, selon la proximité de leurs marchés.

Pour conclure sur l'élargissement du passeport pour améliorer l'encadrement provincial, nous rappelons que l'intérêt de ce régime est qu'il est peu coûteux pour les régulateurs en plus de favoriser la coopération et la coordination. Grâce à lui, les régulateurs provinciaux gagnent en efficacité par une diminution du nombre de demandes à traiter et une réduction des coûts associés aux ressources nécessaires, car les responsabilités redondantes envers certains participants ou leurs activités interprovinciales, causant un chevauchement de compétences provinciales, sont éliminées. Puisque les régulateurs provinciaux doivent constamment chercher à améliorer leur fonctionnement et à répondre aux enjeux de la réglementation nécessitant d'innover, la réforme de l'encadrement des valeurs mobilières doit se poursuivre afin d'atteindre de meilleures politiques réglementaires²¹⁰. Les solutions possibles que nous avons vues pour améliorer le régime de passeport sont l'adhésion de la CVMO, l'ajout des disciplines de l'épargne collective et des dérivés suite aux changements nécessaires pour l'harmonisation de cette réglementation, ainsi que l'inclusion des décisions des régulateurs provinciaux en attendant leur reconnaissance automatique par la loi ou la création d'un

²⁰⁸ S. PIANE, préc., note 16, p. 44-46.

²⁰⁹ *Id.*, p. 46.

²¹⁰ E. SPINK, préc., note 9, p. 19.

tribunal indépendant dans chaque province tel que proposé au second chapitre. Enfin, la collaboration financière du fédéral permettrait de réduire les frais chargés aux participants pour leurs demandes sous le régime de passeport de sorte qu'ils ne paieraient que leur régulateur principal pour accéder à l'ensemble des marchés canadiens, ce qui encouragerait davantage d'opérations à travers le Canada sans affecter l'encadrement actuel.

Une autre alternative aurait également pu être considérée, soit la création de comités ACVM ad hoc pour gérer les dossiers impliquant plusieurs régulateurs provinciaux sans que le passeport soit applicable, comme dans le cas des consolidations boursières. Constitués au besoin pour éviter la duplication des efforts et de potentielles contradictions dans le traitement de demandes reçues de participants pancanadiens par plusieurs régulateurs provinciaux les encadrant, ces comités seraient responsables de rendre des décisions harmonisées ainsi que d'effectuer le suivi des conditions applicables et de l'information continue envoyée seulement au comité concerné. Les participants ne traiteraient alors qu'avec le comité formé des régulateurs provinciaux impliqués plutôt qu'avec chacun de ceux-ci individuellement.

Évidemment, il n'y aurait pas de passeport sans collaboration des provinces et des régulateurs provinciaux par le biais du Conseil provincial et des ACVM. Ce régime demeure donc tributaire de leur désir de coopération volontaire. C'est pourquoi notre prochaine solution portera sur le renforcement du rôle des ACVM.

1.3.2 Rôle plus important des ACVM

Si ce n'était des intérêts politiques centralisateurs fédéraux et ontariens principalement, il serait clair pour tous que les ACVM constituent la meilleure option pour poursuivre l'amélioration de l'encadrement des valeurs mobilières au Canada²¹¹. Plus particulièrement, notre proposition colossale, mais réaliste, consiste en une réforme visant l'amélioration de l'organisation et des opérations des régulateurs provinciaux²¹² par la transformation des ACVM en une agence formelle incorporée détenant le pouvoir légal de diriger les questions de

²¹¹ D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 695.

²¹² E. J. PAN, préc., note 10, 808.

régulation²¹³ et de représenter les régulateurs provinciaux à l'international. Pour ce faire, les ACVM inc. seraient le fruit d'une entente entre les régulateurs provinciaux qui les reconnaîtraient formellement en tant qu'organisme et leur délégueraient des pouvoirs, comme pour les OAR. Ainsi, dans leur nouveau rôle, il serait opportun qu'elles assument la responsabilité des initiatives élaborées et des résultats qui en découlent en plus de former un comité dévoué aux affaires internationales permettant une meilleure coordination avec les homologues étrangers et la création d'une délégation des régulateurs provinciaux servant de voix pour les ACVM à l'international.

En résumé, la solution de l'octroi de pouvoirs plus importants aux ACVM en ferait un régulateur pancanadien apte à assurer l'harmonisation réglementaire et à représenter l'ensemble des régulateurs provinciaux auprès de leurs homologues étrangers et des organisations internationales de même qu'à dialoguer avec les régulateurs d'autres secteurs ainsi qu'à conclure des ententes avec eux, ce qui rendrait le régime actuel plus efficace et compétitif. Au final, ce qui importe le plus n'est point la structure centralisée ou décentralisée de l'encadrement, mais les moyens par lesquels les régulateurs interagissent et se coordonnent dans leurs activités²¹⁴. C'est pourquoi nous privilégions les ACVM au RCM comme structure de coordination interprovinciale étant donné leur bon fonctionnement et les accomplissements réalisés.

1.3.2.1 Pouvoirs accrus pour les ACVM

Une fois incorporées, les ACVM inc. seraient responsables des projets réglementaires et des échecs de la réglementation pancanadienne. Assumant leur responsabilité à cet égard, le plan d'action ainsi que des rapports annuels continueraient d'être produits pour rendre des comptes au public sur les activités réglementaires réalisées. Il serait alors intéressant que les ACVM inc. se dotent de critères formels d'évaluation de la réglementation, tels qu'une analyse des coûts et des bénéfices en fonction des risques pour justifier le fardeau découlant de l'impact

²¹³ *Id.*, 827.

²¹⁴ *Id.*, 822.

réglementaire²¹⁵. Comparée aux évaluations de la réglementation proposée réalisées par des régulateurs provinciaux, l'élaboration d'une méthodologie par les ACVM inc. éviterait des conflits de données quantifiant l'impact des initiatives réglementaires pancanadiennes²¹⁶. Elles devraient également établir des standards d'évaluation de la performance mesurés par des objectifs concrets axés sur la simplification et l'harmonisation de la réglementation²¹⁷.

Cependant, ayant constaté la pertinence de la compétition entre les régulateurs et de la flexibilité permettant l'innovation et l'expérimentation, l'accroissement du rôle des ACVM inc. ne doit pas signifier que tous les règlements seront nécessairement pancanadiens. Spink explique que « some things can't be harmonized, some shouldn't be harmonized, and [...] regulatory competition is healthy even when rules are harmonized »²¹⁸. C'est pourquoi les ACVM élaborent également des règlements modèles communs, qui sont ensuite adaptés localement en fonction des spécificités des marchés, ou des règlements multilatéraux, plutôt que nationaux, pour mieux servir les marchés régionaux, ce qui contribue à une saine compétition entre les régulateurs provinciaux. En effet, disposant des mêmes objectifs réglementaires, les régimes ainsi élaborés, bien qu'harmonisés, peuvent comporter des différences découlant de spécificités locales ou même utiliser une approche autre provenant d'une philosophie réglementaire propre comme la réglementation par principe en Colombie-Britannique.

Dans une perspective d'amélioration de l'encadrement, il faut considérer les délais associés aux initiatives pancanadiennes volontaires des ACVM inc., ce à quoi Spink répond que les

« [s]o-called delays should be recognized as maximizing quality and preventing error – postponing decisions on changes because more time or information is required to make the right policy decision and the current situation is not urgent

²¹⁵ Anita ANAND, « Towards Effective Balance between Investors and Issuers in Securities Regulation », dans TASK FORCE TO MODERNIZE SECURITIES LEGISLATION IN CANADA, *Canada Steps Up*, Vol. 3, Toronto, 2006, p. 38, en ligne: <<http://www.tfmsl.ca/docs/V3%281%29%20Anand.pdf>> (consulté le 9 janvier 2015).

²¹⁶ *Id.*

²¹⁷ CANADA, INDUSTRIE CANADA, préc., note 23, p. 41.

²¹⁸ E. SPINK, préc., note 9, p. 12.

enough to warrant the risk of an immediate-but-regrettable decision »²¹⁹.

Il ajoute que l'apport de plusieurs expertises sur les questions de politiques ne constitue pas une duplication, mais un ajout productif de sorte que l'approche consensuelle résulte en une régulation de meilleure qualité que celle n'ayant qu'une seule perspective²²⁰. Tout en considérant ces bénéfices, nous croyons néanmoins que certains délais afférents aux négociations peuvent relever de motifs autres que la recherche des meilleures politiques et nuisent aux processus comme des querelles politiques ou des menaces de retrait de la participation aux projets communs pour obtenir des compromis. Ainsi, le rôle des ACVM inc. doit être redéfini pour surmonter les difficultés rencontrées et maximiser l'efficacité de ses processus. C'est donc pour diminuer les délais inutiles et assurer la participation obligatoire des régulateurs provinciaux aux initiatives réglementaires, dont les ACVM inc. sont responsables, qu'elles doivent avoir des pouvoirs accrus. De plus, les ACMV inc. gagneraient en efficacité en assignant les tâches réglementaires en fonction des compétences et de l'expertise des régulateurs provinciaux pour obtenir l'information nécessaire et répondre aux enjeux réglementaires²²¹.

Enfin, un projet de loi non pas uniforme, mais harmonisée sur les valeurs mobilières des ACVM inc. pourrait être lancé afin d'établir une législation cadre porteuse de principes fondamentaux octroyant aux régulateurs provinciaux un langage commun, des pouvoirs similaires et conciliant les différences légales et administratives pour faciliter l'élaboration de la réglementation harmonisée qui en découle. Cela permettrait une adaptation plus rapide à l'évolution des marchés, tout en conservant la flexibilité de chacun pour élaborer des initiatives répondant aux particularités locales²²².

Bref, dans le modèle proposé, les ACVM inc. auraient un pouvoir contraignant et décisionnel pour mener les processus et initiatives réglementaires, accélérant ainsi les démarches et réduisant les possibilités de retrait de régulateurs provinciaux puisqu'ils seraient tenus de

²¹⁹ *Id.*, p. 11.

²²⁰ *Id.*

²²¹ E. J. PAN, préc., note 10, 810.

²²² S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 75-78.

participer. Le Comité de coordination de la réglementation serait donc mis plus souvent à contribution pour trancher les débats entre les régulateurs provinciaux en vue d'une entente.

Pour aller plus loin, considérant la globalisation des participants canadiens et la participation des régulateurs provinciaux aux initiatives internationales de réglementation, il s'avère essentiel que la réglementation harmonisée au Canada soit également convergente avec celle des puissances économiques, dont les États-Unis et l'Union européenne particulièrement²²³. Les ACVM inc. doivent alors s'affirmer comme joueur sur la scène internationale.

1.3.2.2 Représentation internationale et relations transfrontalières

Dans notre vision des ACVM inc., celles-ci prendraient la tête des relations transfrontalières. Elles formeraient donc l'intermédiaire par lequel les régulateurs étrangers et les organisations internationales font leurs demandes d'information et traitent les dossiers transfrontaliers impliquant le Canada. Les ACVM inc. assureraient la transmission de l'information aux régulateurs provinciaux concernés et formeraient un comité spécial au besoin pour traiter le dossier ou les demandes. Sinon, elles pourraient répartir les tâches selon les ressources et l'expertise de chacun des régulateurs provinciaux. Ainsi, tout régulateur étranger ou international n'aurait que les ACVM inc. à contacter pour toute situation impliquant les marchés canadiens. Conséquemment, ils ne recevraient qu'une seule réponse provenant des ACVM inc. directement. Ils gagneraient alors en efficacité en n'ayant qu'un seul homologue avec qui traiter pour obtenir l'information souhaitée ou les réponses recherchées.

De plus, une délégation canadienne, comme proposée par le Conseil provincial et le Mouvement Desjardins²²⁴, représentant les ACVM inc. dans les forums internationaux serait créée pour permettre d'accomplir les objectifs de cohésion au niveau international. Enfin, les ACVM inc. pourraient créer davantage d'alliances avec divers intervenants des marchés

²²³ E. J. PAN, préc., note 10, 816.

²²⁴ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 17 ; MOUVEMENT DES CAISSES DESJARDINS, préc., note 111, p. 19.

financiers, car le défi des régulateurs d'aujourd'hui est la cohérence des régimes réglementaires pour l'encadrement des participants internationaux.

1.3.2.2.1 Délégation canadienne aux forums internationaux

Une délégation des ACVM inc. siègerait aux comités internationaux desquels ses membres font partie, dont l'OICV, COSRA et NASAA, et se chargerait de la réalisation des travaux afférents comme les questionnaires à remplir pour le Canada. Par contre, concernant l'OICV, il serait essentiel à l'influence des régulateurs provinciaux que la délégation puisse conserver les deux sièges votants détenus par le Québec et l'Ontario²²⁵. Préalablement aux rencontres de ces comités et dans le cadre de leurs travaux, les régulateurs provinciaux devraient échanger, au sein des comités des ACVM inc. concernés, sur leurs positions quant aux sujets invoqués à l'international. Lorsqu'une position commune aux ACVM inc. se dégagerait des discussions au sein des comités, celle-ci serait présentée internationalement. Sinon, la délégation expliquerait les diverses positions des régulateurs provinciaux.

Pour aller plus loin, un Comité des affaires internationales pourrait même être créé par les ACVM inc., lequel aurait pour mandat de discuter des positions établies par celles-ci et des travaux internationaux réalisés par ses membres avec le gouvernement fédéral et le Conseil provincial, comme le souhaite l'auteur Pan²²⁶. Ces derniers seraient ainsi informés de la vision des ACVM inc. et auraient l'occasion de partager de l'information pertinente ainsi que de les informer de leur propre point de vue. Alternativement ou complémentaiement au Comité des affaires internationales des ACVM inc. allant vers les gouvernements provinciaux et fédéraux pour les informer de leurs projets internationaux et requérir leur apport, lorsque nécessaire, un sous-groupe de représentants des *Heads of Agencies* pourrait tenir des discussions téléphoniques bimensuellement pour faire le point sur les développements internationaux et échanger à ce sujet. Les conversations tenues au sein des ACVM inc. seraient ainsi ajoutées des apports des secteurs gouvernementaux et bancaires pour obtenir une réelle position

²²⁵ CANADA, DIVISION DES AFFAIRES JURIDIQUES ET LÉGISLATIVES, préc., note 136, p. 8.

²²⁶ E. J. PAN, préc., note 10, 859 et 860.

canadienne contribuant à renforcer la crédibilité du Canada par une voix cohérente.

Une fois ces liens créés entre les divers régulateurs du Canada et la position des ACVM inc. bien établie internationalement, il serait nécessaire pour celles-ci de poursuivre les efforts pour faciliter les relations avec les régulateurs étrangers et obtenir des ententes pour encadrer leurs participants communs.

1.3.2.2.2 Harmonisation réglementaire avec les juridictions étrangères

Pour une meilleure efficacité réglementaire, les ACVM inc. doivent répondre aux modèles d'affaires des entreprises de services financiers²²⁷ menant des activités auprès d'investisseurs canadiens, mais dont le siège est à l'étranger ou, inversement, qui sont situées au Canada pour servir des investisseurs étrangers et de celles aussi inscrites à des bourses étrangères ou financées par des institutions étrangères²²⁸. Ainsi, en réponse à ces entreprises contribuant à l'interconnexion et à l'interchangeabilité des marchés financiers²²⁹, la création d'un réseau transnational efficace de régulateurs se divisant les tâches selon le rapport coût-bénéfice est essentielle. Les régulateurs provinciaux pourraient donc continuer à s'occuper des particularités locales, exploitant ainsi la proximité de leur marché, de l'industrie et des investisseurs, mais des segments fonctionnels seraient créés à plus grande échelle pour l'exécution des fonctions de régulation par le biais de partenariats ou d'alliances avec des firmes privées de surveillance ou par des ententes avec d'autres régulateurs en plus de se joindre à des comités internationaux pour élaborer des normes conjointes.

Par exemple, le régime actuel a permis la participation de régulateurs provinciaux à l'OICV pour développer les principes et standards de réglementation de même que la conclusion d'ententes bilatérales ou multilatérales de coopération avec des régulateurs étrangers pour la coordination, l'échange d'information, la supervision des entités réglementées communes et la mise en application. Ainsi, un régulateur national pour les marchés des capitaux canadiens

²²⁷ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 24.

²²⁸ E. J. PAN, préc., note 10, 808.

²²⁹ *Id.*

n'est pas nécessaire à un encadrement efficace, car ceux-ci sont interprovinciaux et internationaux, mais jamais nationaux. En effet, le marché mondial étant complémentaire au marché local²³⁰, « les grands principes de la réglementation financière se développent de plus en plus au plan international »²³¹ avant d'être incorporés localement.

Plus particulièrement, les régulateurs provinciaux régissent la conduite des affaires de participants étrangers menant des activités sur leur territoire et celle des participants établis au Canada qui font affaire avec des contreparties étrangères, en plus de participer à des comités internationaux élaborant des principes de base de la réglementation pour son harmonisation. Ayant ainsi prouvé que les régulateurs provinciaux ont déjà entamé depuis des années leurs rapprochements avec les régulateurs étrangers ayant un marché connexe et qu'ils participent aux initiatives réglementaires internationales, il s'agit de poursuivre sur cette lancée. Pour ce faire, il serait avantageux que les ACVM inc. jouent un rôle sur ce plan, notamment pour obtenir les équivalences nécessaires à une reconnaissance mutuelle des règlements pancanadiens avec les régimes étrangers afin de faciliter les activités transfrontalières sur la base des principes et objectifs de réglementation harmonisés²³² pour éviter d'imposer un double fardeau réglementaire aux participants internationaux.

La reconnaissance mutuelle, comme le régime de passeport canadien, permet de faire affaire au Canada en ne respectant que le régime étranger équivalent et inversement pour les participants canadiens dont le seul respect des règles canadiennes suffit pour mener des activités à l'étranger. Or, le mécanisme de reconnaissance mutuelle de la réglementation étrangère est favorable puisqu'il contribue à la création d'un marché libre par le rejet du protectionnisme tout en assurant la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés²³³. Il en résulte que, comme la globalisation des marchés nécessite une harmonisation internationale de la réglementation, les régulateurs provinciaux devront dévouer beaucoup de ressources non seulement à la participation aux comités internationaux pour élaborer les standards

²³⁰ J. MACEY, préc., note 94, p. 68.

²³¹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 24, p. 7.

²³² E. SPINK, préc., note 9, p. 12 et 18; P. LORTIE, préc., note 66, p. 22.

²³³ E. SPINK, préc., note 9, p. 12 et 18.

réglementaires, mais également à l'évaluation des régimes d'encadrement étrangers pour leur accorder l'équivalence avec le régime interne ainsi qu'à la négociation d'ententes de coopération avec leurs homologues pour l'application des lois.

D'autres moyens existent pour lier les systèmes réglementaires comme le traitement national, les règles spéciales pour les participants étrangers, l'harmonisation et l'uniformisation²³⁴. Cependant, la reconnaissance mutuelle, équivalant à accorder une réciprocité à des régimes étrangers, nous semble supérieure afin d'inciter les participants étrangers à mener des activités au Canada et pour faciliter les activités des participants canadiens à l'étranger de la même manière comme le passeport interprovincial et le régime d'information multinational des ACVM avec la SEC²³⁵. Les auteurs Johnston et Rockwell partagent cette opinion en s'appuyant sur le fait que les émetteurs étrangers peuvent utiliser les mêmes documents que dans leur juridiction principale²³⁶, ce qui réduit le fardeau de conformité à un seul régime plutôt que deux.

En résumé, alors que l'interprovincialisation est réglée par les ACVM et le régime de passeport, l'internationalisation des marchés financiers a pour réponse réglementaire une approche d'harmonisation internationale par les principes de base développés par l'OICV diminuant l'arbitrage tout en permettant aux régulateurs d'expérimenter sur leur territoire au-delà des standards minimums. En plus de développer de concert une réglementation harmonisée respectueuse des principes internationaux et inspirée des régimes étrangers, les régulateurs provinciaux poursuivent également leurs efforts de collaboration avec des régulateurs étrangers pour la supervision des marchés transfrontaliers. Enfin, le mécanisme de reconnaissance mutuelle de la réglementation est un nouveau défi pour les régulateurs provinciaux qui devrait être mené par les ACVM inc., lesquelles seraient alors responsables d'une réglementation pancanadienne et de l'octroi des équivalences aux règlements étrangers.

²³⁴ D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, préc., note 27, p. 554.

²³⁵ Norme canadienne 71-101, préc., note 112.

²³⁶ D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, préc., note 27, p. 571 ; D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, par. 20.70.

Nous réitérons que la coordination et le partage d'information entre les régulateurs provinciaux et avec les régulateurs étrangers sont plus importants pour une régulation efficace que la structure centralisée ou décentralisée de l'encadrement au Canada²³⁷. Plus encore, le respect des principes de l'OICV par les régulateurs provinciaux n'implique aucunement le choix d'une structure de régulateur unique, mais nécessite plutôt la coopération entre les divers régulateurs et l'harmonisation de la régulation pour assurer un système efficace répondant aux marchés internationaux interconnectés²³⁸. Il serait donc avisé de laisser de côté la bataille fédérale de la commission unique pour se recentrer sur les enjeux réels de l'encadrement actuel présentés, qui se trouvent au niveau de la coopération entre les régulateurs provinciaux, étrangers et internationaux. C'est pourquoi l'expansion de la mission des ACVM inc. au-delà du territoire canadien, en lui octroyant des pouvoirs pour représenter les régulateurs provinciaux dans les relations transfrontalières, aiderait à expédier les processus de reconnaissance mutuelle, dans les cas où la réglementation est pancanadienne, ainsi que la négociation de protocoles ou de standards lorsque tous les régulateurs provinciaux désirent participer à la coopération.

Cependant, un autre défi se dresse à l'horizon, soit la perspective d'une régulation financière décloisonnée du seul secteur des valeurs mobilières pour tenir compte également d'autres domaines ayant un impact sur les marchés des capitaux, dont les assurances. Alors que la réglementation financière multisectorielle vise davantage la prévention du risque systémique, comme nous le verrons au dernier chapitre, des comités ont également été créés pour assurer une compréhension de la convergence entre les marchés afin de tenir compte de la réalité de leur proximité dans les réformes envisagées.

1.3.2.3 Harmonisation de la réglementation entre divers secteurs financiers

Alors que l'harmonisation réglementaire semble essentielle aux marchés transfrontaliers, la question se pose à savoir s'il suffit d'harmoniser seulement le secteur des valeurs mobilières

²³⁷ E. J. PAN, préc., note 10, 799.

²³⁸ Andrea CORCORAN, *International Standards Affecting Securities Regulators and Regulation as Applicable to Quebec*, P.P.G.Q., Vol. XII, S.C.C. No 33718, 23 juin 2010, p. 15.

alors que les participants au marché, incluant les émetteurs, sont également soumis à une panoplie de législations différentes dans chaque juridiction sur la fiscalité, la protection des consommateurs, le droit du travail, les droits fondamentaux, etc. C'est-à-dire que l'harmonisation de la réglementation en valeurs mobilières n'est pas le seul enjeu des marchés globaux qui demeurent tout de même soumis à des règles différentes dans les autres secteurs de droit affectant la conduite de leurs affaires. Les projets fédéraux de commission nationale en valeurs mobilières pour faciliter le commerce national ne sont-ils donc pas utopistes considérant le fait que les participants devront tout de même se plier à d'autres lois provinciales non harmonisées? Est-ce que les arguments de représentativité internationale et de simplification du système aussi valables pour les autres secteurs de réglementation provinciale des affaires sont utilisés que pour réguler les valeurs mobilières, car le fédéral y voit un intérêt particulier pour son propre intérêt politique? Dans tous les cas, il est de notre opinion que l'harmonisation de la réglementation devrait être basée sur des risques et des enjeux communs à solutionner pour une protection accrue et que celle-ci dépasse les bornes de la régulation des valeurs mobilières vu l'interconnexion des divers secteurs financiers créée par les multinationales. Pourquoi donc faudrait-il une commission nationale en valeurs mobilières, puisqu'il ne s'agit évidemment pas du seul secteur globalisé, et non pas en assurance ou encore pour le secteur financier au complet?

Illustrant l'interconnexion actuelle entre la régulation de divers secteurs, les réformes post-crise financière impliquent le G20 et le Conseil de la stabilité financière, de même que les organisations internationales réunies au sein du *Joint Forum* international, comme le Comité de Bâle, l'*International Association of Insurance Supervisors* et l'OICV, qui visent les secteurs économiques, bancaires, de l'assurance et des valeurs mobilières. Alors que les régulateurs provinciaux sont absents du G20 et du Conseil de stabilité financière, l'Autorité et la CVMO siègent en rotation sur le *Joint Forum* avec le BSIF²³⁹. Ainsi, le développement de lignes directrices et de principes ou de meilleures pratiques entre les divers secteurs financiers

²³⁹ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Joint Forum*, en ligne, <<http://www.bis.org/bcbs/jointforum.htm>> (consulté le 12 janvier 2015).

au point de vue technique, réglementaire et des politiques²⁴⁰, doit être mis de l'avant et répliqué entre les régulateurs du Canada, car la cohérence entre ces secteurs réduit l'arbitrage réglementaire entre les régimes disponibles. Par exemple, considérant l'interconnexion dans le domaine des dérivés régulés par les régulateurs provinciaux, mais dont les principaux acteurs sont les banques sous compétence fédérale, nous verrons prochainement l'importance de l'harmonisation entre les régulateurs afin de protéger la stabilité du marché malgré la division de leur compétence.

Cependant, au Canada, les régulateurs provinciaux sont absents des rangs du Comité de surveillance des institutions financières (ci-après « CSIF ») et du Comité consultatif supérieur joignant les régulateurs bancaires fédéraux, ce qui contribue au travail de manière indépendante en silos empêchant alors les synergies et contribuant aux dédoublements d'efforts. Il semble donc que pour améliorer la régulation, les discussions et le partage entre les régulateurs de divers secteurs puissent être augmentés afin d'attester des risques existants ou des écarts entre la supervision de chacun ainsi que des enjeux qu'ils partagent relativement au développement de leur industrie respective. En effet, la consultation entre les régulateurs de plusieurs créneaux permettrait d'éclater les silos de réglementation pour faciliter la coopération, la coordination et le partage d'information entre les secteurs bancaires, de l'assurance et des valeurs mobilières puisque l'industrie réglementée est souvent organisée sous forme de groupes intégrés multisectoriels. Il résulte de ces constats la recommandation que les ACVM inc. pourraient contribuer à renforcer les liens avec les autres régulateurs en joignant leurs forums²⁴¹.

Malgré leur absence des comités des régulateurs bancaires, les ACVM font partie du Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier incluant le Conseil canadien des responsables de la réglementation d'assurance et l'Association canadienne des organismes de contrôle des régimes de retraite pour la coordination de la réglementation des produits et

²⁴⁰ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Mandate of the Joint Forum*, en ligne, <<http://www.bis.org/bcbs/jfmandate.htm>> (consulté le 12 janvier 2015).

²⁴¹ E. J. PAN, préc., note 10, 827.

services financiers offerts au Canada²⁴². Pourtant, aucune activité ne semble avoir eu lieu pour ce forum récemment, surtout qu’aucun plan stratégique subséquent à celui se terminant en 2012 n’a été déposé²⁴³. De plus, l’Autorité y siège uniquement à titre de représentante du Conseil canadien des responsables de la réglementation d’assurance et non pas pour les valeurs mobilières.

Cependant, l’absence d’activités au sein du Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier n’a pas empêché le gouvernement québécois d’envisager l’harmonisation de la réglementation entre les secteurs des valeurs mobilières et de l’assurance pour contrer « l’écart réglementaire entre les produits semblables comme les fonds communs et les fonds distincts, les premiers étant des valeurs mobilières, et les seconds, des contrats d’assurance »²⁴⁴. Pour nous mettre en contexte, les produits financiers transigés et vendus par les mêmes entités reçoivent un traitement légal différent et sont sujets à la supervision de divers régulateurs selon qu’il s’agisse de produits bancaires, de valeurs mobilières ou d’assurance²⁴⁵. Or, pour la protection des investisseurs, il importe peu de savoir à quel secteur de la réglementation appartient le produit dans lequel ils investissent. Pourtant, l’information qu’ils reçoivent en dépend, puisque, par exemple, les fonds d’investissement sont davantage réglementés que les fonds distincts notamment pour la divulgation des commissions. Les inscrits dans les domaines de l’assurance et des valeurs mobilières pourraient donc recommander davantage les titres sous l’un des régimes légaux plutôt que l’autre si les exigences sont moindres. Il importe donc qu’il n’y ait pas d’écart réglementaire négatif entre la réglementation de produits similaires.

Encourageant la cohérence entre les divers régimes, nous croyons que les initiatives d’harmonisation gagneraient à être partagées au sein des forums appropriés ainsi qu’avec les

²⁴² ACVM, préc., note 96.

²⁴³ FORUM CONJOINT, *À propos de nous*, en ligne : <<http://www.jointforum.ca/fr/about/>> (consulté le 12 janvier 2015).

²⁴⁴ Marie-Claude FRENETTE, « Harmonisation en vue », *Finance et Investissement*, 1 décembre 2014, p.1, en ligne : <<http://www.finance-investissement.com/nouvelles/industrie/harmonisation-en-vue/a/58592/1>> (consulté le 12 janvier 2015).

²⁴⁵ Raymonde CRÊTE et Cinthia DUCLOS, « Le portrait des prestataires des services de placement », dans Raymonde CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 45, à la page 112.

ACVM. En effet, comme « l’harmonisation de la réglementation de l’assurance et de celle des autres secteurs de la finance interpelle les régulateurs tant sur le plan national que sur le plan international »²⁴⁶, il serait opportun que les efforts du Canada soient concertés en réponse aux recommandations du *Joint Forum* selon lesquelles la réglementation de ces secteurs devrait être davantage harmonisée pour des activités et produits similaires vendus aux mêmes investisseurs par le développement de normes multisectorielles visant la réduction de l’arbitrage réglementaire et haussant la stabilité financière internationale²⁴⁷. Or, depuis le rapport du *Joint Forum*, il semble que l’harmonisation de l’encadrement des produits et services offerts autant en assurance qu’en valeurs mobilières, soit davantage un projet indépendant des régulateurs avec leurs assujettis, qu’un projet conjoint. Pourtant, comme de tels changements impliquent divers régulateurs, il serait plutôt inefficace que la réforme soit menée de manière individuelle, car cela entraînerait des dédoublements et empêcherait de bénéficier de l’apport de l’expertise de chacun dans la consultation de l’industrie et du public, l’agenda des travaux, l’étude des impacts ainsi que l’élaboration des règles à modifier. Un groupe de travail canadien au sein du Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier pourrait donc se pencher sur les distinctions réglementaires nécessaires dues aux particularités propres de chacun des secteurs, mais aussi sur la diminution des écarts pouvant affecter la protection des investisseurs et l’efficacité des marchés en négociant des exigences minimales communes.

Pour résumé, des régulateurs provinciaux sont impliqués dans le *Joint Forum* pour participer aux efforts internationaux de collaboration entre les régulateurs bancaires, en valeurs mobilières et en assurance. Or, bien qu’elles fassent partie du Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier, les ACVM semblent négliger ce forum pour la mise en place des réformes internationales au Canada. Enfin, considérant qu’elles sont toujours exclues des forums des régulateurs bancaires, il serait préférable que les ACVM puissent avoir une place au sein du CSIF, à tout le moins, si le Conseil de stabilité financière canadien que nous présenterons au dernier chapitre n’est pas créé. De l’implantation de ces solutions résulterait

²⁴⁶ M.-C. FRENETTE, préc., note 244, p. 3.

²⁴⁷ *Id.*, p. 3 et 4.

une harmonisation réglementaire transcendant les secteurs de régulation actuels pour refléter les pratiques similaires de l'industrie. Bref, avec ou sans la création des ACVM inc., elles doivent être prêtes à s'ouvrir davantage aux autres régulateurs financiers.

Ce chapitre démontre que les avantages invoqués à l'appui du RCM peuvent être obtenus par l'amélioration du régime actuel. Effectivement, considérant l'apport important des ACVM et du régime de passeport quant à la création d'un marché interprovincial par des infrastructures électroniques communes, des ententes de supervision, des règlements harmonisés et un processus de reconnaissance mutuelle, il suffit de poursuivre le travail accompli tout en conservant les avantages actuels. Par exemple, l'adhésion de l'Ontario au régime de passeport, l'inclusion des secteurs de l'épargne collective et des dérivés à celui-ci, ainsi que la diminution des coûts pour les participants permettraient de bénéficier pleinement du régime de passeport offrant les avantages d'une régulation locale innovatrice et compétitive reconnue à l'échelle nationale pour éviter la duplication. Puis, aux marchés des régulateurs provinciaux se superposent les marchés internationaux nécessitant une concertation de la régulation par les comités internationaux auprès desquels les ACVM inc. représenteraient ses membres afin de répondre aux nouveaux enjeux.

Finalement, comme ce n'est point la structure choisie, mais plutôt comment les régulateurs interagissent entre eux dans cette structure pour être efficace qui importe pour l'amélioration de l'encadrement, la création du RCM n'est aucunement nécessaire. Il s'agit davantage de favoriser des relations renforcées entre les régulateurs provinciaux, par l'incorporation des ACVM, de même qu'avec des entités extraterritoriales responsables de divers secteurs des marchés financiers pour prendre en considération la globalisation et l'intégration des participants via la participation aux comités internationaux et la reconnaissance mutuelle des règlements. C'est ce qui explique le dépassement du paradigme de l'encadrement national par celui de l'encadrement intégré et global obtenu par des alliances entre les régulateurs territoriaux ainsi que par l'harmonisation réglementaire pour éviter l'arbitrage et surveiller adéquatement les activités transfrontalières.

2. Mise en application des lois et règlements en valeurs mobilières

L'efficacité des lois et règlements est tributaire de la capacité de les faire respecter. Or, suite à l'élaboration de la réglementation porteuse des objectifs de régulation, celle-ci donne lieu à l'inspection de la conformité, aux plaintes en cas de dérogation et aux poursuites contre les contrevenants. En matière de valeurs mobilières, il existe plusieurs champs de droit pouvant mener à des procédures de mise en application impliquant les corps policiers, les régulateurs provinciaux et les OAR ou les procureurs (ci-après « autorités responsables »). En effet, les multiples normes criminelles, pénales, administratives et disciplinaires donnent ouverture à divers recours menant à une panoplie de sanctions. En plus des poursuites publiques, des recours privés peuvent être envisagés par les investisseurs à des fins de compensation.

Cette multiplicité de normes, d'autorités responsables et de recours s'explique par les différentes philosophies sous-jacentes à la mise en application. D'abord, « [l]es tribunaux qui interviennent en matière pénale et criminelle sont appelés à exercer une fonction préventive, soit en visant la prévention des comportements déviants commis à l'occasion de la prestation de services de placement »²⁴⁸. Bien que le droit pénal réglementaire et le droit criminel prohibent tous deux des comportements dans l'intérêt public, ils se distinguent toutefois en ce que « les infractions criminelles sont habituellement conçues afin de condamner et de punir une conduite antérieure répréhensible en soi, [alors que] les mesures réglementaires visent généralement à prévenir un préjudice futur par l'application de normes minimales de conduite et de prudence »²⁴⁹. Puis, la répression des contraventions en matière administrative a des « fonctions curatives, préventives et répressives auprès des prestataires de services de placement »²⁵⁰ et les objectifs du droit disciplinaire sont la protection du public et la

²⁴⁸ Cinthia DUCLOS, Raymonde CRÊTE et Audrey LÉTOURNEAU, « Les autorités d'encadrement », dans Raymonde CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 117, à la page 157.

²⁴⁹ R. c. *Wholesale Travel Group Inc.*, [1991] 3 R.C.S. 154, p. 219.

²⁵⁰ C. DUCLOS, R. CRÊTE et A. LÉTOURNEAU, préc., note 248, à la page 150.

prévention des manquements professionnels²⁵¹.

Alors que tous ces recours partagent l'objectif de prévention des contraventions, les sanctions associées aux poursuites pénales et criminelles ont un caractère plus sévère démontrant une volonté de dissuasion²⁵² dont découle le processus formel devant un juge ou jury contrairement aux audiences devant des professionnels de l'industrie ou des avocats nommés en matière quasi judiciaire ou disciplinaire où l'impact recherché est plutôt l'incitation à la conformité dans un but de protection du public²⁵³.

Comme autant les compétences fédérales que celles provinciales sont impliquées dans la mise en application, nous nous pencherons sur les difficultés rencontrées au niveau de l'interaction entre les divers acteurs, sur les enjeux de l'extraterritorialité et sur les divergences créées par la multiplicité d'instances décisionnelles. Après avoir présenté le contexte légal dans lequel baignent les marchés financiers et les enjeux qui y sont associés, nous mettrons de l'avant des solutions pour une meilleure collaboration canadienne, une reconnaissance automatique des décisions rendues dans d'autres juridictions canadiennes par le passeport et la création d'un tribunal d'adjudication quasi judiciaire pancanadien afin que les décisions soient valides à travers le Canada. Plusieurs de ces points ont été proposés dans les dernières années afin d'améliorer la mise en application en augmentant son effectivité et sa rapidité tout en réduisant les doublons dans les activités d'inspection et d'enquête, ainsi que dans les poursuites.

2.1 Modèle actuel de régulation des marchés de valeurs mobilières canadiens

Le modèle actuel d'application de la loi en valeurs mobilières est complexe étant donné que les infractions au Code criminel et celles prévues dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières, les pénalités administratives, les ordonnances quasi judiciaires et les sanctions disciplinaires peuvent être complémentaires. En effet, comme divers régulateurs sont

²⁵¹ Clément MABIT, « Le régime de sanctions disciplinaires applicable aux courtiers en placement et à leurs représentants », dans Raymonde CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 361, à la page 428.

²⁵² Hugues PARENT, *Traité de droit criminel*, 2^e éd., tome 2, Montréal, Thémis, 2007, par. 496-500.

²⁵³ L.V.M., art. 172 ; L.D.P.S.F., art. 312.

responsables de l'élaboration des normes et que des individus relèvent parfois de la supervision de plusieurs d'entre eux, ils peuvent enfreindre plus d'un corpus normatif. Ainsi, au Québec

« dans le cas du manquement professionnel d'un représentant d'un courtier en placement ayant causé un préjudice à un client, plusieurs autorités, dont l'AMF, le Bureau de décision et de révision, l'OCRCVM, l'Ombudsman des services bancaires et d'investissement, la Gendarmerie royale du Canada, la Sûreté du Québec et les tribunaux (chambre pénale et criminelle, chambre civile), peuvent être appelés à intervenir dans le processus de sanction du comportement et d'indemnisation du préjudice subi par le client »²⁵⁴.

Au l'échelle du Canada, les autorités responsables²⁵⁵ des enquêtes sont : les treize régulateurs provinciaux, trois OAR, les polices provinciales, la Gendarmerie royale du Canada (ci-après « GRC ») et ses équipes intégrées. Pour les poursuites, il y a : les treize régulateurs provinciaux, trois OAR, les procureurs de la couronne provinciaux et fédéraux. Enfin, pour les fonctions décisionnelles, nous dénombrons : treize tribunaux administratifs, trois comités de discipline des OAR, treize cours de justice provinciales. Toutefois, les autorités responsables énumérées dans chacune de ces trois catégories n'interviennent pas toutes pour un même cas. Selon leur compétence respective, l'une ou plusieurs seront interpellées pour les enquêtes, les poursuites et l'adjudication en fonction de la contravention, du territoire et du contrevenant.

Conséquemment, comme ces autorités responsables utilisent chacune des règles sous leur gouverne qui sont sanctionnées par des corps judiciaires de juridictions différentes, il s'avère essentiel qu'elles assurent une protection cohérente des marchés afin d'éviter que des individus passent entre les mailles des filets. Il est donc primordial que leur coordination soit efficace, tel que recommandé par le FMI, pour une meilleure vision des risques²⁵⁶, ainsi que pour communiquer les informations sur les infractions repérées, mener les enquêtes

²⁵⁴ Raymonde CRÊTE, Mario NACCARATO, Cinthia DUCLOS, Audrey LÉTOURNEAU, Clément MABIT et Geneviève BRISSON, « La prévention des manquements professionnels : pistes de réflexion et d'action sur l'encadrement juridique et organisationnel des services de placement », dans Raymonde CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 575, à la page 584.

²⁵⁵ Poonam PURI, « Of Regulatory Reform and Enforcement Effectiveness : Options for a Common Enforcement Agency for Canada », Osgoode Hall Law School, York University, 2008, p. 6, en ligne : <<https://www.rotman.utoronto.ca>> (consulté le 19 octobre 2014).

²⁵⁶ FMI, préc., note 28, p. 5.

conjointement et s'assurer que des poursuites soient intentées dans les juridictions concernées ainsi que respectées par les autres pour avoir plein effet.

Nous étudierons donc, dans ce premier aspect, les champs de compétence, la répartition actuelle des pouvoirs, les autorités responsables de la mise en application et les innovations en place pour faciliter leur coopération telles que la création d'équipes multidisciplinaires spécialisées. Nous verrons alors que les organes de police ainsi que les procureurs généraux du Canada ou des provinces ont des pouvoirs d'enquête et de poursuite criminelle respectivement alors que les régulateurs provinciaux ont des pouvoirs de mise en application au niveau quasi judiciaire et pénal. Les OAR, pour leur part, sont limités aux sanctions disciplinaires.

2.1.1 Droit criminel

La compétence en matière criminelle est de juridiction fédérale en vertu du paragraphe 91(27) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. L'objectif du droit criminel est « le châtement, la punition du contrevenant qui enfreint une valeur fondamentale de la société »²⁵⁷. Les infractions en matière de manipulations frauduleuses d'opérations boursières, de fraude, de délit d'initié, de communication de renseignements confidentiels, de faux prospectus et autres²⁵⁸ sont donc poursuivies par le procureur général du gouvernement fédéral ou provincial. Toutefois, certaines infractions criminelles, comme le délit d'initié, sont aussi prévues dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières²⁵⁹, mais les sanctions criminelles ont un caractère de sévérité supérieur et le fardeau de preuve s'avère plus élevé. Dans ce contexte, nous étudierons l'implication des régulateurs en matière criminelle ainsi que les innovations en place pour faciliter leur coopération selon les enjeux.

²⁵⁷ Audrey LÉTOURNEAU, « Criminalité financière », dans JurisClasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Courtiers en valeurs mobilières et autres intermédiaires financiers*, fasc. 15, Montréal, LexisNexis Canada, version étudiante, par. 6.

²⁵⁸ C.cr., art. 380-384 et 400.

²⁵⁹ Les infractions de délit d'initiés sont prévues aux articles 187 à 189.1 L.V.M. ainsi qu'à l'article 382.1 C.cr.

2.1.1.1 Implication des régulateurs provinciaux en matière criminelle

Puisque la compétence en droit criminel n'est pas du ressort des régulateurs provinciaux, ceux-ci ne peuvent être imputables pour le manque de sévérité des sanctions ni pour le faible niveau de mise en application des infractions criminelles²⁶⁰. Par contre, ils participent indirectement à l'effort de mise en application criminelle afin d'assurer l'intégrité des marchés, car « ce sont les efforts concertés de l'ensemble des intervenants, à savoir les régulateurs, les organismes d'autoréglementation, les divers corps policiers et les procureurs généraux, qui rendent efficace la répression des fraudes en valeurs mobilières »²⁶¹. L'Autorité fait ainsi partie de plusieurs groupes de mise en application et avise les autorités compétentes lorsque ses enquêtes ont une dimension criminelle. Il est d'autant plus important que les forces soient mises en commun puisque les pouvoirs et les compétences des régulateurs diffèrent, mais sont complémentaires. En effet, un contrevenant contre lequel un régulateur provincial prend des mesures de mise en application peut aussi faire face à des procédures criminelles²⁶².

Par ailleurs, il est essentiel de rationaliser le fonctionnement de la mise en application pour permettre à l'ensemble des régulateurs d'assurer l'efficacité des enquêtes et des recours, car les équipes responsables des enquêtes criminelles disposent de pouvoirs plus limités que les régulateurs provinciaux, principalement au niveau des pouvoirs d'assignation pour obtenir une déclaration ainsi que pour l'échange d'information, en plus de bénéficier de moins de ressources pour lutter contre les crimes économiques²⁶³. Par exemple, le Code criminel prévoit des ordonnances de communication rendues ex parte par le tribunal visant les tiers aux enquêtes de même qu'à l'encontre des institutions financières et autres entités offrant des produits financiers pour l'obtention de renseignements bancaires ou commerciaux sur les comptes²⁶⁴. Cependant, la demande d'information au tribunal peut s'avérer longue et coûteuse,

²⁶⁰ Stéphane ROUSSEAU, « The Protection of Minority Investors and the Compensation of their Losses in Canada », juillet 2014, p. 20, en ligne : <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2486899> (consulté le 20 octobre 2014).

²⁶¹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 15.

²⁶² ACVM, *Application de la loi*, en ligne : <https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/application_de_la_loi.aspx?id=75> (consulté le 17 octobre 2014).

²⁶³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 17.

²⁶⁴ C.cr., art. 487.012 et 487.013.

alors que les régulateurs provinciaux peuvent obtenir les mêmes informations plus facilement par leurs pouvoirs afin de détecter des anomalies.

2.1.1.2 Innovations en place pour faciliter la coopération

Parmi les groupes formés pour allier les autorités responsables de la mise en application se trouvent, depuis 2003, les équipes intégrées de police des marchés financiers (ci-après « EIPMF ») composées d'enquêteurs, de policiers de la GRC, de conseillers juridiques du Service des poursuites pénales du Canada, de juricomptables, d'employés de soutien ainsi que de représentants provenant respectivement des régulateurs provinciaux, des OAR et des agences fédérales de mise en application dont l'Agence de Revenu du Canada²⁶⁵. De plus, ces équipes collaborent avec les régulateurs provinciaux, l'OCRCVM, le ministère de la justice fédéral et les corps policiers²⁶⁶. Leur mandat est de mener des enquêtes sur des fraudes sérieuses, de nature régionale ou nationale affectant les marchés des capitaux²⁶⁷, dans le but de permettre la coordination entre les régulateurs et les corps policiers en favorisant leurs échanges par de meilleurs mécanismes de surveillance pour l'identification des infractions, le dépôt d'accusations et les poursuites en vertu du Code criminel²⁶⁸. Les EIPMF comprenaient 10 équipes situées à Vancouver, Toronto, Calgary et Montréal en 2012²⁶⁹.

L'Autorité est également partie à une équipe mixte et à un centre d'intelligence permettant les échanges d'information pour la répression des crimes sur les marchés financiers dans le but de promouvoir une meilleure collaboration avec la Sûreté du Québec et le Directeur des

²⁶⁵ CANADA, *Affidavit of Stephen White*, P.P.G.C., Vol. I, S.C.C. No 33718, 21 mai 2010, p. 270 ; GENDARMERIE ROYALE DU CANADA, *Équipes intégrées de la police des marchés financiers*, en ligne : <<http://www.rcmp-grc.gc.ca/imet-eipmf/index-fra.htm>> (consulté le 2 novembre 2014).

²⁶⁶ Joseph GROIA et Pamela HARDIE, *Securities Litigation and Enforcement*, 2e éd., Toronto, Carswell, 2012, p. 10 ; Nick LE PAN, *Améliorer les équipes intégrées de la police des marchés financiers et obtenir des résultats dans la lutte contre les crimes associés aux marchés financiers*, 25 octobre 2007, en ligne : <<http://www.rcmp-grc.gc.ca/pubs/imets-eipmf/lepan2007-fra.pdf>> (consulté le 31 octobre 2014).

²⁶⁷ CANADA, préc., note 265, p. 271.

²⁶⁸ Peter CORY et Marilyn PILKINGTON, « Critical Issues in Enforcement », dans TASK FORCE TO MODERNIZE SECURITIES LEGISLATION IN CANADA, *Canada Steps Up*, Volume 6, Toronto, 2006, p. 205, en ligne : <<http://www.tfmsl.ca>> (consulté le 28 octobre 2014).

²⁶⁹ J. GROIA et P. HARDIE, préc., note 266, p. 10.

poursuites criminelles et pénales ainsi qu'avec la GRC²⁷⁰. Également, un groupe contre les crimes économiques à incidence fiscale provinciale comprenant l'Autorité, la Sûreté du Québec et le ministère du Revenu provincial a été formé²⁷¹. Ces groupes permettent de coordonner les dossiers d'enquête sur les fraudes en valeurs mobilières et de déterminer laquelle de ces autorités responsables peut intervenir le plus efficacement pour faire cesser et sanctionner l'infraction²⁷².

Il existe d'ailleurs, au Canada, un centre d'appel antifraude de même qu'un site Web, RECOL, pour la dénonciation de délits financiers afin d'acheminer les plaintes aux régulateurs ayant les pouvoirs d'entamer des procédures²⁷³. Ce centre semble une initiative intéressante pour les consommateurs ne sachant pas vers qui se tourner, mais encore faut-il qu'il soit lui-même connu des consommateurs sinon sa portée demeure limitée.

Enfin, selon les auteurs Carpentier et Suret, il est essentiel que l'intégration soit forte entre les autorités responsables de la mise en application et que des groupes intégrés spécialisés, comprenant les régulateurs provinciaux, soient chargés des poursuites en matière de fraude²⁷⁴. Les équipes intégrées ou mixtes, les comités et groupes ainsi que le centre antifraude constituent d'excellentes initiatives pour le partage d'information et de ressources. Pourtant, les groupes existants ne semblent pas suffire à la tâche puisque l'application du Code criminel est fortement critiquée, notamment pour le manque de ressources utilisées, la difficulté à cerner les éléments principaux des dossiers, le manque de procureurs et de juges spécialisés et les possibilités de recours inégales²⁷⁵. Un modèle amélioré devrait permettre davantage de résultats concrets découlant des initiatives entreprises en concentrant les efforts par une plus grande intégration entre les diverses autorités coordonnées par les régulateurs provinciaux.

²⁷⁰ C. DUCLOS, R. CRÊTE et A. LÉTOURNEAU, préc., note 248, à la page 158.

²⁷¹ S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 177.

²⁷² *Id.*

²⁷³ C. DUCLOS, R. CRÊTE et A. LÉTOURNEAU, préc., note 248, à la page 158.

²⁷⁴ Cécile CARPENTIER et Jean-Marc SURET, « Proposal for a Single Securities Commission in Canada: Comments and Discussion », 12 septembre 2007, p. 40 et 41, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=1355283>> (consulté le 19 octobre 2014).

²⁷⁵ N. LE PAN, préc., note 266.

2.1.1.3 Enjeux

L'une des difficultés importantes relativement aux infractions de nature criminelle est de remplir le fardeau de preuve hors de tout doute raisonnable de la commission de l'infraction (*actus reus*) ainsi que de l'intention à cet égard (*mens rea*). L'obtention de preuve est également difficile puisque les témoignages de personnes possédant de l'information pertinente ne peuvent être recueillis en cours d'enquête; des accusations devant être déposées et la *Charte canadienne des droits et libertés*²⁷⁶ (ci-après « Charte ») respectée par les mandataires de l'État²⁷⁷. Les pouvoirs de perquisition sont aussi limités²⁷⁸. Plus encore, les ressources policières limitées pour mener les enquêtes ainsi que l'expertise requise sont des barrières à la mise en application²⁷⁹. C'est donc en ces circonstances que le partage d'information entre les diverses autorités responsables impliquées est nécessaire pour accélérer les processus d'enquête afin de faire cesser les infractions plus rapidement puisque les régulateurs provinciaux ont davantage de pouvoirs en vertu de leur loi sur les valeurs mobilières que les enquêteurs au niveau criminel²⁸⁰. En effet, la Charte s'applique seulement lorsque le régulateur ou l'État décide que l'objectif de l'enquête est d'établir la responsabilité de l'individu en vue d'un procès pénal²⁸¹, mais elle s'applique immédiatement lorsque l'objet de l'enquête est de nature criminelle²⁸².

Un autre enjeu allégué par les détracteurs du régime provincial est le caractère international des enquêtes en ce qui concerne les émetteurs plaçant leurs titres dans diverses juridictions, la répartition des victimes de crimes financiers dans nombre de celles-ci, la fuite des suspects potentiels vers des pays ayant des lois favorables, la délocalisation de l'argent, etc.²⁸³ Par

²⁷⁶ Partie I de la *Loi constitutionnelle de 1982*, [annexe B de la *Loi de 1982 sur le Canada*, 1982, c. 11 (R.-U.)].

²⁷⁷ QUÉBEC, préc., note 115, par. 153.

²⁷⁸ N. LE PAN, préc., note 266.

²⁷⁹ Poonam PURI, « Securities Litigation and Enforcement: The Canadian Perspective », (2012) 37 *BROOK. J. INT'L L.* 967, 982.

²⁸⁰ Pierre LORTIE, « Securities Regulation in Canada at a Crossroads », (2010) 3 *SPP Research Papers* 5, p. 17, en ligne: <<http://policyschool.ucalgary.ca/?q=content/securities-regulation-canada-crossroads>> (consulté le 19 octobre 2014).

²⁸¹ *R. c. Jarvis*, [2002] R.C.S. 757.

²⁸² A. LÉTOURNEAU, préc., note 257, par. 30-33.

²⁸³ CANADA, préc., note 265, p. 271 et 293.

exemple, 14 des 17 enquêtes en cours par la GRC, en 2010, ont nécessité l'obtention d'assistance internationale pour la communication de la preuve détenue à l'étranger et pour mener des enquêtes internationales par des requêtes d'information internationales, un traité de requête d'assistance légale mutuelle, une requête de non traité soumise au groupe d'assistance international du département de la justice pour la coordination ou une coopération informelle avec les agences de police internationales²⁸⁴. Le défaut de coopération entre les régulateurs provinciaux, les OAR, les corps policiers et judiciaires pourrait résulter en un manque de partage de l'information provenant de l'extérieur de leur territoire pour faire leur preuve ou en une multiplication des efforts pour obtenir cette information en plus de manquer de coordination face à leurs homologues étrangers requérant de l'assistance. Cette difficulté s'est présentée notamment dans le cas d'un stratagème à la Ponzi, impliquant quatre individus arrêtés en Alberta et quatre autres situés dans diverses provinces canadiennes, pour lequel des enquêteurs de la police américaine ont requis des relevés bancaires de plusieurs pays afin de retrouver l'argent²⁸⁵. Il semblerait donc légitime que les complices, soient jugés selon les mêmes faits et la même preuve peu importe leur localisation. Nous pouvons également citer une fraude aux États-Unis pour laquelle des éléments de preuve ont été enlevés d'un bureau au Canada, ce qui a nécessité l'entraide juridique en matière criminelle entre les autorités de ces deux pays pour les allégations d'entrave à la justice en transmettant l'information requise²⁸⁶.

En ce qui concerne les poursuites, le chevauchement entre les juridictions fédérales et provinciales cause parfois des dédoublements de procédures, car « [l]e droit criminel et le droit pénal réglementaire peuvent [...] englober des champs de compétence identiques ou, à tout le moins, servir les mêmes fins »²⁸⁷. Ainsi, un recours criminel ou pénal ou les deux peuvent être exercés puisqu'il y a un double aspect²⁸⁸. Dans ce cas, les infractions pénales et criminelles

²⁸⁴ *Id.*, p. 270-273.

²⁸⁵ *Id.*, p. 273 ; *R v. Bailey*, 2014 ABPC 103 (CanLII)

²⁸⁶ *Loi sur l'entraide juridique en matière criminelle*, L.R.C. (1985), ch. 30 (4e suppl.) ; *Ontario (Attorney General) v. Black*, 2007 ONCA 165 (CanLII).

²⁸⁷ Anne-Marie BOISVERT, Hélène DUMONT et Alexandre STYLIOS, « En marge de l'affaire Lacroix-Norboureg: les enjeux substantifs et punitifs suscités par le double aspect, réglementaire et criminel, de certains comportements frauduleux dans le domaine des valeurs mobilières », (2009) 50 *C. de D.* 469, 486.

²⁸⁸ *Id.*, 472.

distinctes doivent être soupesées en vertu de la doctrine du double péril²⁸⁹, puisque nul ne peut être puni deux fois pour la même infraction²⁹⁰, et de l'autorité de la chose jugée. Il faut également considérer si l'un des deux recours serait suffisant pour couvrir les actes reprochés afin de remplir l'objectif de punition et de dissuasion recherché sans aggraver la sévérité de la peine totale²⁹¹. L'enjeu est que la multiplicité d'infractions alléguées et de poursuites intentées devant diverses juridictions pourrait être jugée abusive, ce qui entraînerait un arrêt des procédures pour éviter le cumul des condamnations pour les mêmes faits²⁹². La professeure Puri propose donc de réserver les poursuites criminelles pour les cas les plus graves puisque les causes sont très complexes et nécessitent conséquemment d'y allouer beaucoup de ressources, surtout lorsque la partie accusée a les moyens d'égaliser les ressources du gouvernement²⁹³. Or, pour bénéficier de ressources suffisantes et pour s'assurer de coordonner les recours si plusieurs sont entamés, la coopération entre les acteurs fédéraux et provinciaux est nécessaire.

Enfin, puisque l'application du Code criminel est faible au Canada quant aux enquêtes, poursuites, décisions et condamnations, son utilisation pour assurer l'intégrité des marchés financiers demeure limitée pour l'instant²⁹⁴. Ainsi, ce sont plutôt les actions entreprises par les régulateurs provinciaux et les OAR qui assurent la répression des infractions²⁹⁵. Le gouvernement fédéral ne peut alors justifier le besoin d'un régulateur national par les lacunes de la mise en application en matière criminelle, puisqu'il en est responsable, mais il doit utiliser sa compétence en la matière afin d'améliorer la qualité des poursuites contre les crimes financiers en collaborant pour mieux coordonner les chevauchements.

²⁸⁹ *R. c. Kienapple*, [1975] 1 R.C.S. 729.

²⁹⁰ *R. c. Wigglesworth*, [1987] 2 R.C.S. 541.

²⁹¹ A.-M. BOISVERT, H. DUMONT et A. STYLIOS, préc., note 287, 509, 510, 515 et 516.

²⁹² *Id.*, 509 et 510.

²⁹³ Poonam PURI, « Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets », Capital Markets Institute, décembre 2005, p. 10, en ligne:

<http://www.investorvoice.ca/Research/Puri_Enforcement_Effectiveness_01Dec05.pdf> (consulté le 17 octobre 2014).

²⁹⁴ FMI, préc., note 28, p. 6 ; M. JÉRÔME-FORGET, préc., note 192, p. 10.

²⁹⁵ Ana CARJAVAL et Jennifer ELLIOTT, « The Challenge of Enforcement in Securities Markets: Mission Impossible? », IMF Working Paper 09/168, 1 août 2009, p. 22, en ligne:

<<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09168.pdf>> (consulté le 19 octobre 2014) ; Anita ANAND, « Securities law needs more enforcement, not more laws », (2008) 27 *The Lawyers Weekly* 43.

2.1.2 Recours en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*

La L.V.M., adoptée en 1982, a été influencée par les diverses traditions juridiques entourant le marché québécois dans un contexte de globalisation: le droit civil, la Common Law et le droit américain²⁹⁶. Cette loi provinciale poursuit l'objectif de protection des investisseurs ainsi que celui d'efficacité du marché²⁹⁷. Ce dernier, comprend une perspective informationnelle, pour la fixation d'un prix reflété par l'information disponible, et opérationnelle, qui englobe notamment les coûts de conformité à la réglementation pour accéder au marché²⁹⁸. Concernant l'objectif de protection des investisseurs, la L.V.M. requiert l'inscription de tout courtier ou conseiller en valeurs afin d'exercer ses activités²⁹⁹ ainsi que pour tout représentant de ces derniers³⁰⁰. Les fonctions relatives à l'encadrement de la conduite des activités des inscrits, afin d'assurer leur honnêteté, compétence et probité³⁰¹, sont en partie déléguées à des OAR.

Pour ce qui est de la mise en application, les régulateurs provinciaux jouent un rôle important dans l'intégrité des marchés en utilisant les recours prévus par la L.V.M afin d'assurer la conformité à celle-ci et à ses règlements. Plus précisément, la mise en application de la L.V.M. est complexe puisqu'elle relève de plusieurs instances, selon le cas, dont la chambre criminelle et pénale de la Cour du Québec pour les poursuites en la matière, le Bureau de décision et de révision (ci-après « BDR ») pour les sanctions administratives, les comités de discipline des OAR en droit disciplinaire et les tribunaux civils lorsque les investisseurs veulent obtenir réparation. La L.V.M. a également créé de nouveaux pouvoirs pour assurer l'efficacité³⁰² de la surveillance par des enquêtes³⁰³, des mesures conservatoires, le retrait du droit de pratique,

²⁹⁶ Annie DESAULNIERS, *1955-2004 un demi-siècle d'histoire*, Montréal, Commission des valeurs mobilières du Québec, 2004, p. 39.

²⁹⁷ L.V.M., art. 276 ; Dans l'arrêt *Kerr c. Danier Leather Inc.*, [2007] 3 R.C.S. 331, par. 32, la Cour Suprême a affirmé le lien créé par la législation en valeurs mobilières entre ces deux objectifs en ce que la protection des investisseurs assure à la fois l'intégrité des marchés et mène à l'efficacité en rendant davantage de capitaux disponibles par les investisseurs qui peuvent avoir confiance en les marchés.

²⁹⁸ Ronald J. GILSON et Reinier KRAAKMAN, «The Mechanisms of Market Efficiency», (1984) 70 *Va. L. Rev.* 549, 592-595 ; S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 27.

²⁹⁹ L.V.M., art. 148.

³⁰⁰ L.V.M., art. 149.

³⁰¹ L.V.M., art. 160.

³⁰² S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 29 ; Cécile PÉRÈS, préc., note 21, à la page 9.

³⁰³ L.V.M., art. 237-248 ; L.A.M.F., art. 12.

etc.³⁰⁴ Conséquemment, un cas de délit d'initié peut entraîner non seulement une poursuite criminelle ou pénale, mais aussi des mesures complémentaires administratives ou disciplinaires contre le contrevenant.

Les défis de la coopération pour des cas impliquant diverses juridictions demeurent toutefois, par exemple en ce qui concerne les émetteurs inscrits à une bourse canadienne ainsi qu'à une bourse étrangère puisque ceux-ci sont soumis à la surveillance des régulateurs de deux pays. Cette double surveillance peut causer de la « potential confusion in accountability between Canadian and U.S. [or other foreign] regulators and duplication of regulatory actions, and raises the broader question of whether both jurisdictions should be involved in enforcement activities »³⁰⁵. De plus, la pluralité de régulateurs responsables de l'application des lois sur les valeurs mobilières, ajoutée aux efforts de mise en application des infractions criminelles et à la présence d'OAR, augmente la nécessité de coordination et de coopération étant donnée la possibilité de chevauchement juridictionnel ainsi que les enjeux de responsabilité³⁰⁶.

Conséquemment, le partage d'information et la communication de renseignements³⁰⁷ aux corps de police ou au ministère du Revenu ainsi qu'entre les régulateurs provinciaux sont des moyens préconisés pour la collaboration. Par ailleurs, les ACVM ont un comité sur l'application de la loi (ci-après « Comité des ACVM ») permettant le partage d'information et les ordonnances réciproques. Le Comité des ACVM réunit tous les mois les responsables de l'application de la loi des régulateurs provinciaux afin de discuter de questions d'ordre général, des dossiers et des processus en cours nécessitant des mesures réciproques ou conjointes³⁰⁸. L'objectif du Comité des ACVM est de partager l'information et d'identifier les lacunes ainsi que les tendances dans les activités de mise en application³⁰⁹ de même que les décisions nécessitant des modifications réglementaires. Il permet également d'entretenir des

³⁰⁴ L.V.M., art. 272.1.

³⁰⁵ P. PURI, préc., note 279, 971.

³⁰⁶ P. PURI, préc., note 293, p. 18.

³⁰⁷ Celles-ci sont facilitées par les articles 297 à 297.6 L.V.M. permettant la communication de renseignements.

³⁰⁸ ACVM, préc., note 262.

³⁰⁹ ACVM, *Présentation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières*, p. 12-14, en ligne :

<http://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/uploadedFiles/General/pdfs_fr/Introduction_to_CSA_170206_Fre.pdf> (consulté le 2 novembre 2014).

relations avec les autres autorités impliquées dans la détection des contraventions à la loi, les enquêtes et les poursuites au niveau national et international de même qu'avec les OAR pour identifier des personnes opérant dans plusieurs juridictions et les infractions ayant des effets extraprovinciaux³¹⁰. Les ressources des membres des ACVM sont ainsi mises en commun aux fins d'enquêter sur des personnes pouvant exercer des activités illégalement dans plus d'une province³¹¹. D'ailleurs, les initiatives des ACVM comprennent l'utilisation d'un protocole de mise en application multijuridictionnelle ainsi qu'une base de données sur les mises en application et la production d'un rapport public annuel comportant l'information sur celles-ci, dont les sanctions octroyées³¹².

La L.V.M. favorise également la coopération entre les régulateurs provinciaux en prévoyant la possibilité qu'ils se délèguent des pouvoirs ou qu'ils intègrent par renvoi des dispositions de la loi sur les valeurs mobilières d'un homologue de même que celle de reconnaître mutuellement leurs décisions ou sinon de baser celles-ci sur le fondement de décisions étrangères similaires³¹³. Ainsi, l'Autorité et le BDR peuvent répliquer une décision ou rendre une ordonnance préventive en se référant à la décision d'une autorité ou d'un tribunal hors de la province³¹⁴. Les dispositions du Titre X de la L.V.M. permettent même que les obligations remplies dans une juridiction canadienne soient dispensées d'être aussi exécutées dans une autre province ou un territoire signataire d'un accord tel le passeport. De plus, l'Autorité peut mener une enquête au Québec pour une autre juridiction qui allègue une infraction à sa loi sur les valeurs mobilières³¹⁵. La *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* (ci-après « L.A.M.F. ») permet pour sa part de conclure un accord pour favoriser la mise en application avec un organisme situé hors de la province³¹⁶. Ainsi, l'Autorité a conclu des accords multilatéraux afin de permettre la coopération et l'échange d'information à plus grande échelle, tel que prôné par l'OICV³¹⁷.

³¹⁰ *Id.*

³¹¹ *Id.*

³¹² ACVM, préc., note 262.

³¹³ L.V.M., titre X.

³¹⁴ S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 168.

³¹⁵ L.V.M., art. 239.

³¹⁶ L.A.M.F., art. 33.

³¹⁷ QUÉBEC, *Affidavit de Nathalie Drouin*, P.P.G.Q., Vol. IV, S.C.C. No 33718, 19 juin 2010.

La présente section aura donc d’abord pour objectif de présenter le rôle des régulateurs provinciaux en matière de protection des investisseurs et des marchés par la mise en application publique autre que criminelle. En particulier, pour assurer la conformité à la réglementation ainsi que dissuader les comportements reprochables, le mode d’application public inclut les recours pénaux, administratifs ou quasi judiciaires et disciplinaires par des régulateurs provinciaux ou des OAR. Puis, les recours privés sont ceux laissés aux investisseurs et autres intervenants du marché pour intenter des recours civils visant leur indemnisation pour les dommages subis par la contravention à la loi. Les avantages de ce forum sont qu’il permet également les recours collectifs ou une poursuite par des compagnies nanties ou encore par des personnes ayant de l’information particulière concernant le contrevenant sans être contraintes par la Charte.

2.1.2.1 Droit pénal

Chaque province a compétence³¹⁸ pour édicter des infractions pénales dans sa loi sur les valeurs mobilières et prescrire des sanctions telles que des amendes, des pénalités ou l’emprisonnement allant jusqu’à cinq ans moins un jour³¹⁹. Ces infractions ont un objectif préventif de dissuasion visant la protection des investisseurs³²⁰.

Afin de jouer son rôle dans la mise en application, l’Autorité détient des pouvoirs d’inspection³²¹ et d’enquête lui permettant d’assurer la surveillance des marchés pour détecter les contraventions à la L.V.M. et à ses règlements³²². Pour faciliter ces activités, la L.V.M. prévoit des infractions en cas de défaut de comparaître ou de témoigner ainsi que pour le défaut de communiquer les renseignements exigés tout comme pour l’obstruction aux inspections et enquêtes³²³.

³¹⁸ *Loi constitutionnelle de 1867*, préc., note 1, art. 92(13) et 92(15).

³¹⁹ L.V.M., art. 208.1 et 274.1.

³²⁰ A. BOISVERT, H. DUMONT et A. STYLIOS, préc., note 287, 479.

³²¹ L.V.M., art. 151.1-151.4.

³²² L.V.M., art. 237.

³²³ L.V.M., art. 195 et 240 ; L.A.M.F., art. 14.

Concernant le déroulement du processus de mise en application au Québec, des plaintes identifiant des infractions potentielles à la L.V.M. sont d'abord reçues du public, des départements internes des régulateurs provinciaux, dont ceux responsables des inspections professionnelles et de la surveillance des marchés, ainsi que d'autres régulateurs³²⁴. Alors, le département des pré-enquêtes de l'Autorité étoffe le dossier afin de déterminer si la plainte ou les allégations sont fondées en obtenant de l'information publique ou communiquée volontairement par des assujettis³²⁵, pour ensuite établir l'ordre de priorité des dossiers selon la gravité de l'infraction, le nombre d'investisseurs floués et les montants en jeu³²⁶. Suite à leur autorisation préalable, les enquêtes permettent d'accumuler la preuve nécessaire pour déterminer si les motifs raisonnables de croire qu'un manquement à la L.V.M. a été commis sont fondés en utilisant les pouvoirs de contrainte³²⁷. Les enquêtes peuvent mener à la collaboration avec la Sûreté du Québec, Revenu Québec, le ministère de la Sécurité publique, le directeur des poursuites criminelles et pénales, les ACVM, les polices municipales, les OAR, les bourses, CANAFE et des ordres professionnels³²⁸. Enfin, si le dossier est choisi pour la mise en application parce que la preuve obtenue est suffisante et que les ressources nécessaires ne sont pas exagérées par rapport à la gravité de l'infraction³²⁹, le contentieux détermine les recours appropriés pour sanctionner l'infraction et protéger les investisseurs. Vu l'approche axée sur le risque, les dossiers sont souvent réglés avant le procès afin d'économiser des ressources³³⁰. Cette approche est toutefois contestée puisque le choix des dossiers qui sont poursuivis de même que des cibles des enquêtes est réalisé arbitrairement selon les critères de chaque régulateur sans que des politiques, guides ou standards soient appliqués pour assurer la cohérence des processus de mise en application³³¹.

Parmi les recours disponibles en vertu de la L.V.M., l'Autorité dispose de pouvoirs, selon

³²⁴ L.A.M.F., art. 9 ; P. PURI, préc., note 293, p. 15.

³²⁵ Louis-Martin O'NEILL, « Les pouvoirs de contrainte de l'Autorité des marchés financiers », dans S.F.P.B.Q., vol. 275, *Développements récents en valeurs mobilières (2007)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, p. 115.

³²⁶ S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 176 et 177.

³²⁷ L.V.M., art. 239 et suiv. ; L.A.M.F., art. 12.

³²⁸ QUÉBEC, préc., note 317.

³²⁹ P. PURI, préc., note 293, p. 16.

³³⁰ *Id.*, p. 15.

³³¹ *Id.*, p. 16.

l'article 210 L.V.M., pour requérir des sanctions pénales en cas de manquement à la loi par un assujetti consistant en une infraction grave telle que le délit d'initié³³². Le fardeau est celui de la preuve hors de tout doute raisonnable de la commission de l'infraction, mais sans démontrer l'intention³³³. Également, des sanctions pénales sont prévues en cas d'informations fausses ou trompeuses fournies aux investisseurs (196 et 197 L.V.M.), de fausses représentations à l'égard d'une opération sur titres (199 L.V.M.), de l'exercice de l'activité de conseil ou de courtage sans inscription (200 L.V.M.), de manipulation de marché (195.2 L.V.M.) ou, plus généralement, de contravention à la L.V.M. (202 L.V.M.) ou à un règlement pris en vertu de celle-ci (203 L.V.M.), etc. Les infractions pénales relèvent de la Cour du Québec.

Enfin, certaines infractions offrent le choix de poursuivre devant la cour criminelle, pénale ou le tribunal administratif. Le choix sera fait selon la gravité des sanctions recherchées et la difficulté d'obtenir une accusation. Or, les recours criminels et pénaux sont moins utilisés que l'octroi de sanctions administratives devant un tribunal spécialisé puisque celles-ci sont plus faciles à obtenir et nécessitent moins de ressources qu'un procès à la cour vu les délais et les protections constitutionnelles de la Charte qui s'imposent dans ce cas en plus du fardeau de preuve élevé et du manque d'expertise des juges³³⁴.

2.1.2.2 Droit administratif

Pour faire appliquer les lois sous sa gouverne ainsi que les règlements afférents, l'Autorité peut rechercher l'octroi de pénalités administratives par le BDR³³⁵, un tribunal administratif spécialisé en valeurs mobilières, ayant également juridiction en matière de distribution de produits et services financiers et sur les instruments dérivés, exerçant des fonctions de nature quasi judiciaires dans l'intérêt public³³⁶. C'est donc le BDR qui exerce la fonction adjudicative

³³² L.V.M., art. 199.1.

³³³ Raymonde CRÊTE et Jérôme PARADIS, « Délits d'initiés », dans *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit des affaires », *Courtiers en valeurs mobilières et autres intermédiaires financiers*, fasc. 7, Montréal, LexisNexis Canada, version étudiante, par. 130.

³³⁴ P. CORY et M. PILKINGTON, préc., note 268, p. 228.

³³⁵ L.A.M.F., art. 92 ; L.V.M., art. 273.1.

³³⁶ Stéphane ROUSSEAU, « The Québec Experience with an Independent Administrative Tribunal Specialized in Securities », *Research Study Prepared for the Expert Panel on Securities Regulation*, 2008, p. 18, en ligne :

en jugeant des questions litigieuses et en rendant des décisions impartiales en tant que tribunal de première instance de même qu'en révisant les décisions de l'Autorité ainsi que celles des OAR³³⁷. Toute personne intéressée, de même que l'Autorité, peut présenter une demande au BDR qui exerce alors sa fonction décisionnelle en tant que tribunal administratif indépendant sous la juridiction du gouvernement québécois qui nomme ses membres, en détermine le nombre et limite leur terme à cinq ans en plus d'approuver les prévisions budgétaires³³⁸. Le fardeau est la prépondérance de preuve³³⁹. La séparation de la compétence législative et juridictionnelle au Québec fait en sorte que son système d'adjudication en valeurs mobilières est différent de celui utilisé par les autres régulateurs provinciaux qui procèdent devant leur propre commission.

Les mesures quasi judiciaires disponibles incluent: des pénalités administratives, le retrait d'une dispense, la révocation d'un permis de pratique, la suspension ou l'imposition de conditions à l'inscription, un blâme, la restitution des profits, le paiement des frais d'enquête et des mesures conservatoires telles une ordonnance de blocage³⁴⁰, etc. Ces mesures préventives et conservatoires peuvent servir en cours d'enquête pour empêcher que les comptes soient vidés ou que des personnes sous enquête continuent leurs activités. Les décisions du BDR sont déposées à la Cour supérieure pour être exécutoires comme si elles venaient de celle-ci³⁴¹ et il peut en être appelé à la Cour du Québec, puis à la Cour d'appel³⁴².

Les décisions du BDR sont nombreuses puisque l'Autorité y intente ses recours. Les avantages de ce forum sont que le fardeau de preuve y est moins élevé qu'en matière criminelle et pénale, en plus de disposer de juges spécialisés et de pouvoir octroyer une variété des sanctions ou ordonnances. Néanmoins, comme le BDR est de compétence provinciale uniquement, ses décisions ne sont pas reconnues dans les autres juridictions. Il est alors

<<http://www.expertpanel.ca/eng/reports/research-studies/quebec-independent-adjudicative-tribunal-rousseau.html>> (consulté le 27 octobre 2014) ; L.A.M.F., art. 93.

³³⁷ L.V.M., art. 322.

³³⁸ L.A.M.F., art. 97, 97(2) et 110 al. 4.

³³⁹ *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision*, RLRQ, c. A-33.2, r.1, art. 81.

³⁴⁰ L.V.M., art. 152, 249-267, 273 et 273.2.

³⁴¹ L.A.M.F., art. 115.12.

³⁴² L.A.M.F., art. 115.16.

nécessaire pour les autres régulateurs provinciaux de requérir une ordonnance réciproque auprès de leur commission pour donner effet aux décisions de leurs homologues. De plus, si les régulateurs provinciaux ou le juge responsable d'accorder la réciprocité ne sont pas d'accord avec la décision, le résultat pourrait être différent. Toutefois, cette difficulté n'est pas aussi importante pour les décisions disciplinaires des OAR qui sont, pour la plupart, reconnus dans plusieurs juridictions.

2.1.2.3 Droit disciplinaire

Le droit disciplinaire réfère à l'encadrement de la profession par des normes déontologiques, ce qui comprend des fonctions de réglementation, d'enquête et de sanction³⁴³. Afin d'assurer les responsabilités d'encadrement des inscrits, l'Autorité peut déléguer de ses pouvoirs à des OAR en les reconnaissant³⁴⁴ tout en les encadrant dans leurs fonctions³⁴⁵ par la surveillance de leurs activités³⁴⁶. La reconnaissance des OAR est fondée sur l'évaluation de leurs ressources financières, du mode d'admission des membres, de l'accès aux services et des mesures disciplinaires³⁴⁷. Cependant, le pouvoir de rendre une décision en matière d'intérêt public demeure toujours disponible à l'Autorité qui peut alors intervenir dans les affaires des OAR³⁴⁸. Suite à la reconnaissance d'un OAR, l'Autorité peut rendre des décisions relativement à ses règles de régie interne, règlements, règles, politiques et procédures³⁴⁹ ainsi que les inspecter et réviser les décisions rendues³⁵⁰.

³⁴³ Raymonde CRÊTE, Cinthia DUCLOS et Guillaume TALBOT-LACHANCE, « L'évolution de la réglementation du marché public des valeurs mobilières et de l'industrie des services de placement », dans Raymonde CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 9, à la page 41.

³⁴⁴ L.V.M., art. 170 ; AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Énoncé de gouvernance de l'Autorité des marchés financiers*, Québec, avril 2010, p. 4, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/a-propos-autorite/codes-ethiquegouvernance/enonce-gouvern.pdf>> (consulté le 10 février 2015).

³⁴⁵ Luc LAROCHELLE, François-Judes PÉPIN et Ralph L. SIMMONDS, « Bill 85, Quebec's New Securities Act », (1983) 29 *R. D. de McGill* 88, 132.

³⁴⁶ L.A.M.F., art. 59-61 ; L.V.M. 169 et 170.

³⁴⁷ L.A.M.F., art. 68.

³⁴⁸ Margot PRIEST, « The Privatization of Regulation: Five Models of Self-Regulation », (1997-1998) 29 *Ottawa L. Rev.* 233, 261.

³⁴⁹ J. GROIA et P. HARDIE, préc., note 266, p. 13 et 14.

³⁵⁰ C. DUCLOS, R. CRÊTE et A. LÉTOURNEAU, préc., note 248, à la page 134.

2.1.2.3.1 Organismes d'autoréglementation canadiens

La Bourse de Montréal³⁵¹ (ci-après « Bourse ») et l'OCRCVM³⁵² font partie des OAR reconnus par l'Autorité. Ce dernier, qui a pour membres les courtiers en valeurs mobilières, leurs représentants et certains marchés, comme les bourses et les systèmes de négociation³⁵³, les surveille sur tous les marchés canadiens puisqu'il est aussi reconnu par les autres régulateurs provinciaux. Puis, le Fonds canadien de protection des épargnants sert d'assurance pour les courtiers de l'OCRCVM, car il a pour mission d'indemniser les investisseurs en cas de faillite d'un membre³⁵⁴. La Bourse de Toronto, le TSX venture et Ice Futures font aussi partie des OAR reconnus ou dispensés de reconnaissance par des régulateurs provinciaux pour exercer un contrôle sur les participants. Ils font leurs propres règles, mais la plupart délèguent à l'OCRCVM la surveillance du respect des règles de négociation qui s'appliquent à leur marché respectif, dont l'administration des exigences en matière d'information occasionnelle applicables aux titres cotés. Puis, la CSF a été créée statutairement³⁵⁵, mais elle demeure soumise à l'inspection de l'Autorité qui la supervise³⁵⁶. Pour sa part, l'ACCFM, qui est le pendant de la CSF pour les représentants en épargne collective des autres provinces canadiennes³⁵⁷, réglemente en surplus les gestionnaires de fonds d'investissement au Canada, sauf au Québec où ils sont sous la juridiction de l'Autorité.

³⁵¹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Reconnaissance de Corporation d'Acquisition Groupe Maple, de Groupe TMX Inc. et de Bourse de Montréal Inc., à titre de bourse, et de Bourse de Montréal Inc. à titre d'organisme d'autoréglementation*, Décision n° 2012-PDG-0075, (2012), 9 B.A.M.F., 18, en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/decision_2012-pdg-0075.pdf> (consulté le 6 février 2015).

³⁵² AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Reconnaissance de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières à titre d'organisme d'autoréglementation*, Décision N° 2008-PDG-0126, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/3div-decis-reconn-ocrcvm-t-oar-2008pdg-0126.pdf>> (consulté le 6 février 2015).

³⁵³ OCRCVM, *Qui nous sommes*, en ligne : <<http://www.ocrcvm.ca/about/Pages/default.aspx>> (consulté le 20 octobre 2014).

³⁵⁴ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Protocole d'entente relatif à la surveillance du Fonds canadien de protection des épargnants*, (2008) 5 B.A.M.F. 39, en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/4aii-prot-ent-fcpe-acvm.pdf> (consulté le 6 février 2015).

³⁵⁵ L.D.P.S.F., art. 284 et 312.

³⁵⁶ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Plan de supervision*, (2013) 10 B.A.M.F. 27, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/3ci-pl-supervi-csf.pdf>> (consulté le 6 février 2014).

³⁵⁷ C. DUCLOS, R. CRÊTE et A. LÉTOURNEAU, préc., note 248, à la page 125.

En guise de définition de l'autoréglementation, celle-ci consiste en l'« action pour une profession organisée de contrôler elle-même la qualité des prestations de ses membres en vue de protéger l'intérêt du public, grâce aux pouvoirs réglementaires et disciplinaires qui lui sont délégués »³⁵⁸. Pour atteindre les objectifs de protection du public et de prévention des manquements professionnels³⁵⁹, les OAR établissent leur propre corpus de règles, prévoyant les standards de pratique de l'industrie et la conduite des affaires, qu'ils inspectent auprès de leurs membres et font sanctionner par le comité de discipline constitué suite à leurs enquêtes³⁶⁰. Les enquêtes peuvent également être déclenchées par des dénonciations de la part des investisseurs plutôt que par des inspections professionnelles. Certains OAR offrent alors l'accès à des systèmes de règlement de différends pour les investisseurs ayant déposé des plaintes contre leurs membres qui peuvent autrement recourir aux services de l'ombudsman ou à ceux de médiation de l'Autorité³⁶¹. Les sanctions disciplinaires disponibles sont : l'obligation de suivre des cours de formation, une radiation temporaire ou permanente, des amendes et des conditions imposées à la pratique³⁶². Par ailleurs, vu leur expertise technique, les OAR solutionnent rapidement les enjeux relatifs aux innovations de l'industrie tout en assurant la conformité de leurs participants pour gagner la confiance du public et ainsi augmenter les transactions³⁶³.

2.1.2.3.2 Innovations

Du côté des innovations, l'OCRCVM a développé un système de surveillance informatique, ComSet, qui permet la réception de toutes les plaintes que les membres ont obtenues de leurs clients ainsi que la divulgation des enquêtes internes entreprises et des procédures judiciaires

³⁵⁸ R. CRÊTE, C. DUCLOS et G. TALBOT-LACHANCE, préc., note 343, à la page 40.

³⁵⁹ C. MABIT, préc., note 251, à la page 428.

³⁶⁰ L.A.M.F., art. 70.

³⁶¹ C. DUCLOS, R. CRÊTE et A.LÉTOURNEAU, préc., note 248, à la page 164 ; CENTRE CANADIEN D'ARBITRAGE COMMERCIAL, *Arbitrage spécialisé pour les litiges impliquant les clients de membres de l'OCRCVM*, en ligne : <<http://www.ccac-adr.org/fr/arbitrage-specialise-consommateurs.php>> (consulté le 5 février 2015) ; OCRCVM, *L'OCRCVM annonce des changements au programme d'arbitrage*, 14 janvier 2011, p. 2, en ligne : <http://www.ocrcvm.ca/Documents/2011/d088f7a4-f6d8-4fbf-abb7-bf61656b13c8_fr.pdf> (consulté le 5 février 2015) .

³⁶² C. MABIT, préc., note 251, à la page 441.

³⁶³ Julie BIRON, « Le double mandat des organismes d'autoréglementation et la protection des investisseurs: le cas de l'OCRCVM », (2012) *R.G.D.* 42(1), 174-176.

contre les courtiers et leurs employés inscrits³⁶⁴. Cependant, ce système informatisé ne gère que la portion des plaintes acheminées par les membres et non pas celles provenant des autres OAR et régulateurs provinciaux, du public ou du service d'inspections de l'OCRCVM. Comme plusieurs milliers de plaintes sont reçues annuellement, cela nécessite beaucoup de travail pour trier celles qui sont de la juridiction de l'OCRCVM, celles pour lesquelles une enquête doit être ouverte, celles devant être référées à autre régulateur et celles pour une action immédiate du contentieux³⁶⁵. Ainsi, des délais sont inhérents au traitement des plaintes en plus d'occasionner des coûts en ressources. Un modèle amélioré pourrait être un système informatique centralisé suffisamment sophistiqué pour classer les plaintes selon leur catégorie, leur juridiction et la priorité en obtenant un formulaire électronique du client fournissant l'information pertinente pour la classer automatiquement, mais nous en discuterons plus tard.

Puis, l'Intermarket Surveillance Group (ci-après « ISG ») regroupe des OAR de plusieurs pays, dont la Bourse et l'OCRCVM, afin de coordonner et de développer des programmes et procédures pour l'identification d'activités frauduleuses et manipulatrices potentielles entre les marchés³⁶⁶. Les membres assurent donc le partage d'information et de documents pour aider leurs homologues dans leurs enquêtes et mesures disciplinaires. Pour ce faire, l'ISG rend disponible à ses membres une base de données pour y déposer l'information pertinente en plus d'offrir une surveillance technologique globale afin de détecter les délits d'initiés réalisés sur plusieurs marchés³⁶⁷. Prenant exemple sur l'ISG, une telle coopération informatique internationale par la mise en commun de l'information, permettant le croisement des données afin de déceler des stratégies frauduleuses, serait une amélioration potentielle pour les régulateurs provinciaux dans le but de découvrir les schèmes extraterritoriaux.

2.1.2.3.3 Enjeux

³⁶⁴ C. MABIT, préc., note 251, à la page 445.

³⁶⁵ *Id.*, aux pages 428 et 431.

³⁶⁶ ISG, *Home*, en ligne : <<https://www.isgportal.org/isgPortal/public/home.htm>> (consulté le 19 octobre 2014).

³⁶⁷ Howard CHITIMIRA, « The Regulation of Insider Trading in Canada: A Historical Comparative Perspective », (2014) 5 *Mediterranean Journal of Social Sciences* 4, p. 151, en ligne: <<http://www.mcser.org/journal/index.php/mjss/article/view/2202/2188>> (consulté le 19 octobre 2014).

L'un des enjeux du droit disciplinaire au Québec est le dédoublement des procédures de mise en application envers les représentants de courtier en épargne collective ou en plans et bourses d'études, car en plus des audiences disciplinaires devant le comité de discipline de la CSF dont ils sont membres, ces derniers peuvent également être contraints de paraître devant le BDR pour la radiation de leur inscription, l'ajout de conditions à celle-ci ou leur suspension³⁶⁸. En effet, comme l'Autorité est entendue devant le BDR, ayant des pouvoirs supérieurs à ceux d'un comité de discipline, des recours devant chacune de ces instances peuvent être nécessaires puisqu'ils ne résulteront pas en les mêmes sanctions. Or, il découlerait également de ces « dédoublements de justice disciplinaire [...] la duplication d'actions sur le plan des enquêtes et des mesures d'application »³⁶⁹. En guise de solution, un protocole de collaboration formel serait possible en ce qui concerne les enquêtes et les recours entrepris par les deux régulateurs envers un même représentant³⁷⁰.

Un autre enjeu s'avère que les OAR sont limités dans l'exécution des sanctions octroyées, car ils ne peuvent réclamer le paiement des amendes en l'absence de compétence matérielle du tribunal judiciaire d'homologuer la décision disciplinaire³⁷¹. Ainsi, la CSF doit faire homologuer ses décisions disciplinaires, qui n'ont pas la force d'un jugement, par une cour de justice afin qu'elles deviennent exécutoires pour permettre la perception des amendes impayées³⁷². Toutefois, ce n'est pas le cas pour l'OCRCVM qui ne peut contraindre les contrevenants à payer les amendes octroyées que par le durcissement de la sanction telle une demande de suspension ou la perte de l'inscription en tant que membre³⁷³.

Comme l'ACCFM, reconnue par les ACVM³⁷⁴, encadre les activités en épargne collective

³⁶⁸ L.D.P.S.F., art. 115 ; CSF, *Environnement réglementaire*, en ligne : <<http://www.chambresf.com/fr/la-chambre/lois-et-reglements/environnement-reglementaire/>> (consulté le 6 février 2015).

³⁶⁹ Marie-Claude FRENETTE, « Le dédoublement de justice disciplinaire refait surface », *Finance et investissement*, 1 juin 2014, en ligne : <<http://www.finance-investissement.com/nouvelles/industrie/le-dedoublement-de-justice-disciplinaire-refait-surface/a/56243>> (consulté le 20 octobre 2014).

³⁷⁰ *Id.*

³⁷¹ *Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) c. Beaudoin*, 2011 QCCA 2247 (CanLII).

³⁷² L.D.P.S.F., art. 376; *Code des professions*, RLRQ, c. C-26, art. 156 al. 7.

³⁷³ C. MABIT, préc., note 251, à la page 440.

³⁷⁴ CSF, préc., note 52, p. 23.

dans le reste du Canada, nous devons aussi penser à la collaboration avec ce régulateur. Or, l'ACCFM et la CSF utilisent les mêmes programmes et processus d'inspection de la conformité des ventes et de la conduite des affaires des courtiers en épargne collective³⁷⁵, ce qui assure une certaine harmonisation entre eux. Cependant, au niveau de leur coordination pour l'élaboration de politiques réglementaires, la CSF aimerait entretenir des relations renforcées avec l'ACCFM plutôt que d'avoir l'Autorité comme intermédiaire³⁷⁶.

Pour terminer, le droit disciplinaire est favorable puisqu'il permet à l'industrie, ayant une meilleure compréhension des notions techniques, de s'autoréglementer, ce qui incite les participants à se conformer aux règles qu'ils ont eux-mêmes élaborées³⁷⁷. Néanmoins, le besoin de coordination entre les OAR ainsi que la conscientisation du public quant à leur rôle demeurent des aspects importants pour plus d'efficacité.

2.1.2.4 Droit civil et recours collectifs

Alors que les recours publics de la L.V.M. servent à la prévention et à la dissuasion des comportements reprochables pour assurer la protection de l'intérêt public³⁷⁸ et favoriser la conformité réglementaire³⁷⁹, les recours privés visent la compensation des investisseurs lésés par des dommages-intérêts matériels, moraux et parfois exemplaires. Les recours pécuniaires se retrouvent devant les tribunaux civils lorsque les autres modes de règlement des litiges disponibles aux investisseurs, tels que la médiation offerte par l'AMF, l'arbitrage de l'OCRCVM et les services de l'ombudsman³⁸⁰, ont failli. Un lien réel et substantiel avec le forum où l'action est intentée est requis, ce qui signifie que tout investisseur canadien bénéficie d'un lien suffisamment important avec sa province pour y intenter un litige, même si les titres de l'émetteur sont transigés sur une bourse étrangère³⁸¹.

³⁷⁵ *Id.*

³⁷⁶ *Id.*, p. 31.

³⁷⁷ Douglas C. MICHAEL, « Federal agency use of audited self-regulation as a regulatory technique », (1995) 47 *Admin. L. Rev.* 171, 181.

³⁷⁸ *Re Cartaway Resources Corp*, 2002 CSC 26.

³⁷⁹ S. ROUSSEAU, préc., note 7, p. 167.

³⁸⁰ OCRCVM, préc., note 361, p. 2.

³⁸¹ S. ROUSSEAU, préc., note 260, p. 28.

Les recours civils prévus au Titre VIII de la L.V.M. visent des situations diversifiées comme : les opérations effectuées sans prospectus, la transmission d'informations fausses ou trompeuses, l'usage d'informations privilégiées, les offres publiques irrégulières et le défaut de respecter l'obligation d'information. Les sanctions civiles disponibles, prévues à l'article 213.1 L.V.M., sont l'octroi de dommages-intérêts, la nullité du contrat, la révision du prix et le partage de la responsabilité. Or, les recours en responsabilité sur le marché secondaire nécessitent l'autorisation du tribunal et la notification à l'Autorité³⁸², ce qui ajoute un degré de complexité. Toutefois, les ACVM ayant participé au travail d'élaboration des articles établissant ce régime de responsabilité civile sur le marché secondaire, les recours en droit civil et en Common law sont harmonisés au Canada pour les causes relatives à des informations fausses et trompeuses de même que celles où il y a eu défaut de communiquer un changement important³⁸³. Aux recours civils prévus par la L.V.M. s'ajoutent les recours en vertu du droit commun, soit les fautes contractuelles, professionnelles et la responsabilité extracontractuelle fondée sur les principes de bonne foi, de diligence et de loyauté³⁸⁴.

Toutefois, ces actions s'offrent principalement aux investisseurs nantis puisqu'il peut être difficile de poursuivre une société publique. Il y a donc un enjeu au niveau de l'opportunité réelle pour les investisseurs d'intenter des poursuites devant les tribunaux civils, puisqu'ils le font pour retrouver de l'argent, ce qui signifie qu'ils n'en ont pas nécessairement au moment de poursuivre dépendamment des pertes qu'ils ont subies et qu'ils réclament par le recours.

C'est ainsi que le régime de recours collectifs harmonisé au Canada³⁸⁵ présente un intérêt particulier pour partager les coûts du procès entre les investisseurs, quoique seuls les frais judiciaires soient remboursés en cas de victoire, ce qui exclut les frais d'avocats. En plus d'être couteux, le processus de recours collectifs est long puisqu'il nécessite d'abord une autorisation de poursuivre du tribunal qui étudie alors plusieurs critères en plus de vérifier si le

³⁸² L.V.M., art. 225.4 et 225.5.

³⁸³ S. ROUSSEAU, préc., note 260, p. 38.

³⁸⁴ Raymonde CRÊTE et Cinthia DUCLOS, « Les sanctions civiles en cas de manquements professionnels dans les services de placement », dans Raymonde CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 365, 374, 575-615.

³⁸⁵ S. ROUSSEAU, préc., note 260.

demandeur possède des preuves à l'appui de sa demande pour éviter les recours opportunistes³⁸⁶. Néanmoins, cela n'a pas empêché le dépôt de 111 recours collectifs entre 1997 et 2013 au Canada ainsi que 47 règlements complets durant cette même période pour un montant médian de 12,7 millions de dollars³⁸⁷. Il demeurait toutefois 54 recours collectifs en cours en 2013, dont la grande majorité portait sur le régime de responsabilité sur le marché secondaire³⁸⁸.

Or, il nous semble que les limites de l'accès à la justice pour les investisseurs en terme de coûts et de durée avant d'obtenir un jugement ainsi que la multiplication des procédures engendrée par la complémentarité des recours publics et privés militent pour un plus grand rôle des régulateurs provinciaux dans la collecte de dommages-intérêts pour les petits investisseurs ou la redistribution des sommes obtenues par les règlements hors cour³⁸⁹.

Finalement, comme nous l'avons vu, la compétence pour la mise en application des lois et règlements en valeurs mobilières est divisée entre plusieurs champs de droit occupés par des autorités différentes ayant chacune leurs lois, un tribunal distinct ainsi que des priorités, procédures et sanctions propres à leur juridiction. Cette situation complexe amène son lot de défis pour l'efficacité de la mise en application par les régulateurs provinciaux, entraînant des coûts, des délais et la nécessité d'organiser des moyens d'action ainsi que des réponses coordonnées. De plus, nous avons constaté que la territorialité des régulateurs fait face au défi de la globalisation des marchés, accentuée par la technologie, rendant nécessaire d'empêcher les actions des contrevenants sur une échelle internationale tout en évitant la multiplicité des procédures de manière inefficace. Considérant ces enjeux, nous allons maintenant nous pencher sur des aspects du modèle actuel de régulation pouvant être améliorés.

³⁸⁶ C.p.c., art. 1002 et 1003.

³⁸⁷ Bradley A. HEYS, Mark L. BERENBLUT et Jacob DWHYTI, *Trends in Canadian Securities Class Actions : 2013 Update*, NERA Economic Consulting, 2014, en ligne : http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB_Recent_Trends_Canada_2013_0214.pdf (consulté le 6 février 2015) ; S. ROUSSEAU, préc., note 260, p. 39 et 40.

³⁸⁸ *Id.*

³⁸⁹ P. PURI, préc., note 279, 991.

2.2 Aspects perfectibles de la régulation actuelle

Plusieurs aspects de la mise en application ont été décriés dans le cadre du débat sur la commission unique ayant mené au Renvoi de 2011, comme nous le verrons, dont : les différences de la mise en application dans chaque juridiction, le manque de coordination des poursuites avec les autorités policières et judiciaires hors de la province de même que le manque de poursuites criminelles. Le premier point découle du fait que les lois et les instances décisionnelles diffèrent d'une province à l'autre. Il n'y a pas d'autorité de la chose jugée entre les provinces ni de réciprocité des décisions. Pour le manque de coordination des poursuites extraterritoriales, les enjeux sont les pouvoirs inégaux de chaque autorité responsable impliquée, les corpus de réglementation différents, les dédoublements possibles dans les enquêtes et les poursuites répétées dans plusieurs juridictions ou devant plusieurs instances. Finalement, en ce qui concerne le manque de répression des actes criminels, nous en discuterons seulement dans les pistes de solutions en proposant une meilleure coordination canadienne.

2.2.1 Division des pouvoirs

Les lacunes dues au manque de cohérence dans la mise en application découlent de la multiplicité d'autorités responsables, faisant l'objet de la section 2.1, de leurs pouvoirs différents, des interprétations fournies par chaque instance décisionnelle et des sanctions inégales. Les investisseurs se retrouvent alors devant des régimes non harmonisés notamment quant aux recours pour l'indemnisation en matière de fraude³⁹⁰. De plus, plusieurs autorités peuvent exercer leur compétence de mise en application lorsque les contrevenants sont membres d'un OAR responsable de la discipline dans la profession, qu'ils commettent une infraction criminelle ou pénale et que des ordonnances sont demandées au BDR. Le cas se complique davantage lorsque l'individu ou l'émetteur mène des activités extraterritoriales impliquant des investisseurs étrangers. Débutons par réitérer les enjeux abordés en les approfondissant afin de comprendre les éléments perfectibles de l'encadrement provincial.

³⁹⁰ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 85.

2.2.1.1 Chevauchements de compétence

Nous avons d'abord abordé les difficultés relatives aux procédures intentées devant diverses instances par plusieurs autorités responsables en vertu de leurs compétences. Puis, nous avons discuté des enquêtes répétées que cela nécessite ainsi que des procédures propres à chaque recours puisque les pouvoirs diffèrent selon le corpus légal utilisé notamment au niveau de l'assignation et de la communication de la preuve. Le manque de ressources expérimentées en matière de valeurs mobilières parmi les enquêteurs, les poursuivants et les juges, en plus du peu d'intérêt des policiers, des difficultés de coordination causées par les implications municipales, provinciales, nationales et internationales des dossiers contribuant à leur complexité ainsi que les restrictions au partage d'information dû aux droits constitutionnels sont autant d'enjeux nuisant à une mise en application efficace³⁹¹. De même, nous avons noté le fait que les régulateurs provinciaux ont des priorités d'application de la loi différentes pour répondre aux besoins de leur marché local³⁹². Nous pouvons également ajouter à cette liste d'enjeux les chevauchements causés par l'encadrement de marchés communs, tels que les bourses et les chambres de compensation, par plusieurs régulateurs provinciaux, chacun responsable de la surveillance des conditions imposées par leur décision de reconnaissance.

En conséquence, les difficultés de coordination peuvent nuire aux enquêtes et contribuer au manque d'efficacité ainsi que d'uniformité de la protection offerte aux investisseurs. La professeure Puri met de l'avant une série de questions nécessaires pour établir le ou les forums d'application de la loi lors de chevauchements de compétences³⁹³. Par exemple, elle demande :

« when should one provincial securities commission defer to another in terms of an investigation or hearing? When should there be joint hearings or investigations? When should the IDA or another SRO engage in enforcement activity and when should a securities commission instead pursue the matter? When should trading on inside information be labelled criminal and pursued as a charge under the *Criminal Code* and when should it instead be pursued by a

³⁹¹ P. CORY et M. PILKINGTON, préc., note 268, p. 165.

³⁹² Mary CONDON, « Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation », (2006-2007) 32 *Queen's L.J.* 1, 20 et 21.

³⁹³ P. PURI, préc., note 293, p. 19.

securities commission as a quasi-criminal offence? »³⁹⁴

Puisque les réponses à ces questions doivent être déterminées pour chaque dossier séparément, un haut niveau de coopération, de coordination et de communication est essentiel entre les diverses autorités responsables, mais la délégation de pouvoirs et les enquêtes conjointes surviennent peu fréquemment au niveau quasi judiciaire, ce qui contribue au manque d'efficacité³⁹⁵. La coordination est toutefois davantage utilisée dans les dossiers de haut niveau, car les autorités responsables peuvent s'entendre pour mener les enquêtes et les procès en commun ou pour la nomination informelle d'un régulateur principal³⁹⁶ responsable du dossier, des enquêtes ainsi que des audiences conjointes en coopérant avec les autres³⁹⁷. Par contre, cela contribue aux coûts et aux délais de la mise en application tout comme les demandes de réciprocité des décisions. Néanmoins, comme les statistiques démontrent que moins de 5 % des dossiers sont poursuivis par plusieurs régulateurs³⁹⁸, le problème des mesures d'application multiples contre un même contrevenant est de moindre envergure.

2.2.1.2 Non-réciprocité des décisions : divergences d'interprétation et de sanctions

Vu le manque de réciprocité automatique des décisions des régulateurs provinciaux et l'absence de passeport pancanadien pour la mise en application, les inscrits bannis dans une province, par des procédures quasi judiciaires ou disciplinaires, peuvent mener leurs activités ailleurs au Canada. En effet, « [l]e principe de la territorialité empêche les régulateurs provinciaux d'imposer leurs décisions dans une autre province »³⁹⁹. Les régulateurs provinciaux doivent donc chacun demander une ordonnance réciproque afin que les interdictions rendues contre une personne soient valides dans les autres territoires de sorte qu'elle ne puisse y poursuivre ses activités. Cependant, cette situation demeure théorique, car il y a très peu de cas d'espèce et ne vise pas les décisions de l'OCRCVM vu sa juridiction pancanadienne.

³⁹⁴ *Id.*

³⁹⁵ *Id.*

³⁹⁶ *Id.*, p. 20.

³⁹⁷ COMITÉ DE PERSONNES AVERTIES, préc., note 55, p. 33.

³⁹⁸ *Id.*

³⁹⁹ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 34.

Or, pour la période de 2007 à 2009, sur une moyenne annuelle de 131 règlements hors cour conclus et décisions rendues par les cours et tribunaux provinciaux, les ordonnances réciproques oscillaient entre 18 et 90 par année seulement⁴⁰⁰. Pourtant, les statistiques démontrent qu'il aurait fallu 1572 ordonnances réciproques durant cette période pour s'assurer que les sanctions soient effectives dans tout le Canada alors qu'il y en a eu un total de 185⁴⁰¹. Ainsi, peu d'ordonnances réciproques sont demandées, surtout lorsque l'on considère que le passeport permet facilement aux intermédiaires d'exercer leurs activités dans tout le pays.

D'ailleurs, des interprétations et des résultats divergents sont possibles puisque, pour interdire à un intermédiaire inscrit dans tout le Canada ou à un émetteur de solliciter des investisseurs à travers le pays, il est nécessaire d'obtenir une décision, puis douze ordonnances réciproques, ce qui signifie de tenir treize audiences séparées impliquant treize procédures distinctes menant à treize possibilités d'appel⁴⁰². Par exemple, les décisions quasi judiciaires s'appuient sur leur loi sur les valeurs mobilières provinciale prévoyant des sanctions et des pénalités maximales propres à leur juridiction⁴⁰³. Également, des variations du niveau de protection des investisseurs surviennent du fait que la compensation peut être ordonnée seulement au Québec, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick et en Saskatchewan alors que les autres provinces nécessitent une demande judiciaire pour ce faire⁴⁰⁴. Ces situations juridiques différentes entre les régulateurs provinciaux créent une inégalité entre les investisseurs et les assujettis. Il serait alors préférable que les ACVM établissent des lignes directrices ainsi que des principes communs pour les sentences provinciales⁴⁰⁵.

Enfin, la division des pouvoirs des régulateurs, menant à des chevauchements ainsi qu'à de possibles divergences d'interprétation et de sanctions, constitue un enjeu relié à la territorialité puisqu'en franchissant les frontières, la multiplicité de juridictions ne fait qu'augmenter, ce qui renforce le besoin de solutions pratiques et juridiques pour la coordination.

⁴⁰⁰ P. PURI, préc., note 279, 984.

⁴⁰¹ ONTARIO, préc., note 149, p. 24.

⁴⁰² *Id.*

⁴⁰³ P. PURI, préc., note 255, p. 13.

⁴⁰⁴ ONTARIO, préc., note 149, p. 24.

⁴⁰⁵ P. PURI, préc., note 293, p. 21.

2.2.2 Extraterritorialité

L'extraterritorialité implique un besoin de coopération entre les régulateurs provinciaux et les OAR, mais aussi avec les régulateurs et corps de polices étrangers lorsque des enquêtes sont réalisées dans plusieurs juridictions et si des poursuites sont intentées dans chacune. Pour ce faire, comme nous l'avons expliqué plus tôt, la L.V.M. prévoit des dispositions facilitant la communication d'informations et la reconnaissance de décisions étrangères alors que le *Code civil du Québec* permet de déterminer le forum compétent et la loi applicable en matière de droit international privé⁴⁰⁶. Bref, le droit semble adapté à la globalisation et des moyens sont utilisés pour faciliter les relations entre les régulateurs notamment par des accords de coopération.

Les mêmes enjeux de régulation des marchés financiers que ceux du Canada se retrouvent sur la scène internationale comme les pouvoirs inégaux de chaque régulateur impliqué, les corpus de réglementation différents, les dédoublements possibles des enquêtes et des poursuites dans plusieurs juridictions ou devant plusieurs instances ralentissant le processus et entraînant des coûts. Or, la réalité est que tous les dossiers de fraude ont des éléments transnationaux⁴⁰⁷. Plus encore, la révolution numérique a fait en sorte que les régulateurs sont confinés à leurs limites territoriales face à des marchés financiers sans frontières. Ainsi, la rapidité des opérations et leur propagation sur plusieurs territoires nécessitent une approche globale.

2.2.2.1 Relations transfrontalières

Les causes à portée extraterritoriale se butent à de nombreux obstacles comme la fuite des contrevenants vers d'autres juridictions ou l'infiltration de réseaux criminels cherchant à « exploiter les barrières entre les pays et les institutions »⁴⁰⁸ par des stratagèmes transnationaux, ce qui contribue à leur grande envergure et à leur complexité. De plus, les relations transfrontalières sont minées par le manque de moyens pour faire face à un refus de

⁴⁰⁶ C.c.Q., titre X.

⁴⁰⁷ N. LE PAN, préc., note 266, p. 19 et 20.

⁴⁰⁸ CANADA, préc., note 148, p. 15.

coopérer par un pays étranger. Cela cause une asymétrie entre la réalité multi juridictionnelle des infractions et les limites territoriales de la surveillance des activités par les régulateurs provinciaux ainsi que de leurs pouvoirs de sanction.

Nous rejetons alors le paradigme de l'encadrement national dont le fédéral aimerait tant se doter puisque nous faisons face à la nécessité d'un encadrement intégré et global favorisant les besoins transnationaux des marchés locaux et de leurs participants. À l'appui de cette affirmation, Macey propose que « [l]e marché mondial est complémentaire au marché local, parce qu'il permet d'avoir accès à des sources étrangères de capital. Inversement, l'importance des marchés nationaux n'est pas établie et rien ne justifie la réglementation à ce niveau plutôt qu'au niveau local »⁴⁰⁹. Même le fédéral met de l'avant que les marchés des capitaux ne sont plus nationaux, mais internationaux⁴¹⁰.

Afin de démontrer ce paradigme international auquel participent les régulateurs provinciaux pour l'application de la loi, un aspect extraprovincial leur a été reconnu comme accessoire à leur compétence sur le commerce des valeurs mobilières⁴¹¹. Ainsi, « [l]e pouvoir provincial en matière de valeurs mobilières s'étend aux incidences de leur commerce sur les intermédiaires du marché et sur les investisseurs situés à l'extérieur d'une province donnée [...] dans les cas où les marchés des capitaux de la province concernée sont en cause »⁴¹². Les régulateurs provinciaux ont ainsi le pouvoir de participer à des enquêtes hors de leur territoire pour répondre à la mondialisation des marchés⁴¹³. De plus, ils peuvent prendre des mesures d'application de la loi contre les contrevenants situés hors des limites de leur territoire si leurs activités extraterritoriales ont des conséquences sur les investisseurs locaux⁴¹⁴ et il en est de même dans le cas d'une personne inscrite dans une province qui contrevient à la loi dans une autre, car l'objectif des régulateurs provinciaux est de s'assurer de l'honnêteté et de l'intégrité

⁴⁰⁹ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 99 ; J. MACEY, préc., note 94, p. 1661-1666.

⁴¹⁰ *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 3, par. 9.

⁴¹¹ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 437.

⁴¹² *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 3, par. 45.

⁴¹³ *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 438.

⁴¹⁴ *Regina c. McKenzie Securities Ltd. et al.*, [1966] 4 C.C.C. 29 ; *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494.

de leurs inscrits pour la protection des investisseurs où qu'ils soient⁴¹⁵.

Pour régir les aspects transfrontaliers liés à leur champ de compétences, les régulateurs ont conclu des protocoles d'accord multilatéraux, dont celui de l'OICV pour le partage d'information signé par plus de 27 régulateurs en valeurs mobilières à travers le monde⁴¹⁶. Un autre exemple est l'entente de collaboration de l'OCRCVM avec la Finra, son homologue américain, et la SEC dans le cadre de leurs enquêtes, ayant donné lieu à 1922 demandes d'information en un an, ce qui démontre l'importance des activités transfrontalières⁴¹⁷. Également, l'Autorité, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et la CVMO ont signé un protocole d'assistance mutuelle avec la SEC pour la supervision des intermédiaires qui exercent leurs activités sur ces territoires afin de permettre le partage d'information pouvant tenir lieu de preuve pour les mesures d'application de la loi⁴¹⁸. Mais qu'arrive-t-il si un autre régulateur provincial, non inclus à un accord transfrontalier, mène également une enquête sur une même personne? Son dossier sera certainement connu des autres régulateurs provinciaux par le biais du Comité des ACVM, mais une obligation de partager les informations entre ACVM n'assure pas le partage avec les homologues étrangers, ce qui pourrait nuire à l'efficacité de leurs protocoles.

Finalement, les relations transfrontalières avec les régulateurs étrangers pour le partage d'information sont essentielles pour l'efficacité de l'application des lois étant donné l'habileté des contrevenants à se déplacer et à transférer l'argent outremer, à exécuter des transactions

⁴¹⁵ *Gregory & Co. v. Quebec (Securities Commission)*, [1961] S.C.R. 584.

⁴¹⁶ OICV, « Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information », (2002) 25 *O.S.C.B.* 7157 ; Sara J. ERSKINE et Janice L. WRIGHT, « Cross-Border Securities Litigation: Two Heads are Better than One », *The Canadian Institute's 6 Annual Advanced Forum on Securities Litigation*, novembre 2006, p. 3, en ligne:

<http://www.investorvoice.ca/Research/Wright_Cross_Border_Nov06.pdf> (consulté le 21 octobre 2014).

⁴¹⁷ Douglas HARRIS, « Lessons Learned for Preventing Financial Misconduct », dans Raymonde CRÊTE (dir.), *La confiance au coeur de l'industrie des services financiers*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2009, p. 317, à la page 318.

⁴¹⁸ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Memorandum of Understanding Concerning Consultation, Cooperation and the Exchange of Information Related to the Supervision of Cross-Border Regulated Entities*, 10 juin 2010, en ligne: <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/salle-de-presse/nouvelles/2010/mou-sec-an.pdf>> (consulté le 21 octobre 2014).

dans plusieurs juridictions à la fois et à communiquer avec des complices à l'étranger⁴¹⁹. Un encadrement confiné au territoire, provincial ou national, ne tient pas compte de la réalité des marchés intégrés nécessitant un encadrement global. Les efforts de coopération doivent donc être réalisés par les régulateurs provinciaux afin de protéger leurs marchés locaux des effets extraterritoriaux. Or, bien qu'il existe une coopération continue avec les régulateurs étrangers, celle-ci est plutôt informelle, sauf pour quelques ententes transfrontalières. Les défis de la globalisation s'imposent donc à tout régulateur, mais un défi supplémentaire des régulateurs provinciaux est de consolider l'information qu'ils détiennent pour faciliter le partage d'information avec leurs homologues étrangers en fournissant une réponse cohérente et complète leur évitant une partie de pêche auprès de chacun.

2.2.2.2 Révolution numérique

Le besoin de perfectionner le modèle d'encadrement provincial découle, entre autres, des changements dans l'industrie financière, dont l'abolition des frontières grâce aux transactions boursières électroniques et aux services financiers offerts en ligne. Effectivement, l'utilisation de l'internet modifie la relation de confiance entre les consommateurs de produits financiers et les intermédiaires qui ont été remplacés par des machines ou qui ne communiquent plus oralement, mais par courriel. Les intermédiaires peuvent ainsi rejoindre davantage d'investisseurs potentiels, et ce à moindre coût. Or, le marché électronique est important puisque 50 millions de transactions de courtage sont réalisées en ligne annuellement au Canada, ce qui représente 200 milliards de dollars⁴²⁰. Plus encore, en 2009, 34 % des investisseurs avaient recours à l'internet pour effectuer leurs investissements ou gérer leur portefeuille⁴²¹.

⁴¹⁹ A. CARJAVAL et J. ELLIOTT, préc., note 295, p. 22.

⁴²⁰ Grant ROBERTSON, « New App Takes Stock Trading Mobile », *Globe and Mail*, 25 juillet 2011, en ligne: <<http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/new-app-takes-stock-trading-mobile/article588031/>> (consulté le 21 octobre 2014) ; Talbot BOGGS, « RRSP Investing : Online Investing Grows ; Customer Satisfaction Doesn't », *La Presse Canadienne*, 21 janvier 2011, en ligne: <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/personal-finance/online-investing-grows-customer-satisfaction-doesnt/article4263188/>> (consulté le 21 octobre 2014).

⁴²¹ IPSO REID, *CSA Investor Index 2009*, 5 octobre 2009, p. 13, en ligne: <https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/General/pdfs/CSA%20Investor%20Index%202009%20Final_EN.pdf?n=6519> (consulté le 21 octobre 2014).

Toutefois, l'utilisation de l'internet a créé de nouveaux risques comme l'hameçonnage des investisseurs et l'anonymat des intermédiaires leur permettant de solliciter des placements sans être inscrits et sans déposer de prospectus alors que d'autres trouvent leur compte en faisant circuler de l'information fausse ou trompeuse pour affecter le cours des titres boursiers⁴²². Ces phénomènes récents poussent les régulateurs à moderniser les moyens utilisés de même qu'à élaborer des méthodes préventives pour désarçonner les tentatives frauduleuses sur l'internet et mettre en garde les investisseurs.

En réponse à cette révolution numérique des marchés et des participants qui négocient sur les plateformes électroniques et communiquent leurs offres de produits et services par l'internet, une nouvelle théorie doit être analysée : celle du régulateur branché. Au fil des dernières années, les régulateurs se sont vus forcés de répondre au monde sans frontières de l'internet en cherchant des partenaires pour aller à la pêche aux contrevenants qui tentent de se faufiler entre les mailles des filets de la réglementation par leur délocalisation. En effet, les contrevenants peuvent utiliser un nom de domaine issu d'un certain pays tout en se trouvant dans un autre et en sollicitant des investisseurs à l'étranger. Cela fait en sorte que les régulateurs ne peuvent contrer ces situations seuls, car l'internet est dépourvue de frontières.

Concernant les adaptations au monde numérique qui ont été réalisées à ce jour par les régulateurs provinciaux, nous notons l'émergence de nouvelles règles concernant les activités en ligne⁴²³. Il y a aussi eu une informatisation de l'administration publique puisque les régulateurs provinciaux utilisent leur site Web comme outil de sensibilisation et de divulgation de l'information en rendant disponible aux consommateurs des avertissements sur les sites dangereux, les décisions rendues, la réglementation, les mesures pertinentes pour se prémunir contre les fraudes, les étapes préconisées avant l'investissement, etc. De même, les consommateurs sont appelés à dénoncer les comportements douteux à leur régulateur par le

⁴²² AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Prenez garde à la fraude en valeurs mobilières*, 2006, en ligne : <https://www.disnat.com/fr/about/AMF_fraude.pdf> (consulté le 16 février 2015).

⁴²³ Voir par exemple: *Avis 47-201 relatif aux opérations sur titres à l'aide d'internet et d'autres moyens électroniques*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/47-201/2013-08-13/2013aout13-avis47-201-fr.pdf>> (consulté le 21 octobre 2014).

biais de son site Web⁴²⁴. Ainsi, les régulateurs ont beaucoup à gagner par l'utilisation des nouvelles technologies afin de repérer les contraventions en ligne et d'en être informés plus rapidement. Pour ce faire, l'OCRCVM utilise des plateformes de surveillance des activités de négociation des marchés boursiers permettant de suivre les transactions automatisées à haute vitesse afin de repérer les transactions inhabituelles⁴²⁵. Du côté de l'Autorité, une équipe de cybersurveillance utilise un logiciel de recherche afin de détecter des offres illégales de produits et services financiers sur l'internet ainsi que les individus qui en sont responsables⁴²⁶. L'Autorité peut alors requérir des ordonnances de fermeture des sites Web avant que des investisseurs ne soient floués.

Malgré ces initiatives, les défis qui se dressent devant les régulateurs sont grands étant donné les caractéristiques particulières de l'internet accessible à tous, rapide et changeant constamment. Dans ces circonstances, la recherche de sollicitations frauduleuses par la cybersurveillance n'est pas tout. Il faut aussi lire les forums de discussion sur les sites Web d'investissement pour repérer des tentatives d'influencer le cours des titres par de fausses rumeurs par exemple, et cela, une machine ne peut le faire présentement. Une analyse humaine est donc nécessaire au-delà du repérage informatique, mais les ressources sont coûteuses. C'est pourquoi les régulateurs ont intérêt à partager leurs connaissances et leurs ressources entre eux ainsi qu'à joindre leurs efforts pour envisager une réponse globale et automatisée.

Au final, la mission d'efficience des marchés commande aux régulateurs d'encourager l'utilisation des nouvelles technologies de l'information par l'industrie pour diminuer les frais tout en multipliant les transactions. Toutefois, notre présentation de l'impact de la révolution numérique sur les marchés et les investisseurs, de même que sur le rôle des régulateurs, nous permet de réfléchir à comment encadrer les activités financières sur l'internet pour protéger les

⁴²⁴ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Porter plainte*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/contact-porter-plainte-conso.html>> (consulté le 16 février 2015).

⁴²⁵ OCRCVM, *Fiche d'information de l'OCRCVM : Plateforme d'enrichissement des technologies de surveillance STEP*, 2010, en ligne : <<http://docs.iroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=E43068FDCBEF492BBFE7986CF390A8BF&Language=fr>> (consulté le 21 octobre 2014).

⁴²⁶ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Rapport annuel 2012-2013*, 2013, p. 34, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/publications/autorite/rapports-annuels/autorite/amf-rapport-annuel-2012-2013.pdf>> (consulté le 21 octobre 2014).

investisseurs afin qu'ils ne perdent pas confiance dans les services offerts. Il en résulte que l'internet apporte son lot de défis pour les régulateurs qui doivent s'y adapter en égalant les moyens utilisés par les contrevenants notamment en instituant des cyberenquêtes.

Pour terminer cette section sur les aspects perfectibles de la régulation, la division des pouvoirs des régulateurs nuit à l'efficacité des activités d'application de la loi en l'absence de cohésion entre leurs mesures coercitives. De plus, les limites territoriales de leurs actions se butent au *World Wide Web* nécessitant une surveillance globale par des ressources électroniques. Or, ces défis sont le lot de tout régulateur des marchés. Cependant, pour certains, les enjeux de la régulation au Canada résident surtout dans l'insuffisance des poursuites en matière financière devant les cours criminelles, ce qui ne peut être réglé par un régulateur national, mais par des efforts communs pour améliorer la qualité et la quantité des poursuites intentées⁴²⁷ par un service plus efficace comme nous le proposerons. Contrairement aux partisans d'une commission unique ou coopérative concluant que les lacunes du système actuel doivent mener à une telle structure, nous défendons plutôt l'idée de poursuivre l'amélioration du système actuel par quelques solutions provinciales, procurant une meilleure cohérence juridictionnelle.

2.3 Pistes de solutions à envisager pour un modèle de régulateur provincial amélioré

Les enjeux de la mise en application évoluant avec les changements des marchés et les innovations, une constante remise en question du modèle de régulation et l'évaluation des améliorations possibles font partie des fonctions d'encadrement. Il est donc essentiel de travailler constamment au perfectionnement du modèle provincial sans que cela nécessite de le remplacer, car tout type d'encadrement, provincial comme national, comporte des défis.

⁴²⁷ Jeffrey G. MACINTOSH, « The Feds' Weak Case », *National Post*, 31 mai 2010, en ligne : <<http://fullcomment.nationalpost.com/2010/05/31/the-feds-weak-case-2/>> (consulté le 21 octobre 2014).

C'est ainsi que, l'Autorité, devant servir de guichet unique⁴²⁸ pour les consommateurs québécois par sa responsabilité en matière d'information, d'éducation et de traitement des plaintes, de règlement des différends et d'indemnisation, a été créée pour réduire la multiplicité des organismes dans les marchés financiers du Québec⁴²⁹. Malgré les efforts en ce sens, un consommateur lésé doit toujours faire face « à des autorités d'encadrement différentes pour faire valoir [ses] droits [...] selon l'objectif visé par celui-ci : dépôt d'une plainte, processus de médiation, de conciliation ou d'arbitrage, accès à l'indemnisation, etc. »⁴³⁰. Comme nous l'avons vu,

« plusieurs autorités, dont l'AMF, le Bureau de décision et de révision, l'OCRCVM, l'Ombudsman des services bancaires et d'investissement, la Gendarmerie royale du Canada, la Sûreté du Québec et les tribunaux (chambre pénale et criminelle, chambre civile), peuvent être appelées à intervenir dans le processus de sanction du comportement et d'indemnisation du préjudice subi par le client »⁴³¹.

Cependant, l'Autorité joue un important rôle de cohésion entre les diverses autorités responsables puisqu'elle dirige les plaintes qu'elle reçoit vers l'OAR responsable et l'avise des informations qu'elle détient concernant ses membres⁴³² en plus de référer des dossiers aux corps de polices ainsi qu'aux procureurs de la couronne étant donnée sa proximité avec les marchés, les émetteurs, les inscrits et les investisseurs. En effet, il semble possible de concevoir le rôle des régulateurs provinciaux comme en étant un d'intermédiaire entre les consommateurs et les autorités responsables, les OAR et leurs homologues étrangers pour éviter autant aux autres régulateurs qu'au public de se perdre dans un dédale organisationnel.

Dans ce contexte, toute solution pour perfectionner le modèle actuel implique le rôle central des régulateurs provinciaux devant établir des liens avec les autres régulateurs et les corps policiers qui partagent la surveillance des assujettis à la réglementation en valeurs mobilières par la coopération, le dialogue et la participation à des comités afin de renforcer leurs relations

⁴²⁸ M. JÉRÔME-FORGET, préc., note 192, p. 12.

⁴²⁹ L.A.M.F., art. 4(1).

⁴³⁰ R. CRÊTE et al., préc., note 254, à la page 584.

⁴³¹ *Id.*

⁴³² C. DUCLOS, R. CRÊTE et A. LÉTOURNEAU, préc., note 248, à la page 136.

et la communication. En effet, ce qui doit être facilité est l'interaction entre les nombreuses autorités responsables pour suivre les activités des participants et des marchés qui n'ont plus de frontières et bien encadrer l'industrie fortement concentrée.

Afin de répondre au besoin de coopération accrue pour la mise en application extraterritoriale en favorisant le partage des ressources et l'obtention d'une application uniforme des décisions, nous proposons d'abord une agence pancanadienne de mise en application (ci-après « agence ») alliant les autorités responsables des enquêtes et des poursuites. Ensuite, l'inclusion des décisions du BDR, des OAR et des autres régulateurs provinciaux au régime de passeport pour une réciprocité automatique ou, préférablement, la création d'un tribunal quasi judiciaire d'adjudication indépendant dans chaque province⁴³³, comme le BDR, dont les décisions seraient exécutoires à travers le Canada, constituent nos pistes de solution. L'objectif est de réduire les dédoublements dans les inspections, enquêtes et poursuites, tout en obtenant une plus grande efficacité pour la reconnaissance des décisions. Le tribunal commun permettrait, pour sa part, une meilleure harmonisation de la jurisprudence et une protection égale des investisseurs. Enfin, les solutions proposées doivent permettre d'augmenter le nombre de poursuites et de sanctions octroyées tout en gagnant en efficacité par la réalisation de ces activités à moindre coût et plus rapidement. L'interaction entre les autorités responsables de la mise en application est donc essentielle pour une meilleure cohérence dans l'encadrement des activités des assujettis.

2.3.1 Agence pancanadienne de mise en application et coopération

Il est essentiel de rappeler que le droit criminel n'est pas de compétence provinciale, mais la mission de protection des investisseurs et d'efficacité des marchés, ajoutée au fait que certaines infractions criminelles peuvent aussi être pénales, crée un intérêt commun entre les autorités provinciales et celles fédérales dans la répression des crimes économiques. C'est dans cette optique qu'un modèle amélioré saurait éliminer leur cloisonnement pour éviter les dédoublements dans les enquêtes notamment et pour la sélection du meilleur forum pour

⁴³³ M. JÉRÔME-FORGET, préc., note 192, p. 11 ; S. ROUSSEAU, préc., note 336, p. 34-36.

intenter des poursuites criminelles ou pénales.

Pour résumer les lacunes détaillées à la section précédente auxquelles l'agence que nous proposons doit pallier, il y a : le manque de ressources expérimentées et le peu d'intérêt des policiers pour ce type de dossiers, les difficultés de coordination entre les entités municipales, provinciales, nationales et internationales impliquées aux dossiers contribuant à leur complexité et les restrictions au partage d'information dû aux droits constitutionnels⁴³⁴. De plus, l'agence doit permettre de réduire les procédures intentées dans plusieurs provinces pour une même affaire, d'accélérer la vitesse de traitement des dossiers incluant les négociations d'ententes de règlement et, enfin, d'allier les objectifs et les priorités de mise en application. Pour ce faire, plusieurs types d'agences ont été discutés dans la doctrine.

Le Conseil provincial a proposé la création d'une agence de mise en application criminelle, pénale et quasi judiciaire⁴³⁵. Il s'agirait d'une entité de coordination pancanadienne ayant le pouvoir légal de diriger les efforts de mise en application, d'exiger le partage d'information en temps réel entre les régulateurs et de gérer les actions judiciaires entreprises tout en permettant l'accroissement des ressources dédiées à la mise en application et à la surveillance des marchés⁴³⁶. L'Alberta abonde en ce sens en proposant, pour sa part, un comité pancanadien de mise en application⁴³⁷ répondant des ACVM pour centraliser les activités des régulateurs provinciaux tout en agissant pour une meilleure coopération au niveau du partage d'information avec les autres pays par des enquêtes conjointes et la coordination des actions judiciaires ainsi que des règlements hors cour. Pour la professeure Condon également, la centralisation des activités de mise en application interprovinciale doit se faire sous le couvert des ACVM qui sont le mieux placées pour partager l'information et les ressources efficacement en rationalisant les priorités de mise en application à travers le Canada pour une

⁴³⁴ P. CORY et M. PILKINGTON, préc., note 268, p. 165.

⁴³⁵ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 17.

⁴³⁶ E. J. PAN, préc., note 10, 856.

⁴³⁷ James LANGTON, « Alberta proposes alternative regulator model », *Investment Executive*, 3 avril 2014, en ligne : <<http://www.investmentexecutive.com/-/alberta-proposes-alternative-regulator-model>> (consulté le 2 novembre 2014).

approche concertée entre les provinces⁴³⁸. Finalement, la professeure Puri va plus loin en proposant « l'Agence canadienne de police des marchés financiers »⁴³⁹ retirant les EIPMF de la GRC pour que les enquêtes et les poursuites criminelles soient réalisées au sein de cette agence. Sa proposition comprend également la nationalisation des activités de mise en application des régulateurs provinciaux.

Toutes ces propositions offrent des alternatives plus larges que le Comité des ACVM actuel se réunissant tous les mois pour traiter de questions et de dossiers particuliers desquels peuvent découler des mesures conjointes ou réciproques. Ayant exposé les solutions de divers auteurs, nous réfléchissons maintenant au type d'agence nécessaire à l'amélioration de l'encadrement provincial. De ces quatre propositions, certaines se limitent à la coordination de la mise en application entre les régulateurs provinciaux alors que d'autres englobent également les enquêtes policières. Nous voyons ressortir de ces divers modèles plusieurs points communs comme : la centralisation des activités de mise en application sur une base pancanadienne pour l'établissement de priorités communes, le partage des ressources et de l'information. Considérant ces améliorations nécessaires au modèle actuel de mise en application, nous consoliderons les propositions doctrinales en deux types d'agences. Nous ajouterons à celles-ci la proposition de l'automatisation des plaintes et de l'apport d'un comité des investisseurs.

2.3.1.1 Agence pancanadienne de mise en application : organisation et fonctionnement

Les deux types d'agences que nous étudierons en guise d'amélioration dirigeront les activités de mise en application des autorités responsables de l'application de la loi, dont les ACVM, les EIPMF et les procureurs, ainsi que les équipes intégrées de renseignements financiers (ci-après « EIRF ») pour leur concertation dans les enquêtes et les poursuites afin que les ressources soient utilisées à des fins communes de répression des infractions. Nous avons préféré l'approche large regroupant les corps policiers et les régulateurs provinciaux, telle que

⁴³⁸ M. CONDON, préc., note 392, 20.

⁴³⁹ Poonam PURI, « Un modèle pour l'application commune de la loi au Canada : l'Agence canadienne de police des marchés financiers et le Tribunal canadien d'arbitrage en matière de valeurs mobilières », étude préparée pour le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, Ottawa, 2009, en ligne : <<http://www.deslibris.ca/ID/215964>> (consulté le 4 novembre 2014).

présentée par la professeure Puri et le Conseil provincial⁴⁴⁰, pour pallier le manque d'expertise et de coordination ainsi que faciliter le partage d'information notamment.

a) Agence indépendante

Le premier type d'agence, soit celui de l'agence indépendante, constituerait une mise en commun des efforts des autorités responsables pour repérer, enquêter et poursuivre les contraventions criminelles, pénales et réglementaires en partageant les ressources, les dossiers et l'information, comme souhaité par le Conseil provincial⁴⁴¹. Les exigences particulières relatives à l'obtention de la preuve pour chaque type de poursuite devraient toutefois être respectées. Cette agence agirait aussi en tant qu'intermédiaire unique pour les causes de portée extraterritoriale. Cela impliquerait toutefois que les régulateurs provinciaux renoncent à leur compétence sur les enquêtes et les poursuites pour les déléguer à l'agence, comme il a été fait avec l'OCRCVM et proposé dans le modèle de la professeure Puri mentionné ci-dessus⁴⁴². Il faudrait aussi que le fédéral accepte de déléguer des fonctions d'enquête et de poursuite criminelle à l'agence indépendante. Cette dernière serait rendue possible par un protocole d'entente entre le Conseil provincial et le fédéral permettant sa constitution par une loi provinciale élaborée par les ACVM afin qu'elle soit harmonisée à travers le Canada. Au terme du protocole, le ministère fédéral des Finances ou de la Justice aurait uniquement un droit de regard dans les affaires de l'agence, mais il pourrait intervenir en cas de difficulté ou si les résultats sont insatisfaisants.

Concernant le fonctionnement de l'agence indépendante, celle-ci disposerait d'équipes spécialisées localisées au bureau de l'administration centrale pour la cybersurveillance, les délits d'initiés et la manipulation de marché, les crimes économiques et la réception des plaintes centralisée. Les dossiers seraient ouverts par l'administration centrale sur réception des plaintes ou d'informations de la part des départements d'inspection des inscrits ou de

⁴⁴⁰ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 17 ; P. PURI, préc., note 439.

⁴⁴¹ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 17.

⁴⁴² P. PURI, préc., note 439.

surveillance des marchés des régulateurs provinciaux ou encore de partenaires tels que les corps policiers, les OAR et les agences du revenu. Une fois ouverts, les dossiers seraient référés aux équipes spécialisées ou aux divisions locales ou régionales ayant compétence.

Plus particulièrement, outre les équipes spécialisées centralisées, il y aurait des divisions locales situées au Québec, en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique ainsi que des divisions régionales pour les prairies, le Yukon et les territoires de même qu'une autre pour les maritimes. Elles comprendraient toutes leur propre équipe d'enquêtes criminelles et pénales provenant des EIPMF ainsi qu'une autre équipe formée d'enquêteurs spécialisés dans les marchés financiers issus des régulateurs provinciaux⁴⁴³. Ces divisions comprendraient également un contentieux formé d'avocats en droit des valeurs mobilières et de procureurs de la Couronne pour conseiller les équipes d'enquêtes sur la preuve et pour prendre les mesures d'application nécessaires. L'échange d'information entre ces trois équipes situées dans chaque division se ferait conformément à un protocole respectant la confidentialité de l'information personnelle et les garanties fondamentales de la Charte⁴⁴⁴.

Les divisions locales ou régionales agiraient de manière indépendante sur les dossiers limités à leur territoire en procédant selon les instructions de leur directeur, nommé par le régulateur provincial concerné, dont la responsabilité serait de superviser les enquêtes en plus de décider d'entreprendre des poursuites ou non.

Les dossiers ayant une portée extraprovinciale seraient menés conjointement entre les divisions impliquées afin de gérer un seul dossier électronique contenant toute l'information. Les équipes de ces divisions utiliseraient ainsi les mêmes outils et ressources, dont les systèmes informatiques, et seraient soumises au même processus tout en partageant des objectifs communs. Ces dossiers communs seraient gérés par l'équipe de direction de l'agence, plutôt que par les directeurs des divisions, qui déciderait de la répartition des tâches entre les divisions pour les enquêtes de même que des poursuites à intenter ou à déléguer à d'autres

⁴⁴³ *Id.*

⁴⁴⁴ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 40.

régulateurs. Cette équipe de direction comprendrait des représentants issus des corps policiers de niveau fédéral, provincial ou municipal, des agences fédérales impliquées et des régulateurs provinciaux. Elle devrait produire annuellement un rapport exécutif rendant compte de ses activités au ministère fédéral désigné, au Conseil provincial et aux ACVM qui continueraient alors de publier leur rapport public annuel de mise en application et d'être au fait des dossiers interprovinciaux.

L'agence assumerait donc la gestion et la responsabilité en matière de mise en application au Canada, coordonnant ses activités avec les régulateurs étrangers, les OAR et les autres intervenants, tels que les ministères du Revenu, pour assurer une répression efficace des assujettis devant les forums appropriés pour une protection globale des investisseurs dans les divers marchés canadiens. Ce faisant, l'agence aurait la responsabilité de s'assurer que des poursuites soient intentées à tous les niveaux judiciaires concernés de sorte que les contraventions graves fassent l'objet de sanctions criminelles ou pénales, que les personnes impliquées soient radiées par l'OAR dont ils sont membres ou par les régulateurs provinciaux et que ces derniers prononcent les ordonnances nécessaires à leur égard. Les décisions et la coordination des actions interprovinciales et internationales issues d'un seul corps décisionnel chapeautant l'ensemble des divisions seraient réalisées rapidement et viseraient l'ensemble des provinces. Bref, il y aurait ainsi davantage de ressources mises en commun et une synergie des expériences des régulateurs, procureurs et policiers dans une même division tout en permettant de conserver une composante locale et de favoriser un mécanisme centralisé pour les cas extraterritoriaux afin d'obtenir une coordination rapide et efficace des dossiers et des procédures d'application de la loi tout en laissant la supervision de l'agence aux ACVM.

De plus, une fois l'agence mise en place, des priorités pourraient être déterminées au sein des équipes, notamment en mettant l'accent sur certains dossiers importants⁴⁴⁵. C'est-à-dire que l'agence pourrait instaurer des politiques internes de fonctionnement requérant, par exemple,

⁴⁴⁵ ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *The role of Securities Regulation in the Fight Against Economic Crime: Speech to the 2009 McMaster World Conference*, 14 janvier 2009, p. 15, en ligne: <https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/News/sp_20090114_dw_world-conf.pdf> (consulté le 23 octobre 2014).

que les équipes se concentrent sur les charges pour lesquelles la preuve est disponible et suffisante pour obtenir une accusation plutôt que de mettre beaucoup de temps sur des aspects secondaires en suivant toutes les pistes. L'accent serait donc mis sur le cœur des dossiers pour en réduire la charge⁴⁴⁶.

Pour certains dossiers jugés de moindre importance, comme les priorités établies par l'agence seraient alignées, la négociation d'ententes de règlement soumises au tribunal pourrait inclure toutes les divisions impliquées⁴⁴⁷ afin de réduire la durée des procédures devant le tribunal ainsi que le nombre de dossiers. Pour les dossiers d'importance, un autre avantage escompté de cette agence est qu'avec un budget spécifique affecté aux activités d'enquête et de mise en application, l'enjeu de gestion et de partage des ressources des régulateurs provinciaux serait réduit de sorte que l'agence pourrait se permettre davantage de procès judiciaires afin de remplir l'objectif de dissuasion plutôt que d'être contrainte, pour des questions de temps et de coûts, de négocier davantage d'ententes de règlement. En effet, vu les ressources limitées des régulateurs provinciaux, seul un nombre restreint de causes se rendent actuellement à l'étape du procès en fonction de l'évaluation du risque déterminant l'impact de la contravention sur l'intégrité des marchés et les ressources nécessaires pour la poursuite⁴⁴⁸. Ainsi, les ententes de règlement présentées au tribunal ont été plus nombreuses, de 2006 à 2010, que les décisions rendues par les cours de justice et presque toujours supérieures aux ordonnances des tribunaux quoique le pourcentage soit à la baisse⁴⁴⁹. À cet effet, la professeure Condon affirme que les ententes conjointes entre les parties au litige sont à l'encontre des objectifs de mise en application puisque ceux-ci impliquent des sanctions négociées inférieures à celles qui auraient été demandées au tribunal si ce dernier avait eu à trancher de sorte à permettre la fermeture des dossiers plus rapidement⁴⁵⁰.

b) Agence de coordination

⁴⁴⁶ P. CORY et M. PILKINGTON, préc., note 268, p. 221.

⁴⁴⁷ J. LANGTON, préc., note 437.

⁴⁴⁸ P. PURI, préc., note 279, 981 et 991.

⁴⁴⁹ *Id.*, 984.

⁴⁵⁰ M. CONDON, préc., note 392, 12 et 13.

Autrement, si l'agence indépendante n'est pas créée, notamment parce que les régulateurs provinciaux ou le fédéral refusent de déléguer leurs pouvoirs d'enquête et de poursuite, nous proposons un deuxième type d'agence qui servirait aussi à la coordination entre les autorités responsables de la mise en application des lois sur les marchés des capitaux. Dans ce modèle, tous conserveraient leur division et leur fonctionnement actuel, mais ils seraient supervisés par l'agence de coordination créée par le Conseil provincial⁴⁵¹. Cette agence de coordination gèrerait les activités de mise en application et le partage de l'information. Pour ce faire, le Comité des ACVM établirait un protocole d'accord de communication avec les corps policiers et les OAR pour gérer leur relation au niveau de l'examen des plaintes, des enquêtes, du partage d'information et du traitement des dossiers. Cet autre modèle de coopération canadienne servirait donc d'intermédiaire entre toutes les autorités responsables afin d'offrir un forum approprié pour concentrer et échanger l'information sur les dossiers en cours dans chaque juridiction tout en favorisant les discussions et les rencontres au moins annuelles entre les diverses autorités pour faire le bilan de leurs activités communes.

Au niveau du fonctionnement de l'agence de coordination, comme pour les EIRF, un comité d'orientation serait chargé de décider quelle autorité responsable est mieux à même de mener le dossier et de poursuivre l'enquête⁴⁵² en divisant les tâches entre elles pour coordonner la participation de chacune selon ses capacités et les besoins. Puis, le comité de direction, composé d'un représentant par autorité regroupée dans l'agence de coordination, approuverait le plan concerté d'action pour valider les recours envisagés.

Les limites de cette solution sont que la multiplicité d'autorités responsables distinctes, soumises à des administrations différentes, demeurerait et que les ressources seraient toujours divisées de même que les dossiers. Néanmoins, la formalisation des échanges ainsi que l'intégration d'autorités responsables en un forum conjoint plus large que le Comité des ACVM seraient appropriées.

⁴⁵¹ *Id.*

⁴⁵² QUÉBEC, *Affidavit de Yves Trudel - Les activités d'enquêtes spécialisées : Équipes intégrées et coopération régionale*, P.P.G.Q., Vol. IV, S.C.C. No 33718, 22 juin 2010, p. 5.

Pour les deux types d'agences, les bénéfices d'une direction conjointe pour les dossiers interprovinciaux, pancanadiens et internationaux seraient la répartition de l'information et des tâches pour que tous aient accès à l'information disponible ainsi que la collaboration afin d'éviter les dédoublements. Elles semblent donc toutes deux consolider efficacement les quatre propositions doctrinales étudiées pour améliorer la mise en application puisqu'elles offrent les avantages recherchés de coordination pancanadienne. Ces agences auraient aussi pour avantage de servir d'intermédiaire unique pour les régulateurs étrangers et les autres autorités canadiennes, dont Canafe, afin de leur fournir de l'information cohérente, consolidée et complète en leur évitant de contacter chacune des autorités impliquées dans les dossiers.

Enfin, l'une ou l'autre de ces agences de mise en application permettrait de réduire la complexité et la duplication des procédures résultant du chevauchement des compétences d'application des lois en offrant une meilleure coordination des efforts au niveau du repérage des contraventions et de la tenue des enquêtes pour ultimement sélectionner le forum le plus approprié d'application de la loi selon les particularités des dossiers et leur envergure. L'agence retenue amènerait également une affectation plus efficiente des ressources selon les priorités établies en fonction des risques et de l'importance des contraventions. Cependant, le choix de l'agence indépendante serait encore plus bénéfique au modèle d'encadrement provincial parce qu'elle offre la possibilité de diminuer les délais entre la détection des contraventions et les interventions réalisées en unissant les pouvoirs, les ressources et l'expertise provinciale et fédérale.

De plus, peu importe le type d'agence choisie, d'autres innovations s'offrent comme un apport technologique supérieur pour ses activités, un comité d'investisseurs indépendant évaluant l'efficacité des mesures de mise en application pour la protection des intérêts des investisseurs ainsi qu'un institut national de recherche et d'éducation sur les enquêtes, les poursuites et les décisions en valeurs mobilières vérifiant si les processus sont efficaces par la récolte de données pour la préparation de rapports⁴⁵³.

⁴⁵³ P. CORY et M. PILKINGTON, préc., note 268, p. 173.

2.3.1.2 Automatisation

Outre les améliorations organisationnelles, les outils de détection pourraient également être repensés. En particulier, comme les ordinateurs dépassent la capacité humaine au niveau de la recherche, du traitement d'un grand volume d'information, de la mémorisation et de la rapidité, les outils électroniques sont nécessaires aux régulateurs pour faire appliquer la loi dans le cyberspace. Effectivement, par les codes informatiques intégrant les manquements à la réglementation, les machines intelligentes peuvent repérer les comportements reprochables à l'insu des usagers de l'internet. Pour ce faire, les régulateurs doivent engager des informaticiens afin de programmer l'information à rechercher et les corrélations à faire par la cybernétique. De plus, ils peuvent constituer des banques de données gigantesques et les traiter de sorte à analyser les comportements des utilisateurs⁴⁵⁴ pour éventuellement les prédire et ainsi prévenir des contraventions. Par exemple, des chercheurs ont déterminé que l'analyse des comptes Twitter permet la détection préventive de certains délits⁴⁵⁵. Ainsi, les régulateurs devraient embaucher davantage d'ingénieurs informatiques comme le font désormais les banques, car le secteur financier est désormais informatisé.

a) *Comité international pour la sécurité en ligne*

Vu les perspectives novatrices de la technologie, celle-ci doit servir pour combattre à armes égales les abus en ligne étant donné l'absence de frontières de l'internet permettant aux contrevenants de passer sous le radar des régulateurs. Or, pour plus d'efficacité, la cybersurveillance nécessiterait la création d'un comité international pour la sécurité en ligne ayant pour fonction d'avertir les régulateurs lorsqu'un cas douteux est susceptible d'affecter des investisseurs situés sur leur territoire en leur transmettant l'information obtenue afin qu'ils enquêtent plus en profondeur. Pour ce faire, le comité disposerait de solutions technologiques facilitant le repérage des infractions en ligne, comme un système de déclenchement d'alertes

⁴⁵⁴ Kenneth CUKIER et Viktor MAYER-SCHÖNBERGER, « Données de masse, tyrannie numérique », (2014) 133 *Manière de voir* 60, 64.

⁴⁵⁵ AGENCE FRANCE PRESSE, « Twitter, nouvel outil de détection de la criminalité », *Les affaires*, 21 avril 2014, en ligne : <<http://www.lesaffaires.com/techno/internet/twitter-nouvel-outil-de-detection-de-la-criminalite/568215>> (consulté le 27 octobre 2014).

en cas d'infractions à la loi, dont les coûts seraient partagés entre les régulateurs. Par exemple, l'ISG, regroupant certaines bourses avec des OAR, joue un rôle similaire au comité proposé en partageant de l'information et des documents par une base de données commune en plus d'offrir une surveillance technologique des marchés des membres en croisant leurs données pour repérer des stratégies frauduleuses impliquant divers marchés, dont les délits d'initiés⁴⁵⁶. Ainsi, un tel comité permettant d'abord une coopération informatique interprovinciale pour les ACVM, puis globale avec les régulateurs étrangers serait une amélioration au régime actuel pour découvrir les schèmes s'étendant hors du territoire des régulateurs provinciaux.

b) Sceaux de fiabilité et hyperliens vers le registre des inscrits

De plus, ce comité pourrait être mandaté pour apposer des sceaux de certification sur les sites Web jugés fiables⁴⁵⁷ pour les investisseurs lorsque les personnes sont inscrites et que les services offerts respectent leur inscription. Une fois le sceau de fiabilité du régulateur obtenu, la réglementation des inscrits pourrait être modifiée pour leur imposer l'obligation de soumettre au préalable toute modification à leur site Web consistant en l'offre de nouveaux produits ou services à une nouvelle approbation. Une difficulté de cette solution se trouve au niveau de l'éducation des investisseurs afin de leur faire reconnaître l'importance de s'assurer que les intermédiaires avec lesquels ils font affaire en ligne possèdent le sceau de fiabilité. Une autre est la possibilité d'apposer un faux sceau.

Une variante de cette solution serait d'imposer aux inscrits d'inclure un hyperlien vers le site de leur régulateur afin qu'ils puissent vérifier le registre des inscrits⁴⁵⁸. Ils seraient ainsi informés du régulateur responsable vers qui se tourner et développeraient le réflexe de douter lorsqu'ils visitent des sites Web qui ne contiennent pas cet hyperlien. De telles solutions seraient envisageables internationalement.

⁴⁵⁶ H. CHITIMIRA, préc., note 367, p. 151.

⁴⁵⁷ OBSERVATOIRE DU DROIT QUÉBÉCOIS DES VALEURS MOBILIÈRES, *La protection des investisseurs dans la distribution de produits et services financiers sur l'internet*, février 2013, p. 67, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/fonds-education-saine-gouvernance/projets-recherche/p-recherche-valmob-umtl-protection-internet.pdf>> (consulté le 7 février 2015).

⁴⁵⁸ *Id.*, p. 70.

c) Système de plaintes centralisé

Outre la nécessité de repérer les infractions à la loi en ligne créée par la révolution numérique, des moyens facilitant l'efficacité des régulateurs découlent aussi des améliorations technologiques. Plus particulièrement, le fait que pour un même service offert aux investisseurs, tel que les fonds mutuels, les intermédiaires, selon leur inscription, ne sont « pas soumis aux mêmes règles (Règlement 31-103, Règles des courtiers membres de l'OCRCVM, Code de déontologie de la Chambre de la sécurité financière, etc.), ni aux mêmes autorités d'encadrement (Autorité des marchés financiers, OCRCVM, CSF, [ACCFM], etc.) »⁴⁵⁹, et conséquemment que les manquements professionnels ne donnent pas ouverture aux mêmes services « comme les fonds d'indemnisation et les mécanismes alternatifs de règlement des différends (Fonds indemnisation des services financiers, Ombudsman des services bancaires et d'investissement, Fonds canadien de protection des épargnants, etc.), selon le professionnel visé par la plainte »⁴⁶⁰, crée de la confusion chez les consommateurs et même parfois chez les intermédiaires. Il se trouve alors que les plaintes envoyées aux régulateurs provinciaux sont souvent redirigées vers ces autres régulateurs et inversement⁴⁶¹, ce qui utilise beaucoup de ressources inefficacement.

En guise de solution, un système informatique centralisé suffisamment sophistiqué permettrait de classer les plaintes selon leur catégorie, leur juridiction et leur priorité grâce à un formulaire électronique uniforme rempli par les clients indiquant l'information pertinente pour son classement automatique. Cette solution serait d'autant plus envisageable qu'elle servirait également à dissiper la confusion des consommateurs quant au rôle de chacun des régulateurs⁴⁶², faisant en sorte qu'ils ne savent pas vers qui se référer en cas de besoin, puisque les plaintes seraient toutes acheminées à une centrale et reliées à un service d'information à cet effet.

⁴⁵⁹ R. CRÊTE et al., préc., note 254, à la page 583.

⁴⁶⁰ *Id.*

⁴⁶¹ D'avril 2009 à mars 2010, l'Autorité a dû rediriger 67 plaintes à l'OCRCVM et 289 plaintes à la CSF ; C. DUCLOS, R. CRÊTE et A. LÉTOURNEAU, préc., note 248, à la page 136.

⁴⁶² *Id.*, à la page 137.

Bref, il y a beaucoup de possibilités créées par la technologie et donc de réflexion nécessaire quant aux moyens à prendre pour mieux réguler le monde en ligne tout en se servant de celui-ci afin d'obtenir une plus grande efficacité dans la réalisation des fonctions générales de surveillance des marchés et de mise en application des régulateurs. Il en résulte que la création d'une agence de mise en application pancanadienne nécessite également de considérer un nouveau virage technologique par l'élaboration d'un système centralisé d'information et de repérage des plaintes en plus de l'adhésion à un comité international sur les activités financières en ligne ou la création de celui-ci.

2.3.1.3 Comité des investisseurs

En dernier lieu, à l'agence pancanadienne de mise en application permettant la coordination entre les régulateurs et le repérage des infractions par l'utilisation de la technologie devrait s'ajouter un comité des investisseurs. Il exercerait le rôle de « défenseur des intérêts des épargnants »⁴⁶³ en les représentant dans les différentes étapes de la mise en application, en les consultant, en enquêtant auprès de ceux-ci, en conseillant les régulateurs et en évaluant l'efficacité des moyens entrepris pour leur protection.

Un autre objectif de ce comité serait de favoriser la restitution des sommes flouées aux investisseurs en discutant avec les régulateurs pour qu'ils demandent, en tant que sanction supplémentaire, d'ordonner la compensation des victimes des contrevenants. En effet, les investisseurs conçoivent le rôle de protection des régulateurs provinciaux comme étant de les aider à retrouver leurs pertes⁴⁶⁴, donc la perception de l'efficacité de leurs actions demande à la fois une répression publique des contrevenants ainsi que la compensation des pertes subies. Or, plusieurs régulateurs provinciaux peuvent demander la restitution ou une ordonnance de compensation aux cours d'adjudication, dont le BDR, par un pouvoir statutaire ou par leur pouvoir dans l'intérêt public, ce qui est toutefois rarement utilisé⁴⁶⁵. Ils pourraient également

⁴⁶³ R. CRÊTE et al., préc., note 254, à la page 588.

⁴⁶⁴ P. PURI, préc., note 293, p. 8.

⁴⁶⁵ *Id.*

distribuer le produit des ententes de règlement aux investisseurs⁴⁶⁶. Par une plus grande utilisation de ces pouvoirs, les régulateurs provinciaux éviteraient aux investisseurs de devoir refaire un procès judiciaire, d'accumuler des preuves eux-mêmes et de déboursier les frais judiciaires. Plus encore, de cette manière, la mise en application publique serait proactive et permettrait une couche de protection additionnelle aux investisseurs qui pourraient toujours, si cela demeure nécessaire, intenter un recours privé tel qu'un recours collectif⁴⁶⁷. Subsidiairement, le comité des investisseurs pourrait militer auprès des régulateurs provinciaux pour une modification législative en faveur d'un droit d'action statutaire en matière civile pour les victimes non compensées lorsqu'un tribunal en valeurs mobilières ou une cour de justice a reconnu une personne coupable de l'infraction ayant causé des pertes⁴⁶⁸.

Néanmoins, pour qu'un tel comité voie le jour et qu'il puisse réellement influencer les régulateurs provinciaux, il devra obtenir un certain statut juridique lui octroyant des pouvoirs. Ainsi, le comité des investisseurs pourrait être constitué en tant que division de l'agence pancanadienne, car les employés auraient alors facilement accès au personnel responsable et aux dossiers. La crédibilité et la responsabilisation du comité seraient également plus facilement établies s'il faisait partie de l'organisation de l'agence, mais avec sa propre mission d'appui aux investisseurs dans le cadre des procédures d'application de la loi.

Pour conclure sur l'agence de mise en application prônant davantage d'actions concertées entre les régulateurs provinciaux, les OAR, les corps policiers, les procureurs de la couronne et les régulateurs étrangers, ainsi qu'une plus grande utilisation de la technologie et la considération des besoins des investisseurs, nous croyons que cette alternative à la commission coopérative fédérale améliorerait le modèle actuel. En effet, l'agence est prônée par plusieurs auteurs, comme nous l'avons vu, parce qu'elle offrirait une meilleure utilisation des ressources par leur mise en commun et une responsabilisation conjointe en bénéficiant d'une gestion intégrée de la mise en application tout en respectant la division des pouvoirs constitutionnels conformément à la décision de la Cour suprême et en répondant aux enjeux soulevés quant à la

⁴⁶⁶ P. PURI, préc., note 279, 995.

⁴⁶⁷ *Id.*, 1013-1015.

⁴⁶⁸ P. CORY et M. PILKINGTON, préc., note 268, p. 181 et 235.

division des pouvoirs et à l'extraterritorialité des infractions sur l'internet.

2.3.2 Ordonnances de reconnaissance des décisions

Tel que présenté précédemment, l'un des problèmes de la mise en application est le manque de réciprocité des décisions rendues. Le régime de passeport élaboré par les ACVM ne permettant pas la reconnaissance automatique des décisions, il faut alors obtenir une ordonnance réciproque de la part de chaque tribunal ou commission, ce qui rajoute des étapes inutilement, provoquant alors un dédoublement des efforts et des procédures.

Ainsi, comme le Conseil provincial, nous prôtons la solution d'un passeport complet permettant la reconnaissance automatique par les autres juridictions provinciales des décisions en valeurs mobilières rendues par l'une d'elles⁴⁶⁹. Cette solution permettrait non seulement une protection équivalente des investisseurs à travers le Canada pour éviter qu'une personne sanctionnée par un régulateur provincial puisse continuer ses activités dans d'autres provinces, mais elle assurerait également une uniformité des sanctions envers les contrevenants en évitant la multiplication des poursuites et des décisions.

Cette solution complémente la proposition précédente d'une agence de mise en application puisque les efforts concertés pour la mise en commun de l'information et la réalisation des enquêtes résulteraient en une seule poursuite réglementaire qui serait jugée dans une seule juridiction. Bref, pour les deux modèles proposés, soit l'agence indépendante et celle de coordination entre les autorités provinciales et fédérales, une seule audience quasi judiciaire serait nécessaire, car la décision obtenue trouverait application dans tout le Canada.

Par contre, il demeurerait tout de même nécessaire de prendre des procédures distinctes en matière criminelle ou pénale et disciplinaire si nécessaire, en surplus des ordonnances administratives. Or, si les décisions quasi judiciaires sont reconnues par le passeport et que les

⁴⁶⁹ QUÉBEC, *Affidavit de Richard Boivin : Conseil provincial-territorial des ministres responsables des valeurs mobilières*, P.P.G.Q., Vol. IV, S.C.C. No 33718, 22 juin 2010, p. 3.

décisions criminelles et pénales, étant rendues par des cours de justice, sont valides partout au Canada, les décisions disciplinaires demeureraient toujours confinées à leur juridiction pour les OAR qui ne sont pas pancanadiens. En effet, les décisions de la CSF ne valent qu'au Québec et, inversement, les décisions de l'ACCFM ne sont pas applicables au Québec. Sur ce point, il est donc nécessaire de réfléchir à une passerelle comme proposée au premier chapitre en étendant le passeport à ces OAR qui se partageraient les tâches d'inspection et d'enquête⁴⁷⁰.

Une autre difficulté réside dans le fait que l'Ontario n'est pas partie au passeport, donc ses décisions seraient valides à travers le Canada, mais celles des autres régulateurs provinciaux ne peuvent être reconnues dans cette province. C'est pourquoi nous pouvons considérer une solution plus complexe à implémenter, mais plus efficace, soit la création d'un tribunal quasi judiciaire interprovincial. Dans tous les cas, la réciprocité entre les régulateurs provinciaux n'empêcherait pas un inscrit suspendu ou radié d'aller travailler dans un marché étranger.

2.3.3 Tribunal quasi judiciaire interprovincial indépendant en valeurs mobilières

Il a été proposé par plusieurs qu'un tribunal d'adjudication quasi judiciaire indépendant en valeurs mobilières (ci-après « Tribunal ») soit mis en place à travers le Canada. Par exemple, un tribunal national faisait l'objet des projets fédéraux dans le cadre de la commission unique⁴⁷¹, ce qui a été repris dans les récents projets de loi du RCM⁴⁷². Un tel Tribunal avait auparavant été proposé à la fois par le Groupe Crawford⁴⁷³, dans le cadre des travaux du

⁴⁷⁰ CSF, préc., note 52, p. 4.

⁴⁷¹ CANADA, préc., note 148, p. 31 ; *Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale)*, préc., note 3, par. 56 et 65 : il s'agit du Tribunal canadien des valeurs mobilières indépendant de la Division de la réglementation, disposant des attributions d'une cour supérieure, donc ayant de réels pouvoirs judiciaires.

⁴⁷² CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Propositions concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières*, en ligne : <<http://www.fin.gc.ca/drleg-apl/csa-lvm-fra.htm>> (consulté le 8 septembre 2014) ; CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux — ébauche aux fins de consultation*, art. 11-33, en ligne : <<http://www.fin.gc.ca/drleg-apl/2014/cmsa-lsmc-l-fra.asp>> (consulté le 10 novembre 2014) ; CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Commentaire : Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux - Cadre législatif et de gouvernance*, septembre 2014, en ligne : <http://www.fin.gc.ca/n14/data/14-119_2-fra.asp> (consulté le 4 novembre 2014).

⁴⁷³ GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, préc., note 20.

Groupe d'experts indépendant sur la réglementation des valeurs mobilières⁴⁷⁴, et par la professeure Puri sous la forme d'une entité fédérale à laquelle les provinces délégueraient leurs pouvoirs et qui se déplacerait à travers le pays pour entendre les audiences⁴⁷⁵. Ce type de Tribunal a également été considéré par le Conseil provincial ainsi que par le ministère des Finances du Québec, mais en tant qu'entité interprovinciale, plutôt que fédérale, pour rendre des décisions uniformes en valeurs mobilières au Canada⁴⁷⁶, ce que nous encourageons. Cependant, l'Alberta propose un Tribunal qui servirait uniquement pour les causes nationales alors que celles se limitant à des infractions de portée locale demeurerait sous la juridiction des régulateurs provinciaux⁴⁷⁷. Ainsi, la position de l'Alberta est de trouver une solution uniquement aux cas impliquant plus d'un régulateur. Toutefois, ceci nécessiterait deux paliers de tribunaux: un local et l'autre national. Nous croyons plutôt que le Tribunal devrait entendre toutes les causes des régulateurs provinciaux pour assurer une cohérence décisionnelle et l'application des décisions à travers le Canada en évitant d'avoir deux instances administratives par juridiction.

Plus précisément, le Tribunal devrait avoir compétence pour juger les contraventions à la réglementation en valeurs mobilières et pour entendre les appels des décisions des OAR, comme le BDR⁴⁷⁸. Il offrirait une séparation entre les fonctions d'adjudication et celles d'encadrement des régulateurs provinciaux afin d'éliminer les biais⁴⁷⁹ tout en conservant l'expertise nécessaire du secteur financier pour rendre des décisions. Pour assurer son indépendance, le Tribunal disposerait de financement attribué par chaque gouvernement provincial, d'un emplacement séparé des régulateurs provinciaux et d'une structure de

⁴⁷⁴ GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, « Rapport final : Le Canada s'engage », octobre 2006, p. 13, 122 et 123, en ligne : <www.tfmsl.ca> (consulté le 27 octobre 2014).

⁴⁷⁵ P. PURI, préc., note 439.

⁴⁷⁶ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport d'étape de fin d'exercice 2007*, 2008, p. 5, en ligne :

<http://www.valeursmobilières.org/2008_0122_progress_report_francais.pdf> (consulté le 27 octobre 2014) ; S. ROUSSEAU, préc., note 336, p. 38 ; M. JÉRÔME-FORGET, préc., note 192, p. 5.

⁴⁷⁷ R. BLACKWELL, préc., note 18.

⁴⁷⁸ L.V.M., art. 323 ; L.A.M.F., art. 93.

⁴⁷⁹ M. CONDON, préc., note 392, 13.

gouvernance propre⁴⁸⁰ en plus d'être sous la supervision du Conseil provincial.

Les décisions seraient applicables automatiquement à travers le Canada par le biais du passeport, tel que proposé au point précédent, pour toutes les provinces sauf l'Ontario, afin de promouvoir une application uniforme de la réglementation en valeurs mobilières au Canada. Autrement, pour surmonter cette difficulté ontarienne, la réciprocité des décisions rendues pourrait être prévue par une disposition statutaire dans les lois provinciales instituant le Tribunal.

Pour sa constitution, le Conseil provincial pourrait signer un protocole d'entente expliquant l'intention de créer un Tribunal pancanadien impartial et indépendant des régulateurs provinciaux qui lui délégueraient leurs fonctions d'adjudication⁴⁸¹. Chaque province adopterait alors la loi harmonisée instituant le Tribunal, élaborée par les ACVM, et spécifiant son fonctionnement, son mandat ainsi que ses pouvoirs. Le Tribunal rendrait des comptes directement au Conseil provincial qui recevrait un rapport annuel public et superviserait le budget qui lui est attribué.

Pour son fonctionnement, nous adhérons à l'avis de l'Autorité selon lequel le Tribunal doit être basé sur le modèle du BDR⁴⁸². C'est-à-dire que les audiences seraient tenues publiquement, dans la province où la contravention a eu lieu, devant un président et deux membres experts en valeurs mobilières nommés par le gouvernement de cette province pour une durée spécifique, mais renouvelable afin d'offrir une stabilité au Tribunal tout en permettant la venue de nouveaux membres porteurs de perspectives diverses et d'une expérience différente⁴⁸³.

Pour ce qui est des infractions criminelles et pénales, une option serait que le Tribunal ait également compétence sur ces causes en matière de valeurs mobilières vu sa spécialisation

⁴⁸⁰ GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, préc., note 20, p. 6.

⁴⁸¹ S. ROUSSEAU, préc., note 336, p. 36-38.

⁴⁸² AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 19, p. 33.

⁴⁸³ S. ROUSSEAU, préc., note 336, p. 40.

pour entendre les régulateurs provinciaux ou l'agence proposée précédemment. Subsidiairement, à l'ajout de cette compétence au Tribunal, les provinces pourraient plutôt créer une cour criminelle interprovinciale spécialisée dans les crimes financiers afin de juger les offenses du *Code criminel* et celles des lois sur les valeurs mobilières provinciales en matière pénale⁴⁸⁴. Dans tous les cas, les juges de juridiction criminelle et pénale devraient être formés pour reconnaître les répercussions des crimes financiers sur la population et sur l'économie en plus d'avoir une connaissance de la théorie économique du droit afin d'infliger des peines suffisamment dissuasives par rapport aux bénéfices tirés des contraventions⁴⁸⁵. L'éducation offerte aux juges intéressés à développer l'expertise pour entendre les causes de nature financière pourrait prendre la forme de séminaires ou d'ateliers offerts par l'Institut national de la magistrature ou par l'Institut canadien d'administration de la justice⁴⁸⁶.

Enfin, le Tribunal impartial en matière réglementaire, complété par une division de juridiction criminelle et pénale ou par des cours criminelles provinciales spécialisées en valeurs mobilières, constitue une solution afin d'assurer l'équité du processus d'adjudication tout en permettant une plus grande cohérence dans les sanctions, puisqu'elles seraient applicables dans tout le Canada, ainsi que dans l'interprétation des lois par les juges spécialisés. En effet, cette solution permettrait l'indépendance du Tribunal interprovincial, son expertise et des décisions applicables uniformément à travers le Canada.

Pour conclure sur ce second chapitre, nous avons d'abord présenté les diverses sphères de droit dans lesquelles évoluent les marchés financiers et les autorités responsables de l'application de la loi pour constater la multiplicité du corpus légal applicable, des instances juridictionnelles et des intervenants, causant ainsi un défi de coopération important pour éviter les doublons et assurer une meilleure efficacité. Ensuite, nous avons démontré les enjeux pour l'amélioration du modèle actuel, tels que la division des pouvoirs et le manque de réciprocité des décisions quasi judiciaires ou administratives, l'extraterritorialité des infractions, des individus ou des éléments de preuve accrue par la révolution numérique. Une

⁴⁸⁴ P. CORY et M. PILKINGTON, préc., note 268, p. 229-231; P. PURI, préc., note 293, p. 3 et 13.

⁴⁸⁵ *Id.*

⁴⁸⁶ P. PURI, préc., note 293, p. 14.

solution mise de l'avant pour un modèle amélioré est la création d'une agence de mise en application pancanadienne ou, subsidiairement, d'une agence de coordination par un protocole de coopération entre les ACVM et les autres intervenants pour concerter les efforts par le biais d'un comité de coopération et de direction gérant les dossiers. Puis, l'inclusion des décisions au passeport pour leur réciprocité et la création d'un tribunal quasi judiciaire interprovincial indépendant situé dans toutes les provinces sont autant de solutions potentielles pour améliorer la régulation provinciale. Ces solutions démontrent que l'amélioration de l'encadrement nécessite un amalgame des forces des régulateurs provinciaux appuyés du gouvernement fédéral pour une plus grande coordination des efforts de mise en application.

Pour aller plus loin, d'autres solutions mentionnées dans la doctrine pourraient être étudiées. Par exemple, il y aurait la possibilité d'établir des lignes directrices ainsi que des principes communs pour une harmonisation des sentences provinciales⁴⁸⁷ par les ACVM afin que les contrevenants ne choisissent pas de s'établir dans les provinces les moins sévères ou dans celles qui poursuivent moins certains types de contraventions. Il est aussi évident que l'augmentation des ressources dédiées à la mise en application et à la surveillance des marchés ainsi qu'à l'inspection des participants serait bénéfique⁴⁸⁸. Finalement, il serait intéressant d'envisager des solutions pour une meilleure conformité des assujettis en amont afin de prévenir leurs contraventions et réduire en conséquence les poursuites nécessaires pour les sanctionner, ce qui réduirait les coûts d'application de la loi pour les régulateurs provinciaux. Il s'agirait alors de requérir des assujettis qu'ils paient une tierce partie consultante indépendante, comme un auditeur, devant produire un rapport pour leur régulateur principal sur leurs pratiques et procédures internes incluant des propositions d'améliorations qui pourraient ensuite leur être imposées⁴⁸⁹. Ces dernières solutions pourraient également être ajoutées au modèle proposé ou réalisées sans autre changement de structure.

⁴⁸⁷ P. PURI, préc., note 293, p. 23.

⁴⁸⁸ E. J. PAN, préc., note 10, 856.

⁴⁸⁹ Mark GILLEN, « The Role of Securities Regulation in Promoting a Competitive Capital Market », dans TASK FORCE TO MODERNIZE SECURITIES LEGISLATION IN CANADA, *Canada Steps Up*, Volume 4, Toronto, 2006, p. 89, en ligne : <<http://www.tfmsl.ca>> (consulté le 28 octobre 2014).

3. Encadrement du risque systémique

La crise financière débutée en 2007, ayant eu un impact dévastateur sur les marchés, a fait ressortir l'importance de l'encadrement du risque systémique. La menace de ce risque provient de plusieurs circonstances, en commençant par la globalisation de l'industrie démontrée notamment par le fait que 80 % des activités du marché des dérivés de gré à gré du Canada comportent au moins une contrepartie à la transaction enregistrée à l'étranger⁴⁹⁰. Conséquemment, cette situation a apporté des « major contagion effects across national borders, reflecting the internationalization of financial institutions and financial transactions »⁴⁹¹. Pour donner un ordre de grandeur du marché des dérivés de gré à gré qui a contribué à exacerber le risque systémique lors de la crise, il atteignait, en juin 2013, une valeur notionnelle de 692 908 milliards de dollars américains, surpassant ainsi la valeur du marché des dérivés négociés en bourse évaluée à 73 121 milliards⁴⁹². Or, la part du marché des dérivés de gré à gré appartenant au Canada représentait 14 000 milliards de dollars américains en 2010⁴⁹³.

Un autre changement important dans la structure des marchés ayant contribué à l'essor du risque systémique a été le décloisonnement des institutions financières et, conséquemment, leur expansion dans plusieurs secteurs financiers en créant de multiples personnalités légales distinctes interconnectées⁴⁹⁴. Leur acquisition des courtiers et des sociétés de fiducie a résulté en la création de réseaux financiers alliant le secteur bancaire et les marchés des capitaux. Conséquemment, les liens ainsi créés entre les émetteurs et les créditeurs, les détenteurs de débetures, les courtiers placeurs, les inscrits et les investisseurs sont susceptibles de

⁴⁹⁰ Janis SARRA, « Assuring Independence and Expertise in Financial Services Law: Regulatory Oversight in Light of The Supreme Court of Canada *Securities Reference* Judgement », dans Anita ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 111, à la page 119.

⁴⁹¹ Anita ANAND, Michael TREBILCOCK et Michael ROSENSTOCK, « Institutional Design and the New Systemic Risk in Banking Crises », University of Toronto, mai 2014, p. 3, en ligne : <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2437217> (consulté le 7 février 2016).

⁴⁹² BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *BIS Quarterly Review, Table 19: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives*, décembre 2013, en ligne : <<http://www.bis.org/statistics/dt1920a.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014).

⁴⁹³ J. SARRA, préc., note 490, à la page 119.

⁴⁹⁴ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 41.

contribuer à la chute les uns des autres⁴⁹⁵. Cela a aussi compliqué la gestion du risque systémique par les régulateurs divisés en silos⁴⁹⁶ selon leur secteur de compétence, ce qui a résulté en l'« engagement of a broader range of regulatory institutions, both domestic and institutional, beyond the traditional regulatory focus on the solvency and liquidity of commercial banks »⁴⁹⁷.

Enfin, la montée de la spéculation et de la prise de risques, le transfert de risques par la titrisation, dont l'évaluation dépend d'agences de notation empreintes de conflits d'intérêts⁴⁹⁸, et le manque de transparence des investissements ainsi que de la divulgation des risques, comme pour les produits financiers structurés complexes, ont contribué à l'émergence du risque systémique⁴⁹⁹.

En réponse à la crise financière, le G20 s'est entendu, en 2009, pour renforcer la régulation financière afin de prévenir de futures crises⁵⁰⁰. La réforme convenue vise l'amélioration de l'efficacité des infrastructures financières ainsi que l'établissement de politiques sur le capital et la liquidité, pour leur stabilité et leur résilience, de même que de politiques balisant l'offre de crédit aux investisseurs⁵⁰¹. Il y a également eu consensus pour que les régulateurs gèrent les risques macroprudentiels, affectant l'économie entière plutôt qu'une institution financière⁵⁰², et réglementent toutes les institutions financières de même que les produits et les marchés d'importance systémique⁵⁰³. Puis, des engagements spécifiques aux dérivés de gré à gré se sont ajoutés afin de favoriser leur compensation centrale, leur notification aux référentiels centraux, leur négociation sur des plateformes électroniques et des dépôts de marge

⁴⁹⁵ Cristie FORD et Hardeep GILL, « A National Systemic Risk Clearinghouse? », dans Anita ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 145, à la page 152.

⁴⁹⁶ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 25.

⁴⁹⁷ *Id.*, p. 3.

⁴⁹⁸ *Id.*, p. 16.

⁴⁹⁹ J. SARRA, préc., note 490, aux pages 116, 117 et 120.

⁵⁰⁰ G20, *Sommet de Londres. Déclaration des chefs d'État et de gouvernement*, 2 avril 2009, p. 1, en ligne : <www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0402-fr.pdf> (consulté le 10 novembre 2014).

⁵⁰¹ Paul JENKINS et Gordon THIESSEN, « Reducing the Potential for Future Financial Crises: A Framework for Macro-Prudential Policy in Canada », (2012) *Institut C.D. Howe*, p. 1, en ligne : <http://www.cdhowe.org/pdf/Commentary_351.pdf> (consulté le 10 novembre 2014).

⁵⁰² A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 4.

⁵⁰³ G20, préc., note 500, p. 5.

supérieurs⁵⁰⁴. L'échéance de 2012 passée, le cadre réglementaire souhaité n'est toujours pas achevé.

Plus particulièrement, le risque systémique constitue un risque de défaut généralisé des institutions financières et des participants de marché par une réaction en chaîne ayant le potentiel d'affecter négativement le système financier en entier⁵⁰⁵. En effet, il y a un risque systémique lorsqu'un défaut de rencontrer ses obligations contractuelles ou de contrepartie peut créer un effet de domino par l'entraînement des autres dans sa chute ou, du moins, en affectant leur capacité à remplir leurs obligations vu l'interconnexion globale entre les participants, les institutions financières et les marchés⁵⁰⁶. Pour d'autres, il s'agit plutôt d'un effet de contagion menaçant la viabilité du secteur financier dû aux difficultés du marché en général causées par le manque de liquidité⁵⁰⁷. Les facteurs qui mis ensemble ont le potentiel de déclencher un risque systémique sont : la complexité des produits financiers offerts, l'utilisation de leviers excessifs, les grands risques spéculatifs des participants, la prédisposition des institutions financières à des chocs communs étant donné leurs expositions similaires ainsi que le manque de réglementation des marchés dispensés, des produits dérivés et des fonds de couverture⁵⁰⁸ résultant en l'opacité des transactions et causant une asymétrie informationnelle⁵⁰⁹.

L'importance de réguler le risque systémique provient du fait qu'il affecte négativement le système financier global, en partie ou en totalité, de sorte à causer des conséquences graves à l'économie réelle par un événement, une action ou une série de ceux-ci⁵¹⁰. Le risque

⁵⁰⁴ ACVM, *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada*, 2010, p. 8, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014).

⁵⁰⁵ Anita ANAND, « Is Systemic Risk Relevant to Securities Regulation », (2010) 60 *U.T.L.J.* 941, 942.

⁵⁰⁶ *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 3, par. 103.

⁵⁰⁷ P. JENKINS et G. THIESSEN, préc., note 501, p. 3.

⁵⁰⁸ A. ANAND, préc., note 505, 944 et 961.

⁵⁰⁹ Stéphane ROUSSEAU, « The provinces competence over securities regulation in Canada: Taking stock of the Supreme Court's opinion », dans Anita ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 279, à la page 286.

⁵¹⁰ INTERNATIONAL MONETARY FUND, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS et FINANCIAL STABILITY BOARD, *Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors:*

systemique est ainsi déclenché par des événements catastrophiques ou par une érosion graduelle de la confiance dans les marchés⁵¹¹ due à la volatilité des prix des actifs, au manque de liquidité, aux faillites, au manque d'efficacité, aux crises économiques, etc.⁵¹² Or, les facteurs de risques ne proviennent pas nécessairement d'une province, mais ils en traversent certainement les frontières, car nul n'est à l'abri de risques se propageant entre les institutions, les marchés et même les pays. Les méthodes de gestion du risque systémique doivent donc être adaptées en conséquence par l'adoption d'une approche large afin de prévoir les vulnérabilités des marchés et les risques ayant un potentiel systémique vu leur taille ou des circonstances aggravantes⁵¹³.

Ainsi, des institutions financières, des marchés financiers et des produits financiers peuvent avoir une importance systémique et être réglementés en fonction de leur volume transactionnel (« too big to fail »⁵¹⁴), de l'interconnexion avec d'autres composantes du système financier (« too interconnected to fail »⁵¹⁵) ou de leur substituabilité⁵¹⁶. Au Canada, les six grandes banques et les systèmes de compensation et de règlement⁵¹⁷, soit CDSX, CDCC, le Système de transfert de paiements de grande valeur et le volet en dollars canadiens de la CLS Bank, pour le règlement d'opérations de change, sont reconnus comme étant d'importance systémique nationale⁵¹⁸. Il y a également le Mouvement Desjardins au Québec⁵¹⁹. Or, comme

Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, 2009, p. 5, en ligne: <<http://www.bis.org/publ/othp07.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014).

⁵¹¹ OICV, *Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators*, juin 2014, p. 8, en ligne : <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD443.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014).

⁵¹² A. ANAND, préc., note 505, 942.

⁵¹³ OICV, préc., note 511, p. 8.

⁵¹⁴ C. FORD et H. GILL, préc., note 495, à la page 150.

⁵¹⁵ *Id.*

⁵¹⁶ OICV, *Mitigating Systemic Risk – A Role for Securities Regulators*, 2011, p. 10, en ligne: <<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS198.pdf>> (consulté le 17 novembre 2014) ; D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 666.

⁵¹⁷ *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, L.C. 1996, ch. 6, ann, art. 4.

⁵¹⁸ BANQUE DU CANADA, « La Banque du Canada désigne le Canadian Derivatives Clearing Service en vertu de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* », 27 avril 2012, en ligne : <<http://www.banqueducanada.ca/2012/04/publication/communiqués/banque-canada-designe-canadian-derivatives/>> (consulté le 10 novembre 2014) ; Éric CHOUNARD et Erik ENS, « De l'importance systémique des institutions financières », *Revue du système financier*, 2013, p. 49, en ligne : <<http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2013/12/rsf-decembre13-chouinard.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014).

⁵¹⁹ É. CHOUNARD et E. ENS, préc., note 518, p. 49.

les chambres de compensation sont supervisées par les régulateurs provinciaux, puisqu'elles compensent des valeurs mobilières et des dérivés, leur désignation d'importance systémique par le fédéral contribue au chevauchement des compétences.

Par ailleurs, les intermédiaires de marché peuvent également avoir une importance systémique puisqu'ils occupent un rôle central entre les contreparties et contribuent à la concentration des risques auprès de quelques participants ainsi qu'à la dépendance envers certaines institutions⁵²⁰. Ils font ainsi face, dans leurs opérations quotidiennes, à divers risques légaux, de crédit, de liquidité, opérationnels, d'investissement, de garde des actifs, d'affaires, ou autres⁵²¹. Cependant, les risques peuvent être mitigés par la réglementation et la surveillance des régulateurs provinciaux contrôlant la conduite des affaires, la prise de risques et la gestion de ceux-ci pour éviter qu'ils ne se transforment en risque systémique en plus d'imposer la détention de liquidités suffisantes.

C'est dans un tel contexte qu'il a été compris, depuis la crise financière, que « monitoring and regulating the NSR [new systemic risk] involves regulatory institutions other than prudential regulators, both domestically and internationally, and these regimes pose novel challenges of regulatory integration/coordination within and across geographical borders »⁵²². Ainsi, le manque de coordination entre la régulation prudentielle et celle des valeurs mobilières empêche de répondre complètement aux enjeux relatifs au risque systémique, qui « encompasses more financial institutions than commercial banks and more instruments of intervention than simply prudential requirements »⁵²³. Par exemple, en matière de réglementation des dérivés de gré à gré, les règles de divulgation des régulateurs provinciaux et les exigences prudentielles pour éviter le risque de contrepartie⁵²⁴ sont nécessaires à la prévention du risque systémique. En effet, alors que l'encadrement des activités des marchés des capitaux par les régulateurs provinciaux prévient indirectement le risque systémique, le

⁵²⁰ D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 666.

⁵²¹ *Id.*

⁵²² A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 20.

⁵²³ *Id.*, p. 32.

⁵²⁴ Anita ANAND, « After the Reference: Regulating Systemic Risk in Canadian Financial Markets », dans Anita ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 197, à la page 199.

fédéral a compétence pour assurer l'efficacité du système financier, ce qui inclut la notation de crédit, la réglementation d'urgence, la collecte de données nationales et la vente à découvert⁵²⁵. Il réglemente également les activités des banques⁵²⁶. Puisque le risque systémique constitue un double aspect constitutionnel⁵²⁷, sa régulation peut causer un empiètement sur les activités actuelles des régulateurs provinciaux.

À cet effet, nous verrons que le rôle assumé par le fédéral en matière de gestion du risque systémique pourrait augmenter si son ébauche de loi fédérale sur la stabilité des marchés des capitaux est adoptée puisque celle-ci vise l'encadrement des produits et des pratiques pouvant poser un risque systémique aux marchés des capitaux ainsi que la désignation d'intermédiaires d'importance systémique⁵²⁸. De plus, afin de lutter contre le risque systémique, le RCM pourrait prendre un règlement ou rendre des ordonnances envers les personnes désignées, dont des ordonnances d'urgence pour répondre aux risques imminents, ce qui lui conférerait de très larges pouvoirs de contrôle sur les participants⁵²⁹. Finalement, l'ébauche de loi provinciale sur les marchés des capitaux intègre l'objectif de protection de l'intégrité et de la stabilité du système financier par la gestion du risque systémique des marchés des capitaux dans les activités de réglementation du fonctionnement quotidien des assujettis⁵³⁰. Les nouvelles lois proposées ne mettront donc pas fin au double aspect puisqu'elles réitèrent le partage de cette compétence.

Suivant l'étude de la division des pouvoirs de régulation du risque systémique, nous verrons les aspects perfectibles de l'encadrement actuel dont le resserrement de la réglementation de certaines activités des marchés, le rôle joué par les régulateurs en valeurs mobilières et leur interaction avec les autres régulateurs financiers en comparaison à des modèles étrangers. Nous terminerons par des pistes de solutions à envisager pour améliorer l'encadrement des

⁵²⁵ Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières, préc., note 3, par. 103.

⁵²⁶ Loi constitutionnelle de 1867, préc., note 1, art. 91(15).

⁵²⁷ J. SARRA, préc., note 490, à la page 122.

⁵²⁸ CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, préc., note 472.

⁵²⁹ Gordon MCKENNA et Aaron PALMER, « A War Measures Act for Canada's Financial System: Regulation of Systemic Risk by Cooperative Capital Markets Regulator », en ligne : <<http://www.blakes.com/English/Resources/Bulletins/Pages/Details.aspx?BulletinID=2038>> (consulté le 7 février 2015).

⁵³⁰ CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, préc., note 472.

régulateurs provinciaux, dont la création d'un conseil de stabilité financière canadien avec un centre d'information national sur le risque systémique, afin d'assurer la coordination entre les régulateurs financiers du Canada, soit les agences fédérales tels la Banque du Canada, le BSIF, etc., et les régulateurs provinciaux, de même que l'accroissement de leur performance dans la gestion du risque systémique.

3.1 Modèle actuel d'encadrement du risque systémique

La gestion du risque systémique fait partie de l'objectif d'assurer la sécurité et la solidité du système financier en cherchant à éviter les défauts d'institutions pouvant nuire à la confiance dans les marchés. Pour ce faire, plusieurs auteurs sont d'avis que trois pans de la régulation doivent être couverts⁵³¹. D'abord, la régulation prudentielle des institutions financières vise la prévention du risque systémique par le contrôle du capital adéquat pour remplir leurs obligations, des contrôles internes, des obligations de conservation de l'information, des évaluations de risque de même que la surveillance et l'inspection⁵³². La régulation prudentielle devrait écarter la nécessité d'une intervention publique pour sauver les institutions en les empêchant d'assumer des risques menaçant leur viabilité ou la réalisation de leurs obligations⁵³³. Le rôle de régulateur prudentiel est partagé entre le BSIF pour les six grandes banques canadiennes et l'Autorité pour le Mouvement Desjardins. Alors que cette régulation dite microprudentielle vise la solidité financière des institutions individuellement afin d'assurer la confiance des investisseurs⁵³⁴, la stabilité du système financier, depuis la crise, n'est plus considérée comme étant seulement « the sum of the safety and soundness of individual institutions »⁵³⁵.

Or, la définition de régulation macroprudentielle du risque systémique demeure à établir pour

⁵³¹ E. J. PAN, préc., note 10, 805 ; A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 7, 28 et 32.

⁵³² E. J. PAN, préc., note 10, 805 et 806.

⁵³³ *Id.*, 806.

⁵³⁴ Nick LE PAN, « Look before you leap: A skeptical view of proposals to meld macro- and microprudential Regulation », (2009) 296 *Institut CD Howe* 1, p. 1, en ligne: <http://www.cdhowe.org/pdf/commentary_296.pdf> (consulté le 8 février 2015).

⁵³⁵ *Id.*

se dissocier de la régulation microprudentielle du BSIF et des objectifs macroéconomiques de la banque centrale afin que le régulateur attiré à ce rôle puisse accomplir le mandat conséquent qui doit être suffisamment clair pour déterminer les moyens nécessaires à son accomplissement et pour que les participants comprennent le contrôle effectué de même que les pouvoirs octroyés⁵³⁶. Dans tous les cas, il est clair que le besoin auquel doit répondre la régulation macroprudentielle est celui de comprendre les interconnexions entre les institutions financières de plusieurs secteurs, la corrélation entre les marchés financiers en cas de crise et les risques de macroinstabilité résultant des choix individuels de protection des institutions financières qui ont des répercussions sur le marché⁵³⁷. Malgré l'absence de régulateur macroprudentiel spécifique au Canada présentement, la responsabilité de la protection de la stabilité du marché est associée *de facto* à la Banque du Canada qui, en tant que banque centrale, supervise les entités de compensation et de règlement d'importance systémique et joue le rôle de réserve de monnaie en accordant aux institutions financières canadiennes du financement à un jour ou à court terme ainsi qu'un prêt de dernier ressort⁵³⁸.

Enfin, le dernier maillon nécessaire à l'encadrement du risque systémique au Canada est la régulation de la conduite des affaires partagée entre l'Agence de la consommation en matière financière du Canada (ci-après « Agence de la consommation »)⁵³⁹, pour les institutions financières fédérales, et les régulateurs provinciaux. Cependant, ce rôle est assumé différemment, car les régulateurs provinciaux réglementent les activités des assujettis pour assurer la confiance des investisseurs dans les marchés en prévenant la fraude par leur surveillance et l'inspection de même qu'en sanctionnant les contrevenants par une approche de confrontation alors que l'agence fédérale incite les institutions financières à établir des guides et des procédures de manière collaboratrice en plus de s'assurer qu'elles respectent plusieurs engagements publics notamment en matière de prêts hypothécaires.

⁵³⁶*Id.*, p. 2.

⁵³⁷*Id.*, p. 3.

⁵³⁸ *Id.*, p. 1 et 2 ; E. J. PAN, préc., note 10, 807 ; A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 7.

⁵³⁹ Christopher C. NICHOLLS, *Financial Institutions: The Regulatory Framework*, Markham, LexisNexis Canada, 2008 ; *Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière du Canada*, L.C. 2001, c. 9, art. 3.

Bien que le Canada soit doté des pans de régulation nécessaires à l'encadrement du risque systémique, soit la régulation prudentielle (quoi que l'aspect macroprudentiel demeure à développer), macroéconomique et de la conduite des affaires, la division des pouvoirs actuelle est menacée de changer par les ébauches de lois créant le RCM. Effectivement, depuis le Renvoi⁵⁴⁰, la compétence fédérale pour la réglementation du commerce en général⁵⁴¹ a été reconnue comme incluant le rôle de préservation de la stabilité et de l'intégrité des marchés canadiens en fixant des normes minimales applicables à travers le pays en l'absence de capacité constitutionnelle des provinces « de maintenir un régime national viable visant à atteindre des objectifs véritablement nationaux telles l'atténuation des risques systémiques ou la collecte de données à l'échelle nationale »⁵⁴².

Reconnaissant également le rôle des régulateurs provinciaux dans la gestion du risque systémique par leur législation sur les valeurs mobilières, constituant une compétence concurrente, le fédéral tente d'amenuiser cette dualité dans son ébauche de loi provinciale en octroyant au RCM des responsabilités pour la gestion du risque systémique. De plus, l'ébauche de loi fédérale sur la stabilité des marchés des capitaux visant une application à tout le Canada, qui sera aussi administrée par le RCM, lui permettra d'identifier et d'atténuer le risque systémique lié aux marchés des capitaux pour assurer la stabilité et l'intégrité du système financier⁵⁴³. Le projet de loi fédérale prévoit aussi sa propre définition du risque systémique⁵⁴⁴, ce qui n'existe pas actuellement. Un changement majeur au régime actuel sera le pouvoir du RCM de désigner des entités par ordonnance afin de les soumettre à ses règlements, dont les répertoires des opérations pour la collecte de données nationales, et s'ils sont d'importance systémique, les systèmes de négociation, les chambres de compensation, les organismes de notation, les indices de référence, les intermédiaires, les produits et les

⁵⁴⁰ *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 3, par. 114.

⁵⁴¹ *Loi constitutionnelle de 1867*, préc., note 1, art. 91(2).

⁵⁴² *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 3, par. 121.

⁵⁴³ CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, préc., note 60, p. 4.

⁵⁴⁴ CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux — ébauche aux fins de consultation*, art. 3(1), préc., note 472 : « 3. (1) Dans la présente loi, risque systémique lié aux marchés des capitaux s'entend d'une menace à la stabilité ou à l'intégrité du système financier canadien qui émane des marchés des capitaux, est propagée par leur entremise ou les entrave et qui est susceptible d'avoir des conséquences négatives sur l'économie canadienne. »

pratiques⁵⁴⁵. Cependant, il est prévu que la Banque du Canada continue de superviser les systèmes qu'elle a déjà désignés comme étant systémiquement importants⁵⁴⁶.

Par ailleurs, le gouvernement pourra déléguer au RCM des pouvoirs pour faire des règlements d'application nationale sur le risque systémique et la collection de données nationales ainsi que pour rendre des ordonnances visant les pratiques posant un risque systémique aux marchés⁵⁴⁷. De plus, le RCM pourra rendre une ordonnance d'urgence pour contrer les risques imminents des marchés des capitaux ou une ordonnance temporaire nationale alors que le tribunal constitué pourra émettre une ordonnance de modifier ses pratiques et procédures aux entités désignées systémiquement importantes⁵⁴⁸. Pour la collecte de données nationales, il est prévu que le RCM coordonne ses activités avec les autres régulateurs et qu'il puisse communiquer les renseignements pour favoriser l'efficacité de la réglementation des marchés, mais il aura aussi le pouvoir d'exiger l'information servant à l'exécution de la législation ou à gérer le risque systémique susceptible d'affecter le système financier canadien⁵⁴⁹.

Face à ces projets, les régulateurs provinciaux devront réaffirmer leur rôle primordial dans la régulation des opérations journalières des marchés des capitaux, car, tel que l'affirme le professeur Macintosh, il n'est pas nécessaire d'avoir un régulateur fédéral pour le risque systémique puisqu'il ne se déclenche pas si les régulateurs provinciaux remplissent bien leur mission⁵⁵⁰. D'ailleurs, comme il ne s'agit pour l'instant que de projets de loi non avérés, nous allons nous concentrer sur les régulateurs en présence. Nous verrons d'abord les régulateurs fédéraux, soit la Banque du Canada, surveillant et réglementant les entités d'importance systémique, et le BSIF dans son rôle de régulateur prudentiel des institutions financières canadiennes. L'implication des régulateurs provinciaux, par leurs régimes de divulgation et de surveillance de la conduite des affaires, fera également l'objet de notre présentation de même

⁵⁴⁵ *Id.*, art. 11-33.

⁵⁴⁶ CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, préc., note 472.

⁵⁴⁷ CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Amended Agreement in Principle to Move towards a Cooperative Capital Markets Regulatory System*, 9 juillet 2014, p. 6, en ligne: <<http://www.fin.gc.ca/n14/docs/ccmr-rmc-eng.pdf>> (consulté le 7 septembre 2014).

⁵⁴⁸ CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, préc., note 472.

⁵⁴⁹ *Id.*

⁵⁵⁰ J. MACINTOSH, préc., note 207, à la page 276.

que leurs défis, puisqu'ils ont obtenu le mandat d'élaborer la réglementation du marché des dérivés de gré à gré, et leurs initiatives, dont la création d'un comité ACVM sur les dérivés et la participation aux *Heads of Agencies*. L'implication des régulateurs internationaux sera également étudiée.

3.1.1 Champs de compétence des régulateurs financiers et répartition des pouvoirs

Au Canada, les marchés financiers sont divisés entre divers secteurs de régulation pour assurer la solidité financière des institutions les formant et leur capacité à remplir leurs obligations pour éviter la réalisation du risque systémique. Il s'agit des secteurs bancaires, des valeurs mobilières, de l'assurance, des coopératives de services financiers, de la stabilité du système financier et des politiques monétaires⁵⁵¹, qui sont répartis entre le fédéral et le provincial selon leurs compétences. Pourtant, la séparation entre certains secteurs, dont la régulation bancaire et celle des valeurs mobilières n'est plus si claire puisque certains produits titrisés par les banques, mais vendus sur les marchés des capitaux, par exemple, brouillent la ligne de démarcation⁵⁵². La division sectorielle des régulateurs contribue à la fragmentation de la régulation en ce que la professeure Anand appelle le « regulatory abundance »⁵⁵³.

Pour commencer, la compétence fédérale en matière de réglementation bancaire est principalement dédiée à la prévention du risque systémique par sa dimension prudentielle visant la stabilité des institutions financières et la suffisance de leur capital en plus des efforts de la Banque du Canada pour la stabilité financière des marchés canadiens et l'établissement de politiques monétaires. La stabilité financière est définie comme étant « the resilience of the financial system to unanticipated adverse shocks that enables the continued smooth functioning of the financial intermediation process »⁵⁵⁴.

De son côté, la régulation provinciale des valeurs mobilières vise à protéger les investisseurs

⁵⁵¹ E. J. PAN, préc., note 10, 822.

⁵⁵² A. ANAND, préc., note 505, 942.

⁵⁵³ *Id.*, 976.

⁵⁵⁴ BANQUE DU CANADA, « Financial system review », décembre 2014, p. iii, en ligne : <<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2014/12/fsr-december2014.pdf>> (consulté le 8 février 2015).

et à améliorer l'efficacité des marchés par des exigences de divulgation et d'inscription⁵⁵⁵. Ce faisant, les régulateurs provinciaux préviennent la survenance du risque systémique dans leurs marchés locaux et chez leurs assujettis puisque la stabilité financière est essentielle à l'accomplissement de leur mission afin que les marchés des capitaux ne propagent pas un tel risque. Par ailleurs, l'Autorité régit aussi les coopératives de services financiers et l'assurance.

Ainsi, les régulateurs provinciaux et le BSIF exercent les fonctions microéconomiques et microprudentielles respectivement ainsi que celles de supervision pour prévenir les risques en renforçant les institutions ainsi qu'en encadrant les activités financières. De son côté, la Banque du Canada a un rôle macroéconomique et incidemment macroprudentiel pour la supervision des risques menaçant le système financier en entier afin de protéger l'économie réelle contre des défaillances affectant les services financiers⁵⁵⁶. Or, bien que la Banque du Canada ait les pouvoirs nécessaires pour encadrer les institutions financières, les marchés et les produits représentant un risque systémique, il n'est pas clair qu'elle puisse effectivement identifier les risques macroprudentiels et y répondre puisque, selon le G20, ce type d'encadrement « promotes a system-wide approach to financial regulation and oversight and mitigates the buildup of excess risks across the system »⁵⁵⁷, ce qui requiert la coordination entre les régulateurs financiers du Canada et des outils appropriés. Il semble donc manquer un forum de coordination entre les régulateurs financiers du Canada ayant des objectifs macroprudentiels.

Mentionnons aussi l'apport de l'OCRCVM qui compte réaliser l'évaluation du risque systémique et effectuer son suivi auprès des courtiers membres par son équipe d'inspection⁵⁵⁸. En effet, son dernier plan stratégique affirme l'objectif d'identification et d'évaluation des courtiers membres d'importance systémique et de leurs ententes d'impartition afin de mitiger

⁵⁵⁵ A. ANAND, préc., note 505, 980 et 981.

⁵⁵⁶ P. JENKINS et G. THIESSEN, préc., note 501, p. 1.

⁵⁵⁷ N. LE PAN, préc., note 534, p. 2.

⁵⁵⁸ OCRCVM, *L'OCRCVM publie son Rapport annuel consolidé sur la conformité pour 2014-2015*, 27 janvier 2015, en ligne : <http://www.ocrevm.ca/Documents/2015/48e493e8-48b0-427f-9c90-71baa1d89616_fr.pdf> (consulté le 10 juin 2015).

le risque systémique et protéger les actifs des clients⁵⁵⁹. De plus, certaines initiatives réglementaires pour la liquidité invisible ayant pour conséquence notamment la migration des ordres des marchés opaques vers les marchés visibles⁵⁶⁰, les règles de capital, les règles de marges et le suivi quotidien des activités de négociation assurent la stabilité financière des inscrits ainsi que des marchés financiers canadiens.

Finalement, à ce portrait de la régulation du risque systémique, il faut ajouter les régulateurs internationaux, auprès desquels se regroupent les régulateurs financiers du Canada, servant de forum pour le suivi des avancements réglementaires et l'élaboration de principes globaux. Ils permettent également l'analyse commune des difficultés d'implémentation de la réglementation dans les pays membres. Leur implication dans le processus de réforme réglementaire post-crise est donc essentielle pour répondre aux enjeux que nous soulèverons.

3.1.1.1 Agences fédérales

Le ministère des Finances fédéral, de pair avec la Banque du Canada, le BSIF et la Société d'assurance-dépôts du Canada (ci-après « SADC »), partagent la responsabilité d'une approche systémique permettant de « cerner, évaluer et atténuer les risques qui se posent, tant à l'échelle nationale qu'internationale »⁵⁶¹. Plus particulièrement, le ministre des Finances assure la saine gestion du système financier et réunit les agences fédérales par deux comités de coordination sous sa gouverne. La Banque du Canada a un rôle national, par son siège au CSIF, et à l'international, par sa participation au Conseil de stabilité financière, alors que le BSIF effectue la surveillance des institutions financières fédérales et que la SADC gère le système d'assurance-dépôts fédéral. Complétant le portrait de l'encadrement financier fédéral, l'Agence de la consommation a pour fonction d'informer et de protéger les consommateurs

⁵⁵⁹ OCRCRM, *Strategic Plan 2012-2015*, mai 2014, en ligne : <http://www.iiroc.ca/Documents/2012/a3181ea0-2c4a-4079-a904-ad1a2f75eb75_en.pdf> (consulté le 10 juin 2015).

⁵⁶⁰ OCRCVM, *Incidence des modifications apportées aux règles concernant la liquidité invisible*, en ligne : <http://www.ocrcvm.ca/Documents/2015/d215afed-a01e-453d-8f24-bd8ed2b948bf_fr.pdf> (consulté le 1 août 2015).

⁵⁶¹ BANQUE DU CANADA, « La réglementation du système financier canadien », avril 2012, p. 1, en ligne : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/11/reglementation_system_financier.pdf> (consulté le 14 novembre 2014).

canadiens pour leurs investissements dans des produits et services financiers⁵⁶².

Nous allons nous pencher sur les fonctions de la Banque du Canada et du BSIF qui, par des politiques macroéconomiques, un encadrement solide et des exigences de capital strictes, permettent la gestion du risque systémique des chambres de compensation et des banques respectivement⁵⁶³. Plus précisément, tel que présenté en début de chapitre, alors que la Banque du Canada a désigné des systèmes de compensation et de paiement d'importance systémique, les six grandes banques canadiennes ont été désignées par le BSIF, car la valeur de leurs actifs, la diversité des opérations réalisées et les liens entre elles présagent un risque systémique national si l'une d'elles éprouve des difficultés⁵⁶⁴. Le BSIF leur impose donc des mesures préventives en plus des mesures internationales qu'elles doivent respecter, dont celles du Comité de Bâle.

3.1.1.1.1 Banque du Canada

La Banque du Canada a pour mission de favoriser la stabilité et l'efficacité du système financier canadien⁵⁶⁵. Elle siège au CSIF qui se réunit fréquemment afin de permettre l'échange d'information, la coordination des actions et l'élaboration de conseils pour le gouvernement fédéral en matière d'enjeux relatifs au système financier⁵⁶⁶. En cas de réalisation d'un risque systémique, la Banque du Canada est le prêteur de dernier ressort et le fournisseur de liquidités d'urgence des banques canadiennes⁵⁶⁷. En plus de publier des recherches sur la stabilité et l'efficacité du système financier ainsi qu'une revue bisannuelle évaluant les risques pouvant affecter le système financier, elle participe à divers comités nationaux, dont les *Heads of Agencies*, et internationaux⁵⁶⁸. La réalisation de recherches, d'analyses et d'opinions sur les marchés financiers, rendues publiques, comble une portion du

⁵⁶² *Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière du Canada*, L.C. 2001, c. 9, art. 3.

⁵⁶³ A. ANAND, préc., note 505, 945.

⁵⁶⁴ Yvan ALLAIRE, « Systemic federal risk: Canada has no need of national securities regulator », *Financial Post*, 9 octobre 2013, en ligne : <<http://opinion.financialpost.com/2013/10/09/systemic-federal-risk-canada-has-no-need-of-national-securities-regulator/>> (consulté le 11 novembre 2014).

⁵⁶⁵ BANQUE DU CANADA, préc., note 561, p. 1.

⁵⁶⁶ *Id.*

⁵⁶⁷ BANQUE DU CANADA, préc., note 554, p. iii.

⁵⁶⁸ BANQUE DU CANADA, préc., note 561, p. 2.

rôle d'information nécessaire à la régulation macroprudentielle en permettant la compréhension des enjeux et la discussion de politiques corrélatives à grande échelle⁵⁶⁹.

De plus, la compétence de la Banque du Canada sur les systèmes de compensation et de règlement des valeurs mobilières⁵⁷⁰ lui confère un pouvoir de directive pour maîtriser le risque systémique et le prévenir autant que possible par ses lignes directrices⁵⁷¹. Dans le cadre de cette compétence, la Banque du Canada doit évaluer les institutions des marchés financiers selon le montant des transactions compensées ou réglées, leur rôle important dans les marchés et le montant des obligations des participants canadiens détenues afin de désigner celles pouvant entraîner un risque systémique pour les assujettir à sa supervision avec la permission du ministre des Finances dans l'intérêt public⁵⁷². La Banque du Canada gère le risque systémique des entités désignées par des demandes de renseignements, des directives approuvées par le ministre des Finances sur les actions à éviter ou à prendre pour un meilleur contrôle des risques, l'évaluation des changements importants, la surveillance de l'efficacité par le rapport coûts-efficacité, etc.⁵⁷³ La Banque du Canada impose aux entités désignées les normes internationales de gestion des risques et d'efficacité qu'elle inspecte, dont les « Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers »⁵⁷⁴ du CSPR-OICV.

3.1.1.1.2 Bureau du surintendant des institutions financières

Sous l'aile du ministre des Finances, le BSIF applique des normes microprudentielles basées sur des objectifs assurant la solidité financière de chacune des 403 entités qu'elle surveille, soit : les banques canadiennes et étrangères ainsi que les succursales de banques étrangères, les sociétés de fiducie et de prêt, les associations de coopératives de crédit et de détail, les

⁵⁶⁹ N. LE PAN, préc., note 534, p. 3.

⁵⁷⁰ *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, préc., note 517, art. 6.

⁵⁷¹ BANQUE DU CANADA, « Surveillance et législation », en ligne : <<http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/surveillance-systemes-designes-compensation-reglement/surveillance-et-legislation/#2>> (consulté le 14 novembre 2014).

⁵⁷² *Id.*

⁵⁷³ *Id.*

⁵⁷⁴ *Id.*

sociétés d'assurance-vie, de secours mutuels et d'assurances multirisques⁵⁷⁵. La législation, la réglementation, les lignes directrices et le traitement des demandes d'agrément font partie de son rôle de régulation des activités en valeurs mobilières pour les institutions financières fédérales⁵⁷⁶. Pour la surveillance, le BSIF évalue la solidité des institutions financières fédérales et des régimes de retraite selon leurs risques importants et les pratiques de gestion des risques de même que la gouvernance, tout en effectuant une vigie des facteurs financiers et économiques externes pouvant affecter ces institutions. Il intervient en cas de problème selon ses guides.

Le BSIF partage ses responsabilités d'encadrement des institutions financières fédérales avec l'Agence de la consommation qui vérifie la conduite des affaires et le respect des lois en matière de protection des consommateurs⁵⁷⁷.

3.1.1.1.3 Comités de coordination

Afin d'établir un lien entre les agences fédérales, deux comités de coordination nationaux font rapport au ministre des Finances, soit le CSIF et le Comité consultatif supérieur⁵⁷⁸. Le premier rôle de ces comités est de permettre l'échange d'information en temps opportun entre le ministère des Finances du Canada, le BSIF, la SADC, l'Agence de la consommation et la Banque du Canada sur la réglementation et la surveillance des six grandes banques canadiennes⁵⁷⁹. L'information mise en commun doit servir les fins d'anticipation, d'évaluation et de surveillance du contexte financier et des nouveautés des marchés pouvant affecter la stabilité du système financier canadien⁵⁸⁰. Les deux comités permettent de coordonner les

⁵⁷⁵ CANADA, BSIF, *Qui nous sommes*, en ligne : <<http://www.osfi-bsif.gc.ca/Fra/osfi-bsif/Pages/default.aspx>> (consulté le 14 novembre 2014).

⁵⁷⁶ *Id.*

⁵⁷⁷ CANADA, AGENCE DE LA CONSOMMATION EN MATIÈRE FINANCIÈRE, *Notre mandat*, en ligne : <<http://www.fcac-acfc.gc.ca/Fra/auSujet/Pages/OurManda-Notreman.aspx>> (consulté le 14 novembre 2014).

⁵⁷⁸ CANADA, BUREAU DU VÉRIFICATEUR GÉNÉRAL DU CANADA, *Rapport de la vérificatrice générale du Canada*, 2010, en ligne : <http://www.oag-bvg.gc.ca/internet/Francais/parl_oag_201010_05_f_34288.html> (consulté le 14 novembre 2014).

⁵⁷⁹ *Id.*, par. 5.13.

⁵⁸⁰ *Id.*, par. 5.12.

interventions auprès des banques canadiennes en difficulté⁵⁸¹. Pour les dossiers transfrontaliers, la coordination internationale se fait par le BSIF qui se charge de l'échange d'information avec les régulateurs étrangers⁵⁸².

Plus particulièrement, le CSIF, présidé par le BSIF, tient des réunions trimestriellement, mais elles ont lieu plus souvent en cas de crise afin de permettre la prise de décisions⁵⁸³. Les réunions portent sur des discussions de stabilité financière, sur les enjeux relatifs aux banques, ainsi que sur les répercussions de la situation nationale et internationale sur le système financier canadien pour trouver des solutions conjointement⁵⁸⁴. Le Comité consultatif supérieur, pour sa part présidé par le sous-ministre des Finances, se réunit à trois ou quatre reprises par année⁵⁸⁵. Les questions stratégiques discutées, de l'ordre de modifications législatives ou de l'élaboration d'un cadre réglementaire et de surveillance, influent sur les politiques adoptées⁵⁸⁶.

Pour conclure, ces deux comités nationaux jouent un rôle important de coordination des politiques pour la réglementation prudentielle et la stabilité des marchés⁵⁸⁷. Néanmoins, un tel forum ne semble pas exister sous une forme établie pour la collaboration avec les régulateurs provinciaux qui participent aussi activement à la prévention du risque systémique.

Pour résumer le rôle des agences fédérales en matière d'encadrement du risque systémique, le BSIF est le régulateur prudentiel des institutions financières fédérales qu'il surveille et réglemente quant à leurs activités en valeurs mobilières. La Banque du Canada est responsable de la surveillance du risque systémique pour l'ensemble du système financier, mais supervise spécifiquement la gestion et le contrôle des risques auprès des systèmes de compensation et de règlement qu'elle a désignés en plus de soutenir les banques au moyen de prêts et de liquidité en cas de difficulté. Ces deux organismes jouent un rôle national et international.

⁵⁸¹ *Id.*, par. 5.16.

⁵⁸² *Id.*, par. 5.72.

⁵⁸³ *Id.*, par. 5.16.

⁵⁸⁴ *Id.*, par. 5.15.

⁵⁸⁵ *Id.*, par. 5.17.

⁵⁸⁶ *Id.*

⁵⁸⁷ E. J. PAN, préc., note 10, 827.

3.1.1.2 Régulateurs provinciaux

L'interdépendance des marchés bancaires et des capitaux fait en sorte que le risque systémique n'est pas confiné à l'un ou à l'autre. Ayant étudié la régulation des institutions financières, nous allons maintenant voir l'importance de la régulation du risque systémique en valeurs mobilières qui est incluse, depuis 1998, aux trois objectifs de l'OICV regroupant plus de 90 % des régulateurs de ce secteur⁵⁸⁸. Par ailleurs, deux nouveaux principes de régulation de l'OICV ont été ajoutés en 2010 sur le risque systémique, soit l'utilisation d'un processus de gestion, de mitigation et de contrôle du risque systémique ainsi que d'un processus de révision de la régulation⁵⁸⁹. Cela s'explique par la menace d'un risque systémique lié aux opérations quotidiennes des marchés des capitaux causé par les innovations financières faisant en sorte que la régulation des participants et des nouveaux produits doit être conséquente. La professeure Anand croit également que la mission des régulateurs provinciaux nécessite la surveillance des transactions pouvant affecter la volatilité du marché et résulter en un risque systémique⁵⁹⁰. Néanmoins, peu de régulateurs ont intégré l'objectif de gestion du risque systémique dans leur loi sur les valeurs mobilières quoi qu'il soit dans la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec⁵⁹¹.

L'Autorité a tout de même reconnu le Mouvement Desjardins comme étant une institution financière d'importance systémique interne selon les critères établis par le Comité de Bâle⁵⁹². En conséquence, il est régulé de manière prudentielle selon les directives fondées sur des principes de saines pratiques commerciales et de gestion prudente, ce qui inclut des exigences supérieures au niveau de la capitalisation et de la divulgation⁵⁹³ pour le respect des normes

⁵⁸⁸ A. ANAND, préc., note 505, 980 et 981.

⁵⁸⁹ OICV, préc., note 516, p. 2.

⁵⁹⁰ A. ANAND, préc., note 505, 944.

⁵⁹¹ *Id.*, 941 ; RLRQ, c. I-14.01, art. 2(5).

⁵⁹² AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *L'Autorité identifie le Mouvement Desjardins comme étant une institution financière d'importance systémique pour le Québec*, 2013, en ligne :

<http://www.lautorite.qc.ca/fr/communiqués-2013-autre.html_2013_desjardins-importance-systemique.html> (consulté le 17 novembre 2014).

⁵⁹³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Avis relatif à la désignation du Mouvement Desjardins à titre d'institution financière d'importance systémique intérieure*, 2013, en ligne :

internationales. La surveillance du Mouvement Desjardins par l'Autorité se fait par l'élaboration du profil de risque global de l'institution, l'élaboration du plan de surveillance triennal et la réalisation des travaux de surveillance ainsi que leur suivi⁵⁹⁴.

Outre leur rôle de régulateur prudentiel des institutions financières d'importance systémique interne sur lesquelles ils ont compétence, les régulateurs provinciaux gèrent indirectement le risque systémique par leur régulation des valeurs mobilières comprenant l'émission de titres, la divulgation d'information matérielle, l'inscription des intermédiaires et leur conduite des affaires notamment. Par exemple, le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*⁵⁹⁵ des ACVM sert à prévenir le risque systémique par des exigences de capital et de gestion des risques, car ces derniers peuvent se propager par les intermédiaires vu leurs liens avec les émetteurs et les investisseurs de même que par leurs pratiques de vente⁵⁹⁶. Considérant le rôle de l'intermédiaire dans la transmission des risques, l'OICV est d'avis que la supervision de la conduite des affaires par les régulateurs en valeurs mobilières est essentielle pour éviter que les intermédiaires reçoivent des avantages incitant la vente de produits risqués et pour gérer les conflits d'intérêts⁵⁹⁷. L'OICV prône également la supervision des innovations financières pour évaluer leurs répercussions sur la stabilité financière et les réglementer conséquemment lorsqu'elles impliquent un manque de transparence ou de contrôle des risques⁵⁹⁸.

Pour aller plus loin, puisque la « prévention des risques systémiques par les autorités de valeurs mobilières n'est atteint[e] qu'indirectement, par la poursuite de leur rôle traditionnel de réglementation des transactions particulières »⁵⁹⁹, le professeur Choi propose que la réduction de ces risques nécessite seulement qu'elles entreprennent une approche plus forte

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/assurances-inst-depot/avis-ifis-d-cq_desjardins.pdf> (consulté le 17 novembre 2014).

⁵⁹⁴ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Cadre de surveillance des institutions financières*, 2011, p. 6, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/assurances-inst-depot/cadre-surveillance-2011-fr.pdf>> (consulté le 17 novembre 2014).

⁵⁹⁵ RLRQ, c. V-1.1, r. 10.

⁵⁹⁶ C. FORD et H. GILL, préc., note 495, à la page 160.

⁵⁹⁷ OICV, préc., note 516, p. 2.

⁵⁹⁸ *Id.*, p. 3.

⁵⁹⁹ *Québec (Procureur général) c. Canada (Procureur général)*, préc., note 3, par. 206.

pour atteindre leur mission⁶⁰⁰. C'est-à-dire que si tous les régulateurs provinciaux réglementaient leurs marchés locaux de sorte que les investisseurs aient l'information suffisante sur les risques de leurs investissements, que les transactions soient transparentes et compensées, que les évaluations des agences de notation soient appropriées, etc., alors les marchés seraient efficaces et le risque systémique mitigé sans qu'une perspective nationale soit nécessaire⁶⁰¹. Il ajoute que les régulateurs provinciaux offrent déjà une réponse provinciale aux enjeux systémiques par les politiques réglementaires développées et leur harmonisation pancanadienne par les ACVM, dont l'élaboration d'un cadre commun de réglementation pour les dérivés de gré à gré, en plus du partage d'information entre eux et avec le BSIF⁶⁰². De plus, les régulateurs provinciaux sont impliqués dans la régulation des systèmes de compensation et de règlement puisqu'ils les reconnaissent, ce qui leur permet d'approuver leurs règles⁶⁰³.

Comme la gestion du risque systémique est une hybridation de la régulation locale et nationale, donc provinciale et fédérale, auprès de tous les participants de marché, la réflexion sur la connexion à instaurer entre ces deux paliers est nécessaire, notamment pour permettre la circulation de l'information. À plus haut niveau, les régulateurs sont impliqués auprès d'organisations internationales visant la détermination d'un cadre minimum pour la gestion du risque systémique. En effet, l'OICV indique que les régulateurs en valeurs mobilières doivent entretenir des relations étroites avec les régulateurs nationaux ou internationaux, les banques centrales et les OAR pour suivre les changements apportés par ceux-ci à leur encadrement et bénéficier de leurs initiatives⁶⁰⁴.

3.1.1.3 Régulateurs internationaux

La participation de plusieurs organismes internationaux à la régulation du système financier

⁶⁰⁰ *Id.*

⁶⁰¹ *Id.*

⁶⁰² Stephen CHOI, préc., note 150, p. 5.

⁶⁰³ Stephen CHOI, *Report in Reply to Canadian Bankers Association and Rebuttal to Michel J. Trebilcock's Reply Report*, P.P.G.Q., Vol. XII, S.C.C. No 33718, octobre 2010, p. 3.

⁶⁰⁴ OICV, préc., note 516, p. 3.

mondial a un impact notable sur la gestion du risque systémique puisqu'ils influent sur le cadre réglementaire visant la solidité et la stabilité des marchés. L'importance pour le Canada de s'impliquer auprès de ces régulateurs provient de l'interconnexion de ses marchés avec ceux des autres économies mondiales. Alors que le Canada est représenté au G20 par son premier ministre, ce sont les agences fédérales de régulation financière qui siègent au Conseil de stabilité financière, au Comité de Bâle et à l'Association internationale des contrôleurs d'assurance⁶⁰⁵. Outre l'Autorité qui, de par son rôle de régulateur intégré, participe également à cette association ainsi qu'au Conseil canadien des responsables de la réglementation d'assurance, les autres régulateurs provinciaux se contentent de prendre place à l'OICV ou à divers comités internationaux de régulateurs. Ayant mentionné les objectifs et principes de l'OICV concernant le risque systémique et les critères du Comité de Bâle pour déterminer l'impact systémique interne d'institutions financières ainsi que les obligations corrélatives de solvabilité, nous porterons plutôt notre attention sur le Conseil de stabilité financière et le G20 tout en mentionnant des travaux importants de l'OICV.

Le G20 vise la prise de décisions politiques macroéconomiques sur les marchés et les infrastructures du système financier global⁶⁰⁶. À cet effet, un meilleur encadrement est prévu par les réformes instituées quant aux normes de capital des institutions financières, aux règles visant les agences de notation et à la surveillance des participants non réglementés⁶⁰⁷. Un des apports majeurs du G20 à la régulation du risque systémique est que, dans le cadre de son objectif de renforcer la régulation financière internationale par un agenda des réformes, il prône la réglementation des dérivés de gré à gré pour la mitigation des risques dans ce secteur⁶⁰⁸. Il a aussi été convenu que le Conseil de stabilité financière, créé en 2009 par le G20, collabore avec le FMI pour déclencher des alertes avant la survenance de risques macroéconomiques et qu'il prévoit des mesures pour y remédier⁶⁰⁹.

Le Conseil de stabilité financière rallie les décideurs seniors des banques centrales, des

⁶⁰⁵ CANADA, BSIF, préc., note 575.

⁶⁰⁶ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 33.

⁶⁰⁷ G20, préc., note 500, p. 6.

⁶⁰⁸ *Id.*, p. 1.

⁶⁰⁹ *Id.*, p. 5.

ministères des Finances et de régulateurs financiers provenant des pays du G20, de l'Union européenne et d'autres centres financiers importants avec des organisations internationales établissant des standards de régulation comme le FMI⁶¹⁰. Tout comme pour le G20, les membres du Conseil de stabilité financière prennent des engagements internationaux afin de réaliser des initiatives concertées de régulation du risque systémique. Or, la réalisation de ces engagements au Canada nécessite l'adoption de politiques réglementaires collaboratives de la part des régulateurs pruden­tiels et provinciaux⁶¹¹, puisque ces derniers n'y siègent pas. Précisément, le Conseil de stabilité financière fait la promotion de la stabilité financière globale par la coordination du développement de politiques propres à la réglementation et à la supervision du secteur financier⁶¹² suivant les réformes souhaitées par le G20⁶¹³. L'identification du risque systémique dans le secteur financier global se fait en trois étapes. D'abord, les vulnérabilités du système sont évaluées, puis des politiques internationales sont développées de manière coordonnée et enfin, l'implémentation du cadre élaboré pour la mise en œuvre des réformes souhaitées par le G20 est inspectée dans chaque pays par le Conseil de stabilité financière⁶¹⁴.

Pour les régulateurs en valeurs mobilières, l'OICV a créé un Groupe de travail sur le risque systémique, présidé par l'Autorité et la CVMO, adressant le rôle qu'ils peuvent jouer dans la promotion de la stabilité financière. Ce groupe a aussi défini les défis des membres de l'OICV quant à l'inclusion de la gestion du risque systémique à leur mandat. Un comité axé sur la recherche, dont le rôle est de coordonner la surveillance du risque systémique potentiel dans les marchés des capitaux par les membres, découle de ce groupe de travail et de ses publications sur la mitigation du risque systémique⁶¹⁵. De plus, l'OICV a prévu une évaluation de la conformité des membres avec ses principes sur le risque systémique et la mise à jour de

⁶¹⁰ FINANCIAL STABILITY BOARD, *What we do*, en ligne: <<http://www.financialstabilityboard.org/what-we-do/>> (consulté le 17 novembre 2014) (ci-après « FSB »).

⁶¹¹ Mary CONDON, « Canada's Role in Expanded IOSCO Principles », Toronto Securities Leadership Seminar, juillet 2012, p. 5, en ligne: <https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/News/sp_20120709_canada-role-iosco-principles.pdf> (consulté le 17 novembre 2014).

⁶¹² FSB, préc., note 609.

⁶¹³ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 33.

⁶¹⁴ FSB, préc., note 610.

⁶¹⁵ M. CONDON, préc., note 610, p. 6 ; OICV, préc., note 516, p. 1.

la régulation⁶¹⁶. L'OICV a également créé de nombreux autres comités, dont un sur les marchés émergents et un autre sur les dérivés de gré à gré⁶¹⁷.

En résumé, le G20 a déterminé les besoins de réformes réglementaires que le Conseil de stabilité financière et l'OICV tentent d'élaborer avec leurs membres tout en vérifiant leur implémentation de celles-ci. Les régulateurs internationaux jouent donc un rôle important dans le développement des politiques et dans la coordination internationale des réformes en cherchant à harmoniser les régimes par la coopération. D'autres organisations participent aussi aux réformes réglementaires des systèmes financiers, comme le G8, regroupant des ministres des Finances, dont le but est d'établir des principes communs pour la régulation des marchés financiers afin de limiter la contagion en s'assurant que tous disposent d'un régime robuste⁶¹⁸. Il semble toutefois que ces organisations internationales divisent les fonctions politiques, l'encadrement monétaire, bancaire et les valeurs mobilières. Or, davantage d'efforts conjoints entre ces comités qui se recoupent nous sembleraient opportuns.

3.1.2 Enjeux réglementaires post-crise

Nous avons vu qu'en plus de jouer un rôle important dans la gestion du risque systémique par la régulation des valeurs mobilières et par la surveillance du Mouvement Desjardins en tant qu'entité systémique interne dans le cas de l'Autorité, les fonctions des régulateurs provinciaux ont été augmentées par les engagements du G20 pour l'élaboration d'un cadre de réglementation des dérivés de gré à gré dans une perspective macroprudentielle (c'est-à-dire visant l'ensemble du système financier)⁶¹⁹. Les régulateurs provinciaux font donc face à de nombreux défis pour incorporer la surveillance et la mitigation du risque systémique dans leur régulation des marchés des capitaux suivant la constatation de lacunes réglementaires ayant contribué à exacerber la crise financière. Il leur est alors nécessaire de travailler avec les

⁶¹⁶ M. CONDON, préc., note 611, p. 20.

⁶¹⁷ ACVM, préc., note 504, p. 9 et 10.

⁶¹⁸ A. ANAND, préc., note 505, 979.

⁶¹⁹ M. CONDON, préc., note 611, p. 5 et 6.

banques centrales et les régulateurs prudents en plus de s'inspirer de leurs techniques⁶²⁰ afin de développer des mesures d'évaluation des risques améliorant leur compréhension⁶²¹.

Le processus de réglementation des dérivés entamé en 2009 au Canada a donné lieu à la publication de documents de consultation par les ACVM sur : les référentiels centraux et la déclaration des transactions, la surveillance et application de la loi, la séparation et transférabilité, la dispense d'utilisateurs finaux, la compensation des dérivés de gré à gré et l'inscription⁶²². D'autres consultations, en cours ou futures, concernent les plateformes de négociation⁶²³ ainsi que les exigences de capital et de collatéral pour les transactions non compensées. De plus, les Règlements 91-506 sur la détermination des dérivés et 91-507 les référentiels centraux⁶²⁴ sont en vigueur au Québec, en Ontario et au Manitoba, alors que des modèles de règles ont été publiés pour la compensation par contrepartie centrale et la séparation et transférabilité⁶²⁵. La régulation des dérivés par les ACVM doit donc permettre d'éviter le risque systémique par la transparence et des exigences renforcées tout en adressant les inquiétudes des participants, les intérêts des agences fédérales et les capacités des régulateurs provinciaux, sans oublier de suivre les développements internationaux en la matière. Des enjeux supplémentaires se poseront suite à l'établissement de la réglementation au Canada puisque les régulateurs provinciaux devront se questionner sur le partage international de l'information, la gestion des données acheminées par les référentiels centraux et la manière de les analyser, la surveillance de la conformité à la nouvelle réglementation et les mesures d'application⁶²⁶.

⁶²⁰ ACVM, préc., note 504, p. 7.

⁶²¹ OICV, préc., note 516, p. 3.

⁶²² AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Consultations antérieures – Instruments dérivés*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/consultations-anterieures-instruments-derives-conso.html>> (consulté le 17 novembre 2014).

⁶²³ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Consultations publiques en cours – Instruments dérivés*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/consultations-instruments-derives-corpo.html>> (consulté le 31 janvier 2015); M. CONDON, note 609, p. 13.

⁶²⁴ *Règlement 91-506 sur la détermination des dérivés*, préc., note 206 ; *Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés*, préc., note 206.

⁶²⁵ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Consultations publiques antérieures – Instruments dérivés*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/consultations-anterieures-instruments-derives-conso.html>> (consulté le 8 février 2015).

⁶²⁶ ACVM, préc., note 504, p. 56 et 57.

Puis, la réglementation des dérivés de gré à gré, suite à la dernière crise financière, se joue aussi sur le front international étant donné l'intérêt de développer un cadre réglementaire harmonisé à travers le Canada aligné sur les régimes étrangers pour tenir compte de la réalité des participants de ce marché dont les contreparties sont souvent situées à l'étranger⁶²⁷. L'Autorité a alors pris les devants pour la résolution des enjeux transfrontaliers de la mise en œuvre de la réglementation sur les dérivés en participant à l'*Over-The-Counter Derivatives Regulators Group* qui a publié un rapport pour le G20 sur le sujet⁶²⁸, mais les enjeux internationaux de la réglementation des dérivés demeurent multiples. Il y a la nécessité de tenir compte du fonctionnement du marché global en cherchant une meilleure compréhension des interconnexions de celui-ci, l'intérêt à ce que tous les pays participent à la réglementation de leurs contreparties locales et l'octroi d'équivalences aux régimes étrangers ayant des exigences similaires pour éviter l'imposition d'un double fardeau réglementaire aux participants transnationaux. Ces enjeux et bien d'autres sont discutés par les ACVM et au sein du comité de l'OICV sur la régulation des dérivés de gré à gré, dont font partie l'Autorité et la CVMO, pour la coordination des efforts des régulateurs internationaux dans l'élaboration d'un cadre de supervision et de surveillance. Par exemple, l'OICV a tenu des discussions sur l'implémentation des principes internationaux pour les dérivés de gré à gré quant à la transparence des transactions, les exigences de marges, la compensation et l'accès aux données⁶²⁹.

Outre la réglementation des dérivés, d'autres enjeux de la régulation post-crise financière nécessitent d'être adressés internationalement pour assurer la stabilité financière. Ainsi, de nombreuses réformes doivent être poursuivies concernant, notamment, les infrastructures des marchés financiers, telles les chambres de compensation, selon les principes du CSPR-OICV ainsi que la surveillance de la titrisation par l'évaluation des risques, leur transparence et la standardisation des produits. De même, l'intégrité et l'efficacité des marchés requièrent la

⁶²⁷ J. SARRA, préc., note 490, à la page 119.

⁶²⁸ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *L'Autorité contribue à la réflexion du G20 sur la réforme des dérivés*, novembre 2014, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/nouvelles-2014-conso.html> 2014_l-autorite-contribue-a-la-reflexion-du-g20-sur-la-reforme-des-derives11-11-2014-00-0.html> (consulté le 17 novembre 2014).

⁶²⁹ M. CONDON, préc., note 611, p. 10.

mise à jour constante des outils de surveillance des régulateurs pour faire face aux enjeux technologiques comme les transactions électroniques et celles à haute fréquence ainsi que l'opacité des plateformes alternatives de négociation⁶³⁰.

Du côté des régulateurs provinciaux, leurs réponses aux enjeux réglementaires déclenchés par la crise de 2007 ont été la modification de la réglementation des agences de notation par les ACVM afin d'exiger leur désignation, ce qui implique leur respect d'exigences sur les conflits d'intérêts, la gouvernance, la conduite, la conformité et l'information à divulguer⁶³¹. Des comités des ACVM travaillent également sur les exigences de divulgation et l'émission de produits titrisés⁶³². Enfin, en collaboration avec l'OCRCVM, les ACVM ont établi un règlement pour la gestion des risques des transactions électroniques⁶³³. Ainsi, les régulateurs provinciaux poursuivent l'amélioration de leur régulation en s'adaptant aux marchés internationaux et à leurs innovations pour mieux remplir leurs fonctions.

3.1.3 Innovations

La première innovation est une solution à la division des compétences faisant en sorte que les régulateurs provinciaux n'ont pas de pouvoirs sur les institutions financières fédérales. En effet, le BSIF a mis à jour sa directive B-7 sur les instruments dérivés par l'insertion d'un renvoi au règlement provincial sur la déclaration des données sur les dérivés aux référentiels centraux pour que les transactions de gré à gré des institutions financières fédérales y soient assujetties. Le fait que la conformité aux lignes directrices qui sont applicables à ces dernières exige le respect du règlement provincial permet de contrer l'absence de compétence des régulateurs provinciaux sur ces entités tout en évitant de multiplier les règlements sur un même sujet⁶³⁴. Grâce à la collaboration du BSIF avec des régulateurs provinciaux pour discuter des projets réglementaires en matière de dérivés, leur expertise est partagée et des

⁶³⁰ *Id.*, p. 14.

⁶³¹ *Id.*, p. 16.

⁶³² *Id.*, p. 17.

⁶³³ *Règlement 23-103 sur la négociation électronique*, RLRQ, c. V-1.1, r. 7.1.

⁶³⁴ CANADA, BSIF, *Saine gestion des instruments dérivés*, novembre 2014, en ligne : <<http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/fi-if/rg-ro/gdn-ort/gl-ld/pages/b7.aspx#fnb8>> (consulté le 14 novembre 2014).

accords peuvent être convenus entre les deux niveaux de régulation. Toutefois, les projets législatifs fédéraux instituant le RCM semblent vouloir éliminer la juridiction provinciale pour le marché des dérivés de gré à gré en créant plutôt un pouvoir de réglementation dans la *Loi sur les banques*⁶³⁵, ce qui nuirait à l'apport des provinces en la matière alors qu'elles détiennent l'expertise des marchés locaux et qu'elles jouent un rôle important de prévention des risques pour les intermédiaires.

Une autre innovation est la création des *Heads of Agencies* incluant la Banque du Canada, le BSIF, le ministère des Finances fédéral et les régulateurs du Québec, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique⁶³⁶. Par leurs réunions tenues quatre fois par an, où les discussions portent sur les sujets d'intérêt commun tels le risque systémique et l'avancement de la réalisation des objectifs du G20, les *Heads of Agencies* permettent le partage d'information et la coordination entre les régulateurs provinciaux et les agences fédérales dans le développement de politiques⁶³⁷. Leurs discussions sur les aspects nationaux de la régulation mènent à des actions concertées de manière efficace et coopérative pour améliorer la transparence et s'harmoniser aux règlements internationaux⁶³⁸. Grâce à ce groupe, les intérêts des régulateurs financiers du Canada sont mis en commun et peuvent être rapportés au sein des comités internationaux auxquels chacun participe. Il en résulte que le Canada est déjà doté d'un cadre coopératif regroupant les régulateurs fédéraux et provinciaux sans le RCM.

En particulier, les *Heads of Agencies* collaborent sur une base régulière pour l'élaboration du cadre réglementaire canadien des dérivés puisqu'elles ont obtenu le mandat de remplir les engagements du G20 en réponse à la dernière crise financière⁶³⁹. Pour y arriver, elles ont créé le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré, en 2009, ayant pour mandat de les conseiller et de coordonner les travaux relatifs aux engagements du G20⁶⁴⁰. Ce groupe ad hoc était composé des mêmes agences que les *Heads of Agencies*. Puisque le *Canadian Market*

⁶³⁵ L.C. 1991, c. 46 ; D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 663.

⁶³⁶ *Québec (Procureur général) c. Canada (Procureur général)*, préc., note 3, par. 205.

⁶³⁷ *Id.*

⁶³⁸ Y. ALLAIRE, préc., note 564.

⁶³⁹ *Id.* ; M. CONDON, préc., note 611, p. 11.

⁶⁴⁰ ACVM, préc., note 504, p. 9.

Infrastructure Committee, composé des six grandes banques canadiennes, des courtiers et de participants, a également été appelé à donner son avis sur des aspects de la réglementation, dont la compensation et les référentiels centraux⁶⁴¹, cela renforce la coopération réglementaire entre les régulateurs provinciaux, les agences fédérales et les assujettis.

La troisième innovation, soit le comité des ACVM sur le risque systémique créé en 2009, répond au défi de coordination des régulateurs provinciaux en développant des processus communs identifiant, analysant et gérant le risque systémique dans les marchés canadiens en établissant des recommandations pour répondre à certaines catégories de risques⁶⁴².

En plus de la coordination entre les régulateurs provinciaux, les ACVM ont des relations avec les conseils regroupant les régulateurs des assureurs et ceux des fonds de pension⁶⁴³ notamment par le *Joint Forum*. De plus, le Québec et l'Ontario ont signé un protocole d'entente avec le régulateur américain, la SEC, en 2010, pour la coopération, la consultation et l'échange d'information dans la supervision de leurs entités réglementées communes⁶⁴⁴.

Pour conclure sur les innovations, celles-ci ont bien répondu au besoin de coopération entre les régulateurs provinciaux et les régulateurs prudeniels afin de promouvoir la stabilité financière au Canada, laquelle est nécessaire pour la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés. Or, les régulateurs provinciaux sont aussi bien connectés à leurs pairs à l'étranger ainsi qu'aux régulateurs d'autres secteurs grâce à leur participation à divers groupes.

Finalement, les régulateurs impliqués dans la gestion du risque systémique localement, nationalement et internationalement permettent une approche concertée pour la prévention des risques et de leur propagation. Nous pouvons alors douter de la nécessité d'un nouveau régulateur fédéral du risque systémique détruisant l'encadrement actuel coordonné et fonctionnel dans lequel les *Heads of Agencies* permettent aux régulateurs fédéraux, surveillant

⁶⁴¹ *Id.*

⁶⁴² OICV, préc., note 516, p. 37 ; M. CONDON, préc., note 610.

⁶⁴³ S. CHOI, préc., note 150, p. 108.

⁶⁴⁴ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 418.

l'ensemble du système financier canadien et, plus particulièrement, les six grandes banques canadiennes ainsi que les systèmes de compensation et de règlement, de discuter des enjeux ainsi que de l'implémentation des initiatives internationales avec les régulateurs provinciaux protégeant les investisseurs et les marchés des capitaux. En effet, comme les réformes suivent leur cours, il semble inadéquat de remplacer les régulateurs actuels par le RCM pour poursuivre le travail puisque le modèle utilisé permet de parvenir aux fins désirées. Il n'y a qu'à identifier les aspects perfectibles de celui-ci pour trouver des solutions l'améliorant. Plus particulièrement, comme le risque systémique provient surtout des banques canadiennes, qui sont déjà régulées par le fédéral, il n'est pas nécessaire que celui-ci assimile les fonctions provinciales dans le RCM pour remplir son rôle de régulateur systémique⁶⁴⁵.

3.2 Aspects perfectibles de la régulation

Ensemble, les régulateurs financiers fédéraux et provinciaux devraient détenir l'information suffisante pour assurer la stabilité des marchés et identifier les risques à potentiel systémique avant que leur réalisation ne cause de problèmes sérieux. Toutefois, malgré les innovations présentées, la réalisation de l'objectif de protection du système financier est affectée par l'absence d'entité formelle regroupant les régulateurs de divers secteurs ayant des attentes établies pour la régulation et la supervision macroprudentielle⁶⁴⁶. Il serait donc préférable que les régulateurs financiers mettent davantage en commun les informations à leur disposition⁶⁴⁷ et leurs ressources pour assurer une vigie intégrée alliant leur expertise et leur compétence pour une approche globale préventive et consultative coordonnée.

En plus de l'absence d'une entité canadienne responsable de la gestion du risque systémique, des lacunes ont été soulevées concernant certains champs de la réglementation, comme le marché dispensé, qui nécessitent un encadrement rehaussé puisqu'ils ont contribué à la crise financière en exacerbant l'opacité par un manque de divulgation et de compréhension des

⁶⁴⁵ Y. ALLAIRE, préc., note 564.

⁶⁴⁶ N. LE PAN, préc., note 534, p. 2.

⁶⁴⁷ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 32.

produits⁶⁴⁸. Or, les réformes nationales et internationales abordées à la section des enjeux réglementaires post-crise ne sont toujours pas terminées.

3.2.1 Réformes inachevées

Plusieurs rapports depuis la crise financière de 2007 concluent que le manque de réglementation du secteur des dérivés de gré à gré ainsi que du marché dispensé, incluant les fonds de couverture, a exacerbé la crise en contribuant à l'opacité. Par exemple, le rapport de l'OICV sur la mitigation du risque systémique prône l'importance de la divulgation afin que les régulateurs bénéficient de l'information nécessaire pour comprendre et adresser les risques posés⁶⁴⁹. Plus encore, vu le manque d'information sur les produits complexes, les investisseurs se sont tournés vers les évaluations des agences de notation, se fiant à leur réputation, mais ces dernières étaient empreintes de conflits d'intérêts et ne disposaient pas de suffisamment d'information sur ce qu'elles évaluaient⁶⁵⁰. Ainsi, le manque de transparence dans les marchés dispensés de même que le peu de divulgation pour certains produits vendus aux investisseurs sophistiqués, faisant en sorte que des informations sur les risques n'étaient pas connues ou incomplètes, ont démontré des lacunes dans la réglementation en valeurs mobilières et imposé une réforme⁶⁵¹.

L'un des enjeux qui en découlent est le fait que des produits réglementés par les régulateurs provinciaux, tels que les papiers commerciaux adossés à des actifs, ne sont pas soumis à une surveillance prudentielle. Il n'y a donc pas d'exigences de capital pour la détention de produits complexes. Par contre, la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme est désormais soumise à des conditions plus strictes⁶⁵². Or, il s'avère important de constater que la réglementation de certains produits dans les marchés des capitaux affecte les marchés bancaires puisque les participants et les produits circulent entre ces deux secteurs.

⁶⁴⁸ A. ANAND, préc., note 505, 949.

⁶⁴⁹ OICV, préc., note 516, p. 2.

⁶⁵⁰ A. ANAND, préc., note 505, 944.

⁶⁵¹ *Id.*, 947.

⁶⁵² *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus*, RLRQ, c. V-1.1, r. 21, art. 2.35.1.

L'importance pour les régulateurs provinciaux et les agences fédérales (ci-après « régulateurs financiers canadiens ») de réglementer ces marchés porteurs d'un risque systémique se démontre par leur globalisation faisant en sorte que « si d'autres pays adoptent une réglementation stricte, mais que le Canada n'agit pas, cela pourrait lui valoir une réputation de marché refuge et mener à des arbitrages réglementaires et à la prolifération des activités de négociation risquées au pays »⁶⁵³. De plus, les participants canadiens « pourraient éprouver des difficultés à faire des affaires à l'étranger si leur pays d'origine est réputé avoir un régime réglementaire laxiste »⁶⁵⁴. Il est donc essentiel que les régulateurs financiers canadiens participent aux réformes réglementaires internationales en s'inspirant des approches adoptées par leurs homologues étrangers tout en les adaptant aux particularités des marchés locaux canadiens. En effet, pour que les réformes réglementaires entreprises dans les dernières années, donnant lieu à de nouvelles obligations adaptées à la réalité des marchés, soient efficaces, la coopération entre les régulateurs est essentielle puisque « le marché des capitaux est désormais exposé à des influences extraprovinciales dues à la convergence mondiale et à l'intégration des économies »⁶⁵⁵. Les protections offertes aux investisseurs doivent donc être étendues autant à l'étranger qu'à travers le Canada.

Au-delà des réformes réglementaires actuelles inachevées et des pressions internationales conséquentes, les régulateurs provinciaux ont un rôle constant à jouer dans l'évaluation des marchés, des participants, des activités et des produits nécessitant l'adaptation de la réglementation pour diminuer les asymétries informationnelles entre les émetteurs et les investisseurs de même que pour l'élargissement des champs d'inscription afin d'assujettir les nouvelles disciplines à un corpus réglementaire et à la surveillance. C'est-à-dire que les régulateurs provinciaux doivent demeurer à l'avant-garde des réformes rendues nécessaires par des crises ou prônées internationalement en ayant une meilleure capacité de prévention des risques et de réponse à ceux-ci en comblant les lacunes réglementaires de manière proactive.

3.2.2 Responsabilité diffuse

⁶⁵³ ACVM, préc., note 504, p. 11.

⁶⁵⁴ *Id.*

⁶⁵⁵ *Québec (Procureur général) c. Canada (Procureur général)*, préc., note 3, par. 442.

L'autre difficulté actuelle des régulateurs financiers canadiens est le manque d'assignation formelle des responsabilités pour les politiques prudentielles à un organisme ayant le pouvoir d'imposer des standards minimums applicables à tous les secteurs de l'industrie financière canadienne⁶⁵⁶. Par exemple, alors que la Banque du Canada rend des comptes fréquemment par le biais de rapports, d'audiences devant le Parlement et en répondant aux médias, elle le fait surtout pour ses politiques monétaires et non quant à sa gestion du risque systémique⁶⁵⁷. D'ailleurs, le fait que les banques centrales aient un objectif clair et tangible, comme la fourchette de l'inflation, facilite l'évaluation de l'atteinte de celui-ci ou de l'échec nécessitant d'expliquer pourquoi la cible a été ratée et comment y remédier, contrairement à l'objectif vague de la stabilité financière qui ne peut être calculé⁶⁵⁸. Les régulateurs provinciaux sont également responsables devant leur ministre des Finances et font rapport annuellement au public, mais cela est en tant que responsables de la protection des investisseurs et de l'efficacité des marchés.

Bref, il n'y a pas d'entité ayant la responsabilité d'obtenir et de présenter des résultats pour le risque systémique, car cette fonction est partagée et mêlée aux autres priorités des régulateurs financiers canadiens. Conséquemment, leurs réponses à la crise financière étaient diversifiées, faute d'avoir un organisme obligeant leur coopération et leur coordination pour qu'ils évaluent la situation de pair et prennent des mesures communes, sans nier leur responsabilité⁶⁵⁹.

Nous proposerons donc l'établissement d'une organisation alliant les régulateurs financiers canadiens pour faciliter leur coordination en matière de gestion du risque systémique. Cette organisation aurait la fonction importante de minimiser l'impact de la décentralisation de la régulation en prenant la responsabilité pour l'ensemble qu'il regroupe afin de ne pas exacerber le risque systémique par un manque de coordination⁶⁶⁰. Pour déterminer quel type

⁶⁵⁶ P. JENKINS et G. THIESSEN, préc., note 501, p. 8.

⁶⁵⁷ *Id.*

⁶⁵⁸ *Id.*

⁶⁵⁹ A. ANAND, préc., note 505, 977.

⁶⁶⁰ Jody FREEMAN et Jim ROSSI, « Agency Coordination in Shared Regulatory Space », (2012) 125 *Harvard Law Review* 1131, 1147 et 1148.

d'organisme instituer, nous chercherons les éléments manquants au modèle actuel en étudiant ceux étrangers.

3.2.3 Institutions étrangères manquantes au Canada

Bien que les ACVM soient un forum de discussion et de partage, la limitation des membres aux régulateurs provinciaux et la perspective locale qu'ils adoptent empêchent la considération des aspects macroprudentiels. De plus, les *Heads of Agencies* regroupent plusieurs régulateurs, mais ils ne forment pas une réelle organisation instituée de pouvoirs. Pour sa part, le CSIF, comprenant les régulateurs financiers fédéraux, comporte des obligations de coopération et de partage d'information⁶⁶¹, mais les régulateurs provinciaux n'y participent pas. C'est pourquoi il est utile d'étudier les initiatives d'autres juridictions en guise de référence afin de déterminer ce qu'il manque au modèle canadien pour l'encadrement du risque systémique.

Par exemple, les États-Unis ont aussi un système de régulation financière divisé par secteurs qui inclus cinq agences fédérales supervisant les institutions financières américaines, les participants et les produits offerts sur leur territoire, ce qui peut résulter en des dédoublements dans leurs activités et même causer des incohérences⁶⁶². Un tel modèle fragmenté a d'ailleurs été critiqué parce qu'il ne permet pas la supervision de conglomérats par un même régulateur ni par un groupe de régulateurs⁶⁶³, ce qui fait en sorte que les entités qui les composent sont sous la juridiction de régulateurs différents qui ne font pas de lien entre elles.

Les problèmes de coordination et de partage d'information ont été résolus par le conseil de surveillance de la stabilité financière (ci-après « Conseil américain ») présidé par le secrétaire d'État au trésor et formé de sept membres parmi les directeurs des plus grands régulateurs fédéraux, dont la SEC, et de trois autres provenant des États fédérés⁶⁶⁴. D'autres régulateurs

⁶⁶¹ A. ANAND, préc., note 505, 977.

⁶⁶² J. FREEMAN et J. ROSSI, préc., note 660, 1147 et 1148.

⁶⁶³ *Id.*

⁶⁶⁴ Michael T. CAPPUCCI, « Prudential Regulation and the Knowledge Problem: Towards a New Paradigm of Systemic Risk Regulation », (2014) 9 *Virginia Law & Business Review* 1, 2.

étatiques sont invités, mais ils n'ont pas de droit de vote⁶⁶⁵, ce qui permet le partage d'information entre régulateurs fédéraux et étatiques, des propositions et le suivi de développements réglementaires et l'identification d'entités systémiquement importantes⁶⁶⁶.

Le Conseil américain a été instauré après la crise dans le but d'identifier les risques nuisant à la stabilité financière des États-Unis, de promouvoir la conformité de la conduite des affaires et de répondre aux risques émergents⁶⁶⁷. Il doit également surveiller les institutions d'importance systémique, soit les banques d'investissement et des fonds de couverture, même s'ils échappent à tout autre régulateur et donner l'alerte en cas de déclenchement d'un risque systémique⁶⁶⁸. Pour réaliser son rôle, le Conseil américain impose des tests de résistance aux institutions supervisées pouvant résulter en l'augmentation de leurs réserves, en cas d'insuffisance, ou en la soumission aux règles prudentielles de la Réserve fédérale américaine sur la capitalisation, la liquidité et la gestion des risques⁶⁶⁹. Plus important encore, il a le pouvoir d'établir des standards minimums de conduite et de créer des règles prudentielles pour les banques et autres entités financières d'importance⁶⁷⁰. Enfin, il dispose d'un bureau de recherche produisant annuellement un rapport public sur les données financières fiables des fonds de couverture et sur les transactions de dérivés de gré à gré pour l'identification de risques émergents et la prévention de leur réalisation en perçant l'opacité de ces marchés⁶⁷¹.

Selon certains, un conseil de régulateurs, comme le Conseil américain, permet de remplir plus efficacement le rôle de régulateur du risque systémique qu'un régulateur unique⁶⁷². Or, le Canada n'est pas doté d'un tel type de conseil de surveillance ayant le pouvoir d'effectuer une supervision macroprudentielle de tous les participants représentant un risque systémique et de faire des analyses au niveau pancanadien de tous les marchés financiers en collectant ou en partageant des données de même que d'établir des standards minimaux.

⁶⁶⁵ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 27.

⁶⁶⁶ *Id.*, p. 28.

⁶⁶⁷ M. T. CAPPUCCI, préc., note 664, 2.

⁶⁶⁸ Jean-Marc SURET, *Arguments économiques, risque systémique et réglementation des valeurs mobilières au Canada*, P.P.G.Q., Vol. X, S.C.C. No 33718, 27 octobre 2010, p. 32.

⁶⁶⁹ *Id.*

⁶⁷⁰ M. T. CAPPUCCI, préc., note 664, 2.

⁶⁷¹ *Id.*, 22.

⁶⁷² Eric J. PAN, « Four Challenges to Regulatory Reform », (2010) 55 *Villanova Law Review* 743, 766.

En Europe, la surveillance du système financier a été réformée en 2010 pour la prévention du risque systémique. Deux volets coopérant entre eux ont alors été créés. D'abord, le Système européen de supervision financière comprend les autorités nationales de supervision de même que les autorités européennes de supervision (ci-après « AES ») responsables respectivement du secteur bancaire, des assurances et des pensions professionnelles ainsi que des valeurs mobilières par leur rôle microprudentiel⁶⁷³. Les AES assurent la coopération et l'échange d'information entre les autorités nationales pour une surveillance convergente et coordonnée de la stabilité financière⁶⁷⁴. Elles établissent aussi des normes uniformes pour les États membres favorisant ainsi une application cohérente et une interprétation similaire des règles afin de solutionner les problèmes transfrontaliers⁶⁷⁵. Puis, le Comité européen du risque systémique (ci-après « CERS ») est responsable de la surveillance macroprudentielle du système financier européen en collectant, partageant et analysant des données en plus d'alerter les AES des risques et de leur soumettre des recommandations de mesures correctives⁶⁷⁶. Le CERS est présidé par le président de la Banque centrale européenne et composé de son vice-président ainsi que des gouverneurs des banques centrales des États membres, d'un représentant de la Commission européenne et des présidents des trois AES en plus des directeurs des autorités prudentielles nationales qui sont invités en tant qu'observateurs⁶⁷⁷.

Ainsi, en Europe, les régulateurs en valeurs mobilières conservent leurs compétences, mais leurs règles et la surveillance sont coordonnées par les AES alors que le CERS assure les fonctions d'identification du risque systémique et de partage de l'information. Le pouvoir de gestion des crises est donc davantage entre les mains des banques centrales représentées par le CERS tandis que les autorités nationales microprudentielles ne font que s'harmoniser pour la prévention des risques dans les opérations quotidiennes. En comparaison, le Canada n'est pas

⁶⁷³ COMMISSION EUROPÉENNE, *Rapport de la commission au parlement européen et au conseil sur le fonctionnement des autorités européennes de surveillance (AES) et du système européen de surveillance financière (SESF)*, Bruxelles, 8 août 2014, p. 2, en ligne : <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/committees/140808-esfs-review_fr.pdf> (consulté le 22 novembre 2014).

⁶⁷⁴ *Id.*

⁶⁷⁵ *Id.*

⁶⁷⁶ J.-M. SURET, préc., note 668, p. 31.

⁶⁷⁷ E. J. PAN, préc., note 672, 753.

doté d'une organisation rassemblant les régulateurs canadiens de plusieurs secteurs financiers ayant des pouvoirs pour la cohésion de leurs règles en matière prudentielle ni d'une autre dévouée uniquement à la supervision du risque systémique pour répondre aux crises. Par contre, la structure de supervision européenne est semblable à celle canadienne puisque c'est la banque centrale qui a la responsabilité d'assurer la stabilité du système financier alors que les valeurs mobilières sont réglementées par chaque État membre, comme le font les régulateurs provinciaux au Canada. Donc, même si les marchés des capitaux européens sont parmi les plus intégrés du monde, ils demeurent régulés individuellement par chacun des États et non pas au niveau fédéral de l'Union européenne. Pourtant, l'Europe ne vit pas de débat pour un régulateur unique en valeurs mobilières⁶⁷⁸. Il semble alors que le Canada devrait se doter des institutions dont il est dépourvu pour chapeauter ses régulateurs, comme en Europe, sans modifier pour autant son système provincial de régulation des valeurs mobilières.

Considérant les solutions étrangères, les enjeux du modèle canadien doivent être bien compris pour déterminer les améliorations possibles. Par exemple, sa division par secteurs de l'industrie doit être contrebalancée par l'échange d'information et des rencontres entre les régulateurs pour discuter de supervision ainsi que de coordination afin d'amenuiser l'impact du décloisonnement des institutions financières et la similarité de leurs produits⁶⁷⁹. De plus, la séparation entre les fonctions prudentielles pour la stabilité du système financier et la protection des investisseurs permet d'éviter les conflits d'intérêts entre les deux en cas de crises, mais elle crée un défi de coordination⁶⁸⁰. Or, nous avons constaté, à la lumière des modèles américains et européens, qu'au Canada, les entités résolvant les enjeux d'une structure aux multiples régulateurs du risque systémique sont manquantes. En effet, le Canada est dépourvu d'une organisation rassemblant ses régulateurs financiers et ayant la responsabilité pour la gestion du risque systémique avec des pouvoirs conséquents pour répondre aux crises et formuler des recommandations au gouvernement et aux régulateurs en cas de déclenchement d'un risque systémique. Le système financier canadien est également

⁶⁷⁸ J. MACEY, préc., note 94, p. 24.

⁶⁷⁹ Hadar Yoana JABOTINSKY, « *The Structure of Financial Supervision: Consolidation or Fragmentation for Financial Regulators? A game theoretical perspective* », (2012), Working paper, Bologna University, p. 27, en ligne: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2007856> (consulté le 22 novembre 2014).

⁶⁸⁰ *Id.*

privé d'une entité dévouée à la collecte et au partage de données pour en faire des analyses servant à établir des standards minimaux pour prévenir les risques, laquelle pourrait joindre les données des référentiels centraux obtenues par les régulateurs provinciaux à celles détenues par la Banque centrale.

Pour conclure sur cette section, la coopération est essentielle entre les régulateurs des secteurs bancaires, des assurances et des valeurs mobilières pour surveiller l'ensemble du système financier et discuter avec leurs homologues étrangers afin de déterminer les risques découlant des activités transfrontalières et des marchés étrangers⁶⁸¹. Conséquemment, plusieurs pays ont pris les moyens pour réunir leurs régulateurs afin de coordonner leurs efforts et bénéficier de l'expertise de chacun. Néanmoins, au Canada, il semble manquer une organisation spécialisée dans le risque systémique qui réunirait les régulateurs provinciaux et fédéraux pour coordonner leur régulation afin de prévenir des lacunes réglementaires en plus de permettre une meilleure compréhension du risque systémique pour identifier son émergence hors des champs réglementés en partageant leurs ressources et en mettant en commun leur recherche⁶⁸².

3.3 Pistes de solutions à envisager pour un modèle de régulateur provincial amélioré

Pour que le modèle de régulation des valeurs mobilières soit amélioré, les solutions ne dépendent point qu'il soit national, car un régulateur unique ne pourrait davantage prévenir les crises financières⁶⁸³. De plus, la décentralisation de la réglementation demeure supérieure à un régulateur unique puisque celui-ci pourrait être sujet à des conflits entre les différents objectifs incohérents, complexes et nombreux de la régulation, provenant du fait que « while securities regulation has investor protection as one of its primary mandates, prudential regulation focuses on the stability of financial institutions; the two objectives may not always lead to consistent policy choices »⁶⁸⁴. Enfin, une approche nationale du régulateur crée le risque

⁶⁸¹ *Id.*

⁶⁸² OICV, préc., note 516, p. 12.

⁶⁸³ A. ANAND, préc., note 505, 978.

⁶⁸⁴ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 23.

qu'une erreur ou un manquement aient de grandes répercussions⁶⁸⁵ puisqu'aucun autre régulateur ne pourra combler la lacune, alors que le fait d'être plusieurs permet une diversité de solutions issues des problèmes locaux⁶⁸⁶. En effet, comme l'explique Trebilcock, la décentralisation de la régulation « encourage more sources of policy experimentation and innovation and mitigate the risk of major systemic (nation-wide) policy errors that may be associated with national policy-making »⁶⁸⁷. D'ailleurs, d'une approche décentralisée découlent les bénéfices de l'inefficacité de l'établissement des politiques, car les réponses rapides aux crises sont « destined to be ill-considered, neglectful of process and captive to cognitive blind spots »⁶⁸⁸. Nous devons ajouter à ces bénéfices une meilleure considération des intérêts locaux ainsi que les avantages suivants :

« (1) constructive interagency competition; (2) better expertise in decision making; (3) insurance against any one agency's failure; (4) opportunities for agency compromise; and (5) reduced monitoring costs for political overseers and the public. The first four enhance efficiency and effectiveness, while the last improves accountability. »⁶⁸⁹

Toutefois, le débat entre ces deux approches est futile puisque « toute initiative portant sur les risques systémiques devrait viser les lacunes affectant la réglementation, autant fédérale que provinciale »⁶⁹⁰. Il suffit donc de trouver des moyens de prévention et de gestion des risques efficaces dont des ententes ou des forums permettant que l'information entre les régulateurs des secteurs financiers canadiens et d'ailleurs puisse être partagée facilement, car au niveau réglementaire, peu importe le modèle de régulation choisi, il est essentiel que les régulateurs soient coordonnés entre eux, expertisés et qu'ils aient un mandat clair⁶⁹¹. L'importance de la coordination découle des bénéfices de celle-ci.

« Greater coordination is [...] likely to improve the overall quality of

⁶⁸⁵ H. Y. JABOTINSKY, préc., note 679, p. 12.

⁶⁸⁶ J. MACEY, préc., note 94, p. 38.

⁶⁸⁷ M. J. TREBILCOCK, préc., note 20, par. 19.

⁶⁸⁸ E. SPILKE, préc., note 32, p. 40.

⁶⁸⁹ J. FREEMAN et J. ROSSI, préc., note 660, 1151.

⁶⁹⁰ CANADA, DIVISION DES AFFAIRES JURIDIQUES ET LÉGISLATIVES, *Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières – 2. Aspects constitutionnels*, étude générale n° 2012-29-F, 17 mai 2012, p. 8, en ligne: <<http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/2012-29-f.htm>> (consulté le 22 novembre 2014).

⁶⁹¹ *Id.*, p. 9.

decisionmaking by introducing multiple perspectives and specialized knowledge and structuring opportunities for agencies to test their information and ideas. Coordination instruments can incentivize and equip agencies to monitor each other, which should help to control shirking and drift [...]. In addition, [...] greater coordination will make it harder for interest groups to capture the administrative process or to play agencies against each other. Finally, coordination often will be superior to consolidation and will be an improvement on the informal coordination that occurs as a matter of course in the administrative state. »⁶⁹²

Or, nous avons vu que les aspects de la régulation auxquels les solutions doivent répondre sont le manque de coordination entre les régulateurs fédéraux et provinciaux dans la surveillance, le partage d'information, les prises de décisions et les recommandations en cas de crise pour les marchés bancaires, des capitaux et de l'assurance, car le risque systémique n'est pas limité aux provinces ni aux divers secteurs financiers, ni même au Canada.

Loin de statuer sur une solution quant à l'encadrement des marchés des capitaux, le Renvoi de la Cour suprême, en 2011, a lancé le défi de créer un modèle de régulateur alliant les intérêts locaux et nationaux de manière efficace sans duplication des actions ni chevauchements administratifs par la coopération dans le respect des compétences constitutionnelles⁶⁹³. Plusieurs pistes de réflexion s'offrent alors. D'abord, des recommandations ont été faites pour la création d'un régulateur par pays qui serait responsable de la stabilité du système financier. Il devrait collecter, analyser et rapporter l'information sur les risques entre les institutions financières de même qu'élaborer la réglementation adéquate, dont des normes de capital, et collaborer avec les autres régulateurs pour gérer les crises financières⁶⁹⁴. Puis, il a aussi été proposé que le rôle de gestion du risque systémique soit assumé par les banques centrales, mais séparé des autres secteurs de réglementation des régulateurs⁶⁹⁵. Pour d'autres, le modèle d'un seul régulateur du risque systémique est rejeté en faveur du modèle de concertation, de partage d'information et de recherche comme celui des États-Unis et de l'Europe afin que les

⁶⁹² J. FREEMAN et J. ROSSI, préc., note 660, 1210.

⁶⁹³ D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 693.

⁶⁹⁴ SQUAM LAKE WORKING GROUP ON FINANCIAL REGULATION, « A Systemic Regulator for Financial Markets », 2009, p. 3 et 4, en ligne: <<http://www.cfr.org/financial-regulation/systemic-regulator-financial-markets/p19256>> (consulté le 24 novembre 2014).

⁶⁹⁵ *Id.*

régulateurs en valeurs mobilières puissent contribuer au contrôle du risque systémique⁶⁹⁶.

Vu la décentralisation de la régulation des valeurs mobilières et ses nombreux avantages, nous préférons opter pour le modèle de concertation puisque « ce mécanisme peut parfaitement fonctionner dans le cadre actuel de la réglementation des valeurs mobilières »⁶⁹⁷ où chacun des régulateurs financiers du Canada a des fonctions spécifiques, « all of which are important to the functioning of a financial system and the regulation of the NSR [new systemic risk] »⁶⁹⁸. En ce sens, le Conseil provincial et l'Alberta proposent un modèle alternatif au RCM pour renforcer la collaboration et le partage d'information entre les régulateurs provinciaux et fédéraux en vue d'assurer la stabilité financière en créant, par un protocole d'entente, un comité national du risque systémique responsable de l'identifier et de le mitiger⁶⁹⁹. Enfin, outre le lien entre les régulateurs fédéraux et provinciaux, ce conseil de stabilité financière devrait également établir des ententes de coopération pour assurer la coordination entre les régulateurs. Dans cette perspective, il suffirait d'intégrer les ACVM au CSIF ou d'incorporer les *Heads of Agencies* afin de leur octroyer une réelle structure juridique permettant de créer un conseil de stabilité financière pour le Canada, ce qui constituerait une amélioration de la structure actuelle⁷⁰⁰, car « la coopération entre les régulateurs fédéraux et provinciaux paraît être une meilleure avenue pour superviser et gérer le risque systémique »⁷⁰¹. Néanmoins, ces groupes ayant déjà leurs propres mandats, il serait préférable de constituer une nouvelle entité dédiée spécifiquement à l'encadrement du risque systémique plutôt que de leur octroyer une responsabilité supplémentaire.

Le modèle proposé par le fédéral, dans son projet de loi sur la stabilité des marchés des capitaux, vise des avantages qu'une organisation de concertation, comme un conseil de stabilité financière, offrirait également. Effectivement, en regroupant les régulateurs fédéraux et provinciaux, des décisions de politiques pourraient être négociées et imposées à leurs

⁶⁹⁶ J.-M. SURET, préc., note 668, p. 33.

⁶⁹⁷ *Id.*, p. 34.

⁶⁹⁸ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 24.

⁶⁹⁹ CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 17.

⁷⁰⁰ J.-M. SURET, préc., note 668, p. 33.

⁷⁰¹ S. ROUSSEAU, préc., note 21, p. 233.

juridictions respectives, couvrant alors l'ensemble des marchés canadiens. De même, le partage d'information pourrait être réalisé par la signature d'un protocole d'entente ou par des dispositions législatives le permettant. Alors, les données collectées par chacun seraient mises en commun par des bases de données conjointes ou par un centre de recherche et d'information national institué au sein de l'organisation créée. De son côté, un régulateur fédéral ne peut réaliser son rôle sans les données provinciales, car il lui en coûterait trop cher de dupliquer celles-ci par sa propre administration, ce qui serait d'ailleurs inutile s'il ne peut intervenir pour répondre aux risques identifiés⁷⁰². Or, un régime fédéral ne pourrait interférer avec les compétences provinciales en valeurs mobilières ni assurer la stabilité des marchés financiers sans elles. Autrement, un modèle fédéral, proposé dans la doctrine, répondant à ces enjeux serait un centre national d'information réglementaire sur le risque systémique recevant les données des régulateurs provinciaux sur les opérations quotidiennes des marchés des capitaux et instituant les standards minimums devant être intégrés à la réglementation en plus d'imposer des objectifs définis⁷⁰³.

Outre les deux possibilités que nous étudierons, soit le Conseil de stabilité financière canadien (ci-après « Conseil canadien ») et le Centre national d'information réglementaire sur le risque systémique (ci-après « Centre d'information »), il semble que les autres solutions doctrinales doivent être repoussées puisque toute organisation responsable du risque systémique implique nécessairement les régulateurs fédéraux et provinciaux. Cela exclut donc la possibilité d'octroyer cette responsabilité à l'un des régulateurs prudeniels existants spécialisés uniquement dans les activités des institutions financières et sujets à des conflits d'intérêts. Nous verrons aussi l'importance des régulateurs provinciaux dans la prévention du risque systémique et comment l'améliorer par une réglementation ainsi qu'une surveillance étendues.

3.3.1 Régulateur du risque systémique : Conseil de stabilité financière canadien ou Centre réglementaire national d'information sur le risque systémique?

⁷⁰² D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 682.

⁷⁰³ *Id.*, p. 688.

Comme nous l'avons vu, trois pans de la régulation doivent être couverts pour un encadrement optimal⁷⁰⁴. Il s'agit de la stabilité macroéconomique par les banques centrales, la régulation microprudentielle pour la solidité des institutions financières, et la conduite des affaires pour la protection des investisseurs. Or, ces types de régulation disposent chacun de leur propre régulateur puisque les objectifs sous-jacents nécessitent des approches et des stratégies réglementaires différentes⁷⁰⁵. La réforme de la gestion du risque systémique doit donc porter sur la relation entre les régulateurs financiers afin de favoriser leur coopération pour la prévention des risques et de leur transmission de même que pour assurer un contrôle concerté résultant d'échanges d'information et de consultations⁷⁰⁶. En effet, plusieurs auteurs sont d'avis que la coordination entre les multiples régulateurs financiers du Canada (fédéraux, provinciaux et la Banque du Canada), serait supérieure à la seule contribution des régulateurs prudents pour la supervision et la régulation du risque systémique⁷⁰⁷. Néanmoins, sans obligation légale, il est peu probable que les régulateurs fédéraux coopèrent volontairement avec les régulateurs provinciaux pour les décisions relatives à la stabilité des marchés⁷⁰⁸.

Nous examinerons donc deux possibilités de réforme. D'abord, nous réitérerons la proposition de l'Alberta et du Conseil provincial prônant la création d'un comité national formel et distinct sur le risque systémique, soit le Conseil canadien, comme alternative au RCM pour assurer une surveillance nationale sans affecter le rôle des régulateurs provinciaux⁷⁰⁹. Puis, certains auteurs avancent la possibilité de créer un régulateur fédéral centralisé ayant pour seules fonctions la collecte et l'analyse de données nationales ainsi que d'instaurer des standards minimaux réglementaires dont il vérifierait l'implémentation.

3.3.1.1 Conseil de stabilité financière canadien

Plus particulièrement, le Conseil canadien indépendant serait responsable, par sa loi

⁷⁰⁴ E. J. PAN, préc., note 10, 805.

⁷⁰⁵ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 7.

⁷⁰⁶ A. ANAND, préc., note 505, 979.

⁷⁰⁷ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 34.

⁷⁰⁸ A. ANAND, préc., note 505, 979.

⁷⁰⁹ J. LANGTON, préc., note 437.

constitutive, de la gestion du risque systémique en disposant de pouvoirs d'action conséquents et en établissant des politiques macroprudentielles. C'est-à-dire que le Conseil canadien s'entendrait sur le capital adéquat, les politiques d'investissement et les ratios de prêts autorisés en plus de décider de l'octroi de prêts de dernier ressort en cas de crise et de sauvetage d'institutions ou encore de l'émission de liquidité supplémentaire, etc.⁷¹⁰ Les politiques macroprudentielles élaborées adresseraient les tests de résilience des modèles des participants afin d'augmenter leur fréquence ainsi que le niveau de risque auquel ils doivent résister en fonction de la concentration de leur exposition⁷¹¹. De plus, elles devraient favoriser une divulgation plus complète aux contreparties et aux régulateurs de la nature et la taille des interconnexions avec d'autres participants du marché réglementé ou non⁷¹². En outre, les fonctions macroprudentielles relèveraient de la préparation d'un plan d'intervention entre les régulateurs financiers canadiens pour répondre à un cas de défaut d'institutions financières d'importance systémique en tenant compte des ressources nécessaires. Il faudrait également établir un cadre d'analyse du risque systémique incluant la supervision des marchés non réglementés comme les fonds de couverture, ce qui nécessiterait parallèlement la collection de données pertinentes pour leur analyse⁷¹³. Or, ceci représente un grand défi, car « good macro data on, and monitoring of, various measures of leverage at both the domestic and international level are virtually nonexistent, and monitoring and stress testing to explore the risks in concentrations could improve materially »⁷¹⁴. Ainsi, le Conseil canadien aurait des objectifs macroprudentiels clairs de « monitoring, stress testing, further risk proofing key market infrastructure, and better understanding interconnections, without fundamental mandate changes »⁷¹⁵ des régulateurs actuels afin d'ajouter une dimension à la régulation sans qu'il s'agisse d'un dédoublement des fonctions existantes.

Doté d'objectifs macroprudentiels, le Conseil canadien permettrait l'apport de chacun des régulateurs financiers canadiens à la prise de décision de ses homologues dans leurs fonctions en discutant des orientations et en mettant informations et ressources en commun pour faciliter

⁷¹⁰ E. J. PAN, préc., note 672, p. 761.

⁷¹¹ N. LE PAN, préc., note 534, p. 5.

⁷¹² *Id.*

⁷¹³ *Id.*, p. 6.

⁷¹⁴ *Id.*, p. 6.

⁷¹⁵ *Id.*, p. 16.

leurs mandats respectifs⁷¹⁶. En effet, pour exercer ses activités, le Conseil canadien siègerait en tant que forum de discussion dans lequel « different points of view can be brought to the table and considered, after which each participant would act in its own sphere »⁷¹⁷ en ayant l'information nécessaire provenant de l'expertise de chacun. Par contre, ce conseil ne pourrait affecter la réalisation du mandat de chacun, car il n'aurait pas préséance sur leurs fonctions⁷¹⁸.

Pour ce qui est de la composition du Conseil canadien, il comprendrait la Banque du Canada, le BSIF, la SADC et les ACVM qui auraient chacun un siège et se réuniraient fréquemment avec le ministère des Finances, le président, afin de réconcilier les opinions diversifiées des régulateurs⁷¹⁹ puisque les objectifs de protection des épargnants peuvent être contradictoires à la stabilité des institutions financières. C'est pourquoi chacun des régulateurs conserverait son mandat et ne pourrait se faire imposer de règles ou de décisions par le Conseil canadien dans ses fonctions. En effet, les régulateurs porteraient un autre chapeau lorsqu'ils siègeraient au sein du Conseil canadien, car ils partageraient alors un objectif commun de prévention du risque systémique, servant indirectement à la réalisation de leur mission fondamentale propre, par la mise en commun des informations et des efforts, ce qui est dans l'intérêt de chacun. Pour ce faire, il faudrait effectivement que les ACVM aient leur place à table pour discuter des enjeux relatifs aux participants qu'elles surveillent⁷²⁰ et pour partager l'information concernant leurs marchés locaux afin de mieux déterminer les vulnérabilités et les interconnexions entre les secteurs financiers ainsi que leur impact sur l'économie réelle⁷²¹. D'une manière plus simple, plutôt que de créer une nouvelle entité pour former le Conseil canadien, il serait possible d'inclure les ACVM au CSIF ou d'instaurer un comité formel des *Heads of Agencies*, qui n'incluent toutefois que quatre des régulateurs provinciaux⁷²², en leur octroyant un mandat clair de régulation et de supervision macroprudentielle⁷²³. Toutefois, nous croyons qu'il serait préférable de créer une entité distincte pour chapeauter les régulateurs financiers canadiens en

⁷¹⁶ *Id.*, p. 17.

⁷¹⁷ *Id.*, p. 15.

⁷¹⁸ *Id.*, p. 16.

⁷¹⁹ *Id.*, p. 17.

⁷²⁰ S. CHOI, préc., note 602, p. 3.

⁷²¹ OICV, préc., note 516, p. 3.

⁷²² S. CHOI, préc., note 602, p. 3.

⁷²³ P. JENKINS et G. THIESSEN, préc., note 501, p. 3.

matière de risque systémique seulement afin d'assurer la responsabilité, la légitimité et la compétence spécialisée du Conseil canadien, ce qui nécessite un forum spécifique.

En plus de ce bras décisionnel, tel un conseil d'administration, il serait nécessaire que le Conseil canadien dispose d'employés pour réaliser les fonctions qui lui sont propres en matière macroprudentielle. À cet effet, les membres du Conseil canadien délègueraient des employés pour travailler au sein de celui-ci afin que la mise en commun des ressources provenant de divers secteurs de régulation permette de faire éclater la structure en silos pouvant mener à des échecs de coordination⁷²⁴ entre les régulateurs dans l'encadrement du risque systémique.

Outre sa composition, la loi constitutive du Conseil canadien, préférée au protocole d'entente entre les régulateurs proposé par le Conseil provincial, établirait son mandat, ses pouvoirs, sa responsabilité et l'obligation de publier ses politiques pour commentaires ainsi que ses résultats⁷²⁵. Plutôt que de fonctionner par une simple entente de coopération entre les régulateurs financiers canadiens, la création du Conseil canadien, sous une forme permanente, aurait pour avantage de responsabiliser celui-ci directement pour ses fonctions de coordination réglementaire et de partage de l'information parce qu'il devrait faire un rapport public annuel sur ses activités. La responsabilisation du Conseil canadien à titre de régulateur macroprudentiel nous semble préférable à l'octroi d'un fardeau au gouvernement qui prendrait davantage de temps pour agir ou à la banque centrale dont la réputation pourrait être affectée⁷²⁶. De plus, cette structure octroyant une autorité légale indépendante au Conseil canadien serait supérieure aux comités permettant uniquement le contact entre divers représentants de certains régulateurs ou aux ententes pour le partage d'information et même à la coordination réglementaire volontaire⁷²⁷. Cependant, ses membres seraient chacun responsables de leur apport au Conseil canadien ainsi que des actions et des décisions prises

⁷²⁴ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 26.

⁷²⁵ P. JENKINS et G. THIESSEN, préc., note 501, p. 12.

⁷²⁶ *Id.*, p. 13.

⁷²⁷ E. J. PAN, préc., note 10, 861.

en fonction de cet apport⁷²⁸. En bref, le Conseil canadien offrirait une structure pour la coordination des politiques réglementaires, le partage d'information et la coopération puisque les régulateurs prudents, ceux de la conduite des affaires et de la stabilité du système financier seraient liés par la mission de ce forum conjoint et, conséquemment, responsables de l'atteinte des objectifs ou de leur échec.

Puis, le professeur Pan explique que les critères de l'efficacité, de la compétence et de la légitimité s'ajoutent à la responsabilisation, que nous venons de voir, pour obtenir un système de régulation optimal⁷²⁹. Pour remplir le premier critère, la structure choisie doit permettre d'atteindre les objectifs de prévention du risque systémique de manière efficace en évitant les dédoublements, par exemple en incorporant par référence la réglementation d'un autre régulateur, comme nous l'avons vu par la directive B-7 du BSIF sur les dérivés. Ainsi, pour assurer leur efficacité, les régulateurs rassemblés par le Conseil canadien décideraient conjointement des mesures à prendre pour une approche concertée afin d'éviter les contradictions, les approches multiples et l'utilisation inefficace des ressources réglementaires. De plus, les membres du Conseil canadien établiraient des standards minimums qu'ils incorporeraient à leur corpus normatif propre en matière prudentielle, de stabilité financière ou de conduite des affaires afin de les faire appliquer à travers les marchés canadiens pour augmenter les chances de prévenir le risque systémique⁷³⁰. Enfin, pour que les politiques macroprudentielles soient efficaces, le seuil nécessaire des standards prudents de capital et de liquidité serait basé sur des analyses des chocs potentiels et sur des tests des risques confinés aux infrastructures de marché, dont les chambres de compensation et les bourses⁷³¹.

Quant au second critère, l'exigence de compétence pour gérer les crises est nécessaire à la réalisation des fonctions consultatives permettant au Conseil canadien de faire des recommandations aux régulateurs le composant et aux gouvernements ainsi que de consulter l'industrie en la matière. La mise en commun de l'expertise de chacun et de leurs outils et

⁷²⁸ N. LE PAN, préc., note 534, p. 12.

⁷²⁹ E. J. PAN, préc., note 10, 808.

⁷³⁰ *Id.*, 821.

⁷³¹ P. JENKINS et G. THIESSEN, préc., note 501, p. 6.

ressources assure un haut niveau de compétence.

Pour le dernier critère, le Conseil canadien serait légitime auprès des institutions canadiennes et de ses homologues internationaux de sorte que les enjeux lui seraient soumis et que la responsabilité lui incomberait⁷³² puisqu'il serait institué par une loi et qu'il comprendrait les régulateurs dont la réputation est déjà faite. Il pourrait représenter les intérêts canadiens auprès des groupes internationaux en rassemblant les régulateurs financiers du pays sous son aile, incluant les ACVM inc., proposées précédemment. En effet, comme le risque systémique s'étend au-delà des frontières, le Conseil canadien doit également offrir une fenêtre pour la coordination avec les régulateurs étrangers et internationaux afin de comprendre les risques externes pouvant affecter le système financier canadien et repérer les lacunes de régimes étrangers pouvant propager des risques et procurer des opportunités d'arbitrage⁷³³.

Pour compléter cette première solution, il faut considérer le fait que les données des régulateurs provinciaux sur les émetteurs, les distributions de titres et les marchés des capitaux en général sont essentielles, car la régulation du risque systémique nécessite de connaître les caractéristiques du système financier canadien et de comprendre les connexions entre les participants ainsi que les facteurs de risque⁷³⁴. Or, afin que l'information soit mise en commun pour les analyses et que les systèmes de traitement de l'information soient supportés par l'ensemble des régulateurs financiers canadiens, un centre d'information et de recherche pourrait appartenir au Conseil canadien. Cela éviterait aussi aux participants de rapporter leurs données à plusieurs régulateurs.

3.3.1.2 Centre réglementaire national d'information sur le risque systémique

Dans un autre ordre d'idée, des auteurs ont proposé un modèle alternatif, soit le Centre d'information sur le risque systémique, pouvant influencer sur la régulation des valeurs mobilières sans que ses actions mènent à des chevauchements à débattre au niveau

⁷³² E. J. PAN, préc., note 10, 809.

⁷³³ A. ANAND, M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, préc., note 491, p. 32 et 33.

⁷³⁴ C. FORD et H. GILL, préc., note 495, aux pages 168 et 169.

constitutionnel et sans directement créer un quatorzième régulateur pour les marchés des capitaux puisqu'il s'agirait plutôt d'un régulateur chapeautant les autres régulateurs⁷³⁵. Plus précisément, celui-ci aurait le pouvoir d'exiger des informations sur les marchés des régulateurs provinciaux dans une forme prédéfinie permettant leur comparaison en plus d'établir des objectifs ainsi que des exigences réglementaires comme standards minimaux que les régulateurs incorporeraient à leur réglementation⁷³⁶. Ainsi, les objectifs et l'information seraient centralisés, mais l'application se ferait localement, laissant alors aux régulateurs la possibilité d'expérimenter diverses façons d'atteindre les objectifs requis⁷³⁷.

Le Centre d'information évaluerait le respect des objectifs par les régulateurs provinciaux tout en les comparant pour déterminer ceux dont les stratégies ont produit les meilleurs résultats par l'analyse de l'information acheminée par ceux-ci sur les chambres de compensation, les bourses, les référentiels centraux, les titres, les émetteurs, les produits d'investissements, les inscrits, etc.⁷³⁸ Il vérifierait aussi quels régulateurs n'atteignent pas les standards déterminés. Ce modèle a pour avantage d'éviter une déréglementation par ses standards minimaux applicables à tous, tout en instaurant une compétition entre les régulateurs pour déterminer les meilleurs moyens d'atteindre les objectifs fixés. Par contre, les bénéfices de la concertation sont absents de ce modèle. Il s'agit d'une approche où le fédéral aurait le pouvoir décisionnel et le défi de traiter les données de manière efficace pour une prévention et une détection réelles du risque systémique sans que les régulateurs financiers canadiens soient nécessairement consultés alors que des objectifs, créant de la compétition, leur seraient imposés, ce qui nuirait à la coopération et à l'harmonisation.

En résumé, ces deux modèles proposent une nouvelle entité surveillant l'ensemble des marchés financiers canadiens en coordonnant la régulation du risque systémique émergeant des opérations quotidiennes des marchés des capitaux et des institutions d'importance systémique. Toutefois, dans le cas du Centre d'information, le rôle de la banque centrale, en

⁷³⁵ D. JOHNSTON, K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, préc., note 25, p. 688.

⁷³⁶ C. FORD et H. GILL, préc., note 495, à la page 177.

⁷³⁷ *Id.*, à la page 180.

⁷³⁸ *Id.*

tant que surveillant de la stabilité du système financier, pourrait être diminué, car ses informations seraient envoyées au Centre d'information, mais son expertise pour l'analyse macroéconomique et son expérience des marchés ne serait pas utilisée par celui-ci. De plus, cette solution n'est que partielle, car bien qu'elle permette la compréhension des interrelations entre les participants et l'identification du risque systémique, elle ne procure pas un forum pour formuler des recommandations et prendre des décisions conjointement, par le partage des connaissances spécialisées, en cas de réalisation d'un risque. En outre, dans les deux modèles, la détermination de standards minimums à imposer à l'ensemble des marchés améliorerait leur efficacité si les politiques sont axées sur la transparence, la dissémination de l'information, la solidité des infrastructures de marchés, la liquidité et la diminution des chocs⁷³⁹.

Nous préférons toutefois la création d'un Conseil canadien qui semble une solution plus adéquate, car il bénéficierait de la consultation de chacun des régulateurs, permettant ainsi une prise de décision concertée échappant aux risques d'erreurs et de capture d'un régulateur unique. Idéalement, les activités du Centre d'information pourraient être intégrées au Conseil canadien qui le chapeauterait afin que les deux solutions puissent coexister. De plus, nous croyons que le Conseil canadien permettrait une meilleure représentativité internationale puisqu'il pourrait coopérer avec ses homologues étrangers et être représenté au sein des comités internationaux par les régulateurs financiers canadiens le composant. En effet, la gestion du risque systémique implique de collecter et de partager l'information pertinente avec ses homologues pour cerner le marché interconnecté⁷⁴⁰. Dans ce contexte, le Conseil canadien est une option pour assurer à la fois les bénéfices de la décentralisation tout en permettant la coordination entre les régulateurs financiers canadiens, mais il doit être peaufiné par des relations internationales et nationales avec d'autres régulateurs non inclus à ce forum.

En effet, la participation des régulateurs financiers canadiens aux comités internationaux ainsi qu'à la conclusion de protocole d'entente est essentielle pour établir des procédures communes limitant la duplication et les engageant à une responsabilité partagée pour certaines

⁷³⁹ M. T. CAPPUCCI, préc., note 664, 32.

⁷⁴⁰ A. ANAND, préc., note 505, 980.

fonctions⁷⁴¹. Cela touche notamment la surveillance d'infrastructures de marché situées à l'étranger, mais reconnues par les régulateurs provinciaux et le partage d'information sur des participants locaux qui sont en la possession des régulateurs étrangers ou d'infrastructures sous leur juridiction. À ce jour, les régulateurs provinciaux ont démontré leur dynamisme par la conclusion de protocoles d'entente nationaux et internationaux de même que par leur participation à de nombreux groupes de travail internationaux pour une meilleure compréhension du marché et un renforcement de l'encadrement. Peu d'améliorations seraient alors nécessaires à cet égard outre, peut-être, un rôle pour le Conseil canadien à l'échelle internationale, comme suggéré pour les ACVM inc., en favorisant l'échange des points de vue des régulateurs le composant sur les enjeux afin qu'ils représentent davantage la position canadienne et permettent le partage de l'information provenant des comités auxquels chacun participe. Autrement, une vigie internationale réglementaire pourrait être créée, par le biais du Centre d'information annexé au Conseil canadien, pour colliger et assurer le partage de l'information notamment sur les développements internationaux. Ainsi, il serait possible pour les régulateurs financiers du Canada d'être unis dans leur diversité.

Pour terminer sur le sujet du régulateur du risque systémique opportun pour la stabilité des marchés financiers canadiens, l'important est de favoriser la coopération entre les régulateurs financiers canadiens pour une surveillance globale des risques et une gestion concertée de ceux-ci, ce qui serait supérieur à une action unilatérale du gouvernement fédéral⁷⁴². Nous avons alors proposé d'instituer un Conseil canadien ayant la responsabilité formelle pour l'élaboration de politiques macroprudentielles visant à contrer le risque systémique grâce aux outils et aux connaissances spécialisées des régulateurs qui le composeraient. Par l'alliance des régulateurs provinciaux, de la banque centrale et des régulateurs prudents des institutions financières, le Conseil canadien détiendrait suffisamment d'information pour détecter le risque systémique et y répondre de manière coordonnée avant qu'il n'en résulte une crise. Avec l'ajout d'un Centre d'information pour la collecte des données des régulateurs, le Conseil canadien pourrait se pencher sur les risques potentiels issus des connexions entre les

⁷⁴¹ J. FREEMAN et J. ROSSI, préc., note 660, 1161.

⁷⁴² Stéphane ROUSSEAU, « Endgame: the Impact of the Supreme Court's Decision on the Project to Create a National Securities Regulator », (2012) 52 *Can. Bus. L. J.* 186, 189.

divers acteurs du système financier. Finalement, une combinaison de l'approche macroprudentielle pour agréger les données et les analyser à des fins de compréhension des facteurs de risque ainsi que l'établissement de standards minimums pour l'ensemble des marchés en plus de la régulation actuelle macroéconomique, microprudentielle et de la conduite des affaires, assurerait la confiance dans les marchés financiers.

3.3.2 Rôle des régulateurs en valeurs mobilières

Par l'information détenue sur leurs marchés locaux et l'expertise qu'ils partagent avec leurs homologues, notamment par le comité des ACVM sur le risque systémique, leurs règlements visant la transparence et la divulgation d'information par les émetteurs ainsi que leur surveillance de la conduite des affaires des inscrits, les régulateurs provinciaux permettent indirectement de mitiger le risque systémique⁷⁴³. Cependant, il faudrait leur ajouter des pouvoirs d'urgence en cas de crise, des mesures de prévention de la transmission des risques entre les participants et les institutions de même que des règles prudentielles d'organisation et de gouvernance pour une protection efficace⁷⁴⁴. Par ailleurs, puisqu'il y a des lacunes réglementaires en valeurs mobilières, il est nécessaire de compléter les réformes en cours sur l'encadrement des marchés dispensés, des dérivés et des agences de notation pour que tous soient assujettis à des normes de transparence et de divulgation.

Les régulateurs provinciaux devront ainsi étendre le champ de leur supervision pour bien jouer leur rôle de régulateur microéconomique en assurant la protection de leurs marchés locaux afin d'éviter l'émergence de risques dans ceux-ci. À cet effet, l'OICV entrevoit des changements nécessaires pour un encadrement axé sur la compréhension des risques potentiels provenant des innovations financières dans le but de les réglementer de manière adéquate⁷⁴⁵. L'augmentation des ressources pour la supervision du développement des marchés, afin d'identifier les risques émergents, serait donc nécessaire pour prévenir les participants avant la réalisation des risques et travailler avec eux pour les contrer en adoptant une approche

⁷⁴³ OICV, préc., note 516, p. 3.

⁷⁴⁴ *Id.*, p. 40.

⁷⁴⁵ *Id.*, p. 3.

collaborative et proactive. Également, pour la protection des marchés locaux, les régulateurs provinciaux doivent être à l'affût des indications des régulateurs prudents sur des types de transactions plus risquées⁷⁴⁶, ce qui serait possible par la création du Conseil canadien.

Bref, le rôle traditionnel des régulateurs en valeurs mobilières est pertinent à la protection des marchés contre le risque systémique dans la mesure où leurs règles s'adaptent aux nouveaux produits et aux tendances des marchés tout en suivant les réformes internationales, car ils assurent la divulgation de l'information sur les titres pour que les investisseurs en déterminent la juste valeur et surveillent la conduite des affaires des inscrits pour éviter les défaillances et minimiser les perturbations ainsi que les pertes aux investisseurs. En plus de la réforme des politiques réglementaires, une vigie accrue du risque systémique potentiel des marchés locaux est nécessaire et doit s'ajouter au mandat des régulateurs depuis l'ajout de principes en ce sens par l'OICV. En effet, puisque nul ne peut complètement empêcher la survenance du risque systémique, l'adoption d'un modèle d'encadrement par les régulateurs en valeurs mobilières pour mieux comprendre les risques inhérents aux transactions sous leur juridiction et les facteurs les déclenchant permettrait d'alerter les participants ou d'autres régulateurs lorsque nécessaire⁷⁴⁷. Cependant, porter plusieurs chapeaux constitue un défi important pour les régulateurs provinciaux devant balancer les objectifs de la régulation dans le cas où ils pourraient mener à des résultats différents⁷⁴⁸.

Dans tous les cas, les régulateurs en valeurs mobilières ne sont pas les seuls responsables pour la réduction du risque systémique, mais ils ne peuvent non plus ignorer leur rôle important en la matière. La remise des fonctions de gestion du risque systémique au Conseil canadien envisagé, quant à la collecte et à l'analyse des données, les alertes, l'élaboration de politiques macroprudentielles et la coordination, permettrait de séparer cette mission des autres types de régulation sous la compétence exclusive des régulateurs actuels. De plus, un siège au Conseil canadien leur donnerait l'occasion de participer aux objectifs de stabilité des marchés

⁷⁴⁶ S. CHOI, préc., note 150, p. 4.

⁷⁴⁷ A. ANAND, préc., note 505, 980.

⁷⁴⁸ E. J. PAN, préc., note 10, 860.

influençant l'accomplissement de leur propre mandat⁷⁴⁹. Ainsi, le système de régulation décentralisé du Canada nécessite un forum pour la coordination des régulateurs, tel le Conseil canadien, ainsi que la proactivité des régulateurs dans la réalisation de leur mandat pour être à l'affut des risques.

Pour terminer ce second chapitre, les régulateurs provinciaux, les régulateurs pruden­tiels et les banques centrales partagent la responsabilité de gérer le risque systémique. Il manque toutefois au modèle canadien une responsabilité et un mandat clair pour la gestion du risque systémique de même qu'un moyen de prendre des décisions conjointes lors de crises, pour l'adoption de politiques réglementaires et face aux homologues internationaux. Pour ce faire, le Conseil canadien, rassemblant les régulateurs financiers canadiens, offrirait un forum permanent responsable de la prise de décisions conjointes, des recommandations au gouvernement, du partage d'expertise, de la mise en commun des ressources et de la diffusion de l'information pour la prévention du risque systémique.

⁷⁴⁹ N. LE PAN, préc., note 534, p. 15.

Conclusion

En conclusion, nous avons étudié le modèle d'encadrement provincial des valeurs mobilières afin de mieux saisir les enjeux à son égard en réponse auxquels des solutions permettant davantage d'efficacité ont été proposées. Ce faisant, la question de comment améliorer l'encadrement actuel a été envisagée « non pas comme une simple alternative entre les deux ordres de gouvernement, mais comme une recherche coopérative de solutions qui satisfont les besoins tant de l'ensemble du pays que de ses composantes »⁷⁵⁰. Alors, nous avons démontré que le modèle amélioré de régulateur provincial en valeurs mobilières doit consister en une entité reliée aux autres intervenants des milieux financiers interprovinciaux, nationaux et internationaux pour la réalisation des fonctions de régulation hors des seules frontières provinciales afin d'obtenir une meilleure efficacité par une plus grande cohésion. Nul besoin d'une commission nationale; ce n'est pas la solution. Souhaitons alors que le gouvernement fédéral sache réellement se montrer coopératif envers les provinces en les aidant dans l'accomplissement de leur mission plutôt qu'en essayant constamment de prendre le pouvoir sur les valeurs mobilières. En effet, nous avons vu que l'encadrement des valeurs mobilières pourrait être amélioré par des initiatives fédérales comme le remboursement des frais perdus aux régulateurs provinciaux pour l'élimination des coûts multiples chargés aux participants utilisant le passeport, la délégation des fonctions d'enquêtes et de mise en application criminelle à l'agence pancanadienne ainsi que la collecte et l'analyse des données nationales pour permettre la prévention du risque systémique par la mise en commun des expertises fédérales et provinciales.

Contrairement au gouvernement fédéral tentant à nouveau de créer une commission nationale à grands frais, nous avons plutôt démontré que les solutions aux réels enjeux des régulateurs provinciaux sont : l'harmonisation de la réglementation menant à la reconnaissance mutuelle des règles avec des régulateurs étrangers ainsi qu'entre les provinces pour élargir la portée du passeport, une plus grande coopération entre les diverses autorités responsables de la mise en application par la création d'une agence pancanadienne pour les enquêtes et les poursuites, des

⁷⁵⁰*Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières, préc., note 3, par. 132.*

tribunaux quasi judiciaires indépendants spécialisés et la gestion intégrée du risque systémique par un Conseil canadien de stabilité financière. Enfin, les ACVM inc. pourraient être le représentant international dont le gouvernement fédéral rêve tant en formant une délégation des régulateurs provinciaux siégeant à l'OICV et sur les autres comités internationaux. En bref, dans une perspective d'amélioration du régulateur provincial, il serait essentiel que celui-ci cherche à gagner en efficacité en renforçant ou en créant des alliances avec des pairs pour mettre leurs forces en commun dans l'accomplissement de leurs missions en favorisant les échanges dans le cadre où la régulation provinciale implique des aspects extraterritoriaux afférents aux activités des participants. Or, toutes ces solutions reposent sur trois piliers porteurs d'efficacité : l'apport fédéral aux provinces, les interactions entre les régulateurs et la présence internationale des régulateurs canadiens.

En particulier, le régime actuel d'encadrement des marchés financiers au Canada comporte déjà les régulateurs nécessaires selon le modèle de régulation optimale de Pan, soit ceux de la conduite des affaires, de la régulation prudentielle et de la stabilité financière, responsables pour leur mandat, compétents, efficaces et légitimes. La croyance que la mise en place d'une structure nationale menée par un régulateur s'attribuant ces fonctions serait plus efficace constitue donc une fausse conception puisque « [w]hat is most important is that Canada's regulators have clear lines of responsibility, share information freely and continuously, and coordinate regulatory actions »⁷⁵¹, tel que nos solutions le proposent.

Les enjeux restants sont donc des questions d'interaction entre les régulateurs plutôt que d'établir le RCM auquel plusieurs provinces et territoires n'adhéreront jamais, contribuant ainsi à perpétuer les difficultés mentionnées dans ce mémoire, sans y remédier. Ainsi, les régulateurs provinciaux devraient discuter des vraies solutions, efficaces et respectueuses des compétences constitutionnelles, ajoutant au régime actuel pour le perfectionner puisque « l'apport de la diversité de réflexion et de points de vue des régulateurs provinciaux [...] peut apporter une valeur ajoutée, une pluralité nécessaire au développement et au déploiement

⁷⁵¹ E. J. PAN, préc., note 10, 804.

d'une réglementation et d'un encadrement plus optimal »⁷⁵².

Néanmoins, nous croyons que des avenues futures de consolidation pourraient être envisagées, mais seulement en ce qui concerne les petits régulateurs provinciaux afin de créer des régulateurs régionaux pour l'Atlantique, les territoires nordiques ainsi que les Prairies par exemple. Cela permettrait aux régulateurs provinciaux n'ayant pas beaucoup d'activités réglementaires ni de participants dans leur juridiction de joindre leurs ressources en formant des régulateurs conjoints responsables des marchés régionaux similaires afin de simplifier le régime d'encadrement canadien.

⁷⁵² AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Notes pour une allocution prononcée Me Louis Morisset* Président-directeur général de l'Autorité des marchés financiers, 9^e Rendez-vous avec l'Autorité, Montréal, 10 novembre 2014, p. 9, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/salle-de-presse/discours/2014/2014-11-10-allocution-louismorisset-rdv.pdf>> (consulté le 12 janvier 2015).

Bibliographie

TABLE DE LA LÉGISLATION

Textes constitutionnels

Loi constitutionnelle de 1867, 30&31 Vict., c. 3 (R.-U.)

Partie I de la *Loi constitutionnelle de 1982*, [annexe B de la *Loi de 1982 sur le Canada*, 1982, c. 11 (R.-U.)]

Textes fédéraux

CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux — ébauche aux fins de consultation*, en ligne : <<http://www.fin.gc.ca/drleg-apl/2014/cmsa-lsmc-l-fra.asp>> (consulté le 10 novembre 2014)

CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Propositions concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières*, en ligne : <<http://www.fin.gc.ca/drleg-apl/csa-lvm-fra.htm>> (consulté le 8 septembre 2014)

Loi sur l'Agence de la consommation en matière financière du Canada, L.C. 2001, c. 9

Loi sur la compensation et le règlement des paiements, L.C. 1996, c. 6, ann.

Loi sur l'entraide juridique en matière criminelle, L.R.C. (1985), ch. 30 (4e suppl.)

Loi sur les banques, L.C. 1991, c. 46

Textes québécois

Avis 47-201 relatif aux opérations sur titres à l'aide d'internet et d'autres moyens électroniques, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/47-201/2013-08-13/2013aout13-avis47-201-fr.pdf>> (consulté le 21 octobre 2014)

Code des professions, RLRQ, c. C-26

Loi sur l'Autorité des marchés financiers, RLRQ, c. A-33.2

Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision, RLRQ, c. A-33.2, r. 1

Loi sur la distribution de produits et services financiers, RLRQ, c. D-9.2

Loi sur les instruments dérivés, RLRQ, c. I-14.01

Règlement 91-506 sur la détermination des dérivés, RLRQ, c. I-14.01, r. 0.1

Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés, RLRQ, c. I-14.01, r. 1.1

Loi sur les valeurs mobilières, RLRQ, c. V-1.1

Norme canadienne 71-101 : Régime d'information multinational, RLRQ, c. V-1.1, r. 36

Règlement 11-102 sur le régime de passeport, RLRQ, c. V-1.1, r. 1

Règlement 23-103 sur la négociation électronique, RLRQ, c. V-1.1, r. 7.1

Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites, RLRQ, c. V-1.1, r. 10

Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus, RLRQ, c. V-1.1, r. 21

TABLE DES JUGEMENTS

Jurisprudence canadienne

Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission), [2000] 1 R.C.S. 494

Gregory & Co. v. Quebec (Securities Commission), [1961] S.C.R. 584

Kerr c. Danier Leather Inc., [2007] 3 R.C.S. 331

Ontario (Attorney General) v. Black, 2007 ONCA 165 (CanLII)

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) c. Beaudoin, 2011 QCCA 2247 (CanLII)

Québec (Procureure générale) c. Canada (Procureure générale), 2011 QCCA 591 (CanLII)

R v. Bailey, 2014 ABPC 103 (CanLII)

R. c. Jarvis, [2002] R.C.S. 757

R. c. Kienapple, [1975] 1 R.C.S. 729

R. c. Wholesale Travel Group Inc., [1991] 3 R.C.S. 154

R. c. Wigglesworth, [1987] 2 R.C.S. 541

Re Cartaway Resources Corp, 2002 CSC 26

Reference Re Securities Act (Canada), 2011 ABCA 77 (CanLII)

Regina c. McKenzie Securities Ltd. et al., [1966] 4 C.C.C. 29

Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières, 2011 CSC 66 (CanLII)

BIBLIOGRAPHIE

Monographies et ouvrages collectifs

AUBY, J.-B., *La globalisation, le droit et l'État*, 2^e éd., Paris, L.G.D.J., 2010

DESAULNIERS, A., *1955-2004 un demi-siècle d'histoire*, Montréal, Commission des valeurs mobilières du Québec, 2004

GILLEN, M., *Securities Regulation in Canada*, 3^e éd., Scarborough, Carswell, 2007

GROIA, J., et P. HARDIE, *Securities Litigation and Enforcement*, 2^e éd., Toronto, Carswell, 2012

JOHNSTON, D. et K. DOYLE ROCKWELL, *Securities Regulation in Canada*, 4^e éd., Markham, LexisNexis, 2006

JOHNSTON D., K. DOYLE ROCKWELL et C. FORD, *Securities regulation in Canada*, 5^e éd., Markham, LexisNexis, 2014

LAITHIER, Y.-M., *Étude comparative des sanctions de l'inexécution du contrat*, Paris, L.G.D.J., 2004

MOCKLE, D., *La gouvernance, le droit et l'État : La question du droit dans la gouvernance publique*, Bruxelles, Bruylant, 2007

NICHOLLS, C., *Financial Institutions: The Regulatory Framework*, Markham, LexisNexis Canada, 2008

PARENT, H., *Traité de droit criminel*, t. 2, 2^e éd., Montréal, Thémis, 2007

ROUSSEAU, S., *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, Montréal, Thémis, 2012

SIBONY, A.-L., *Le juge et le raisonnement économique en droit de la concurrence*, Paris, L.G.D.J, 2008

Articles de revues et études d'ouvrages collectifs

ANAND, A., « After the Reference: Regulating Systemic Risk in Canadian Financial Markets », dans A. ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 197

« Is Systemic Risk Relevant to Securities Regulation », (2010) 60 *U.T.L.J.* 941

« Securities law needs more enforcement, not more laws », (2008) 27 *The Lawyers Weekly* 43

BARRAUD, B., «Le droit sans le territoire», (2013) 10 *Jurisdoctoria*, en ligne : <http://www.jurisdoctoria.net/pdf/numero10/aut10_BARRAUD.pdf> (consulté le 1 janvier 2015)

BIRON, J., « Le double mandat des organismes d'autoréglementation et la protection des investisseurs: le cas de l'OCRCVM », (2012) *Revue Générale de Droit* 42(1)

BOISVERT, A.-M., H. DUMONT et A. STYLIOS, « En marge de l'affaire Lacroix-Norbourg: les enjeux substantifs et punitifs suscités par le double aspect, réglementaire et criminel, de certains comportements frauduleux dans le domaine des valeurs mobilières », (2009) 50 *Les Cahiers de Droit* 469

CAPPUCCI, M., « Prudential Regulation and the Knowledge Problem: Towards a New Paradigm of Systemic Risk Regulation », (2014) 9 *Virginia Law & Business Review* 1

CHITIMIRA, H., «The Regulation of Insider Trading in Canada: A Historical Comparative Perspective», (2014) 5 *Mediterranean Journal of Social Sciences* 4, en ligne: <<http://www.mcses.org/journal/index.php/mjss/article/view/2202/2188>> (consulté le 19 octobre 2014)

CHOUINARD, É. et E. ENS, « De l'importance systémique des institutions financières », *Revue du système financier*, 2013, en ligne : <<http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2013/12/rsf-decembre13-chouinard.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014)

CONDON, M., «Rethinking Enforcement and Litigation in Ontario Securities Regulation»,

(2006-2007) 32 *Queen's L.J.* 1

CRÊTE, R. et C. DUCLOS, « Le portrait des prestataires des services de placement », dans R. CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 45

CRÊTE, R. et C. DUCLOS, « Les sanctions civiles en cas de manquements professionnels dans les services de placement », dans R. CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 361

CRÊTE, R., C. DUCLOS et G. TALBOT-LACHANCE, « L'évolution de la réglementation du marché public des valeurs mobilières et de l'industrie des services de placement », dans R. CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 9

CRÊTE, R. et J. PARADIS, « Délits d'initiés », dans JurisClasseur Québec, coll. «Droit des affaires», *Courtiers en valeurs mobilières et autres intermédiaires financiers*, fasc. 7, Montréal, LexisNexis Canada, version étudiante

CRÊTE, R., M. NACCARATO, C. DUCLOS, A. LÉTOURNEAU, C. MABIT et G. BRISSON, « La prévention des manquements professionnels : pistes de réflexion et d'action sur l'encadrement juridique et organisationnel des services de placement », dans R. CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 575

CUKIER, K. et V. MAYER-SCHÖNBERGER, « Données de masse, tyrannie numérique », (2014) 133 *Manière de voir* 60

DUCLOS, C., R. CRÊTE et A. LÉTOURNEAU, « Les autorités d'encadrement », dans R. CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010

FORD, C. et H. GILL, « A National Systemic Risk Clearinghouse? », dans A. ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 145

FRAIBERG, J., « Finding Common Cause: The Renewed Quest for a National Securities Regulator », (2012) *Institut C.D. HOWE*, en ligne: <http://cdhowe.org/pdf/e-brief_136.pdf> (consulté le 12 septembre 2014)

FREEMAN, J. et J. ROSSI, « Agency Coordination in Shared Regulatory Space », (2012) 125 *Harvard Law Review* 1131

GILSON, R. et R. KRAAKMAN, « The Mechanisms of Market Efficiency », (1984) 70 *Va. L. Rev.* 549

HARRIS, D., « Lessons Learned for Preventing Financial Misconduct », dans R. CRÊTE (dir.), *La confiance au cœur de l'industrie des services financiers*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2009

HOULE, F., « La réglementation intelligente et la gouvernance publique contemporaine », dans CONFÉRENCE DES JURISTES DE L'ÉTAT 2011, XIXE CONFÉRENCE, *Le juriste de l'État au cœur d'un droit public en mouvement*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2011, p. 173

JENKINS, P. et G. THIESSEN, « Reducing the Potential for Future Financial Crises: A Framework for Macro-Prudential Policy in Canada », (2012) *Institut C.D. Howe*, en ligne : <http://www.cdhowe.org/pdf/Commentary_351.pdf> (consulté le 10 novembre 2014)

LAROCHELLE, L., F.-J. PÉPIN et R. L. SIMMONDS, « Bill 85, Quebec's New Securities Act », (1983) 29 *R.D. de McGill* 88

LE PAN, N., « Look before you leap: A skeptical view of proposals to meld macro- and microprudential Regulation » (2009) 296 *Institut CD Howe* 1, en ligne : <http://www.cdhowe.org/pdf/commentary_296.pdf> (consulté le 8 février 2015)

LÉTOURNEAU, A., « Criminalité financière », dans JurisClasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Courtiers en valeurs mobilières et autres intermédiaires financiers*, fasc. 15, Montréal, LexisNexis Canada, version étudiante

LORTIE, P., « Securities Regulation in Canada at a Crossroads », (2010) 3 *SPP Research Papers* 5, en ligne : <<http://policyschool.ucalgary.ca/?q=content/securities-regulation-canada-crossroads>> (consulté le 19 octobre 2014)

LORTIE, P., « Securities Regulation: The Case for Effectiveness », (2011) 19 *IRPP Study* 15, en ligne : <<http://irpp.org/wp-content/uploads/assets/research/competitiveness/new-research-article/IRPP-Study-no19.pdf>> (consulté le 15 décembre 2014)

MABIT, C. « Le régime de sanctions disciplinaires applicable aux courtiers en placement et à leurs représentants », dans R. CRÊTE (dir.), *La confiance dans les services de placement*, Cowansville, Éditions Y. Blais, 2010, p. 361

MACINTOSH, J., « A National Securities Commission? The Headless Horseman Rides Again », dans A. ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 259

MICHAEL, D. C., « Federal agency use of Audited self-regulation as a regulatory technique », (1995) 47 *Admin. L. Rev.* 171

O'NEILL, L.-M., « Les pouvoirs de contrainte de l'Autorité des marchés financiers », dans

S.F.P.B.Q., vol. 275, *Développements récents en valeurs mobilières (2007)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais

PAN, E., « Four Challenges to Regulatory Reform », (2010) 55 *Villanova Law Review* 743, en ligne: <<http://lawweb2009.law.villanova.edu/lawreview/wp-content/uploads/2011/12/VLR307.pdf>> (consulté le 21 novembre 2014)

« Structural Reform of Financial Regulation », (2011) 19 *Transnational Law & Contemporary Problems* 796

PARADIS, D. et M. VIGUIÉ-BILODEAU, « Notions fondamentales sur la réglementation du marché des valeurs mobilières », dans *JurisClasseur Québec*, coll. «Droit des affaires», *Courtiers en valeurs mobilières et autres intermédiaires financiers*, fasc. 1, Montréal, LexisNexis Canada, version étudiante

PÉRÈS, C., « Rapport introductif », dans S. BOLLÉE, Y.-M. LAITHIER et C. PÉRÈS (dir.), *L'efficacité économique en droit*, Paris, Economica, 2010

PRIEST, M., « The Privatization of Regulation: Five Models of Self-Regulation », (1997-1998) 29 *Ottawa L. Rev.* 233, 261

PURI, P., « Securities Litigation and Enforcement: The Canadian Perspective », (2012) 37 *BROOK. J. INT'L L.* 967

ROUSSEAU, S., « Endgame: the Impact of the Supreme Court's Decision on the Project to Create a National Securities Regulator », (2012) 52 *Can. Bus. L. J.* 186

« The provinces competence over securities regulation in Canada: Taking stock of the Supreme Court's opinion », dans A. ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 279

SARRA, J., « Assuring Independence and Expertise in Financial Services Law: Regulatory Oversight in Light of The Supreme Court of Canada *Securities Reference* Judgement », dans A. ANAND (dir.), *What's next for Canada. Securities Regulation after the Reference*, Toronto, Irwin Law inc., 2012, p. 111

SASSEN, S., « Qui gouverne la mondialisation? », (2007) 180 *Sciences Humaines* 48

SNYDER, F., « Governing Globalisation », dans M. LIKOSKY (dir.), *Transnational Legal Processes : Globalisation and Power Disparities*, London, Butterworths LexisNexis, 2002, p. 65

TUATHAIL, G., « Borderless worlds? Problematizing discourses of deterritorialisation », (1999) 4 *Geopolitics* 139

Autres articles scientifiques

ANAND, A., M. TREBILCOCK et M. ROSENSTOCK, « Institutional Design and the New Systemic Risk in Banking Crises », University of Toronto, mai 2014, en ligne : <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2437217> (consulté le 7 février 2016)

BANQUE DU CANADA, « Financial system review », décembre 2014, en ligne : <<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2014/12/fsr-december2014.pdf>> (consulté le 8 février 2015)

BANQUE DU CANADA, « La réglementation du système financier canadien », avril 2012, en ligne : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/11/reglementation_system_financier.pdf> (consulté le 14 novembre 2014)

CARJAVAL, A. et J. ELLIOTT, « The Challenge of Enforcement in Securities Markets: Mission Impossible? », IMF Working Paper 09/168, 1 août 2009, en ligne : <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09168.pdf>> (consulté le 19 octobre 2014)

CARPENTIER, C. et J.-M. SURET,
« Canadian Securities Regulation : Issues and Challenges », CIRANO Working Paper 2003RP-12, Université Laval, 2003, en ligne : <<http://www.cirano.qc.ca/pdf/publication/2003RP-12.pdf>> (consulté le 1 janvier 2015)

« Proposal for a Single Securities Commission in Canada: Comments and Discussion », 12 septembre 2007, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1355283>> (consulté le 19 octobre 2014)

CONDON, M., « Canada's Role in Expanded IOSCO Principles », Toronto Securities Leadership Seminar, juillet 2012, en ligne : <https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/News/sp_20120709_canada-role-iosco-principles.pdf> (consulté le 17 novembre 2014)

ERSKINE, S. et J. WRIGHT, « Cross-Border Securities Litigation: Two Heads are Better than One », *The Canadian Institute's 6 Annual Advanced Forum on Securities Litigation*, novembre 2006, en ligne : <http://www.investorvoice.ca/Research/Wright_Cross_Border_Nov06.pdf> (consulté le 21 octobre 2014)

FRASER MILNER CASGRAIN LLP, « Les défis de l'intégration de l'économie québécoise aux marchés des capitaux canadiens et américains », 11 février 2013, en ligne : <http://acjt.ca/medias/63/Memoire_FMC_Examen_du%20projet_de_loi_14.pdf> (consulté le 1 décembre 2014)

HARRIS, D., « A Symposium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or

Nationalization? », octobre 2002, en ligne:

<http://www.investorvoice.ca/Research/UofT_FMI_Symposium_Securities_Regulation_2002.pdf> (consulté le 23 décembre 2014)

HEYS, B.A., M. L. BERENBLUT et J. DWHYTI, *Trends in Canadian Securities Class Actions : 2013 Update*, NERA Economic Consulting, 2014, en ligne :

<http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive2/PUB_Recent_Trends_Canada_2013_0214.pdf> (consulté le 6 février 2015)

JABOTINSKY, H.Y., « The Structure of Financial Supervision: Consolidation or Fragmentation for Financial Regulators? A game theoretical perspective », (2012), Working paper, Bologna University, en ligne:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2007856> (consulté le 22 novembre 2014)

MCKENNA, G. et A. PALMER, « A War Measures Act for Canada's Financial System: Regulation of Systemic Risk by Cooperative Capital Markets Regulator », en ligne :

<<http://www.blakes.com/English/Resources/Bulletins/Pages/Details.aspx?BulletinID=2038>> (consulté le 7 février 2015)

OBSERVATOIRE DU DROIT QUÉBÉCOIS DES VALEURS MOBILIÈRES, *La protection des investisseurs dans la distribution de produits et services financiers sur l'internet*, février 2013, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/fonds-education-saine-gouvernance/projets-recherche/p-recherche-valmob-umtl-protection-internet.pdf>> (consulté le 7 février 2015)

PURI, P., « Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets », *Capital Markets Institute*, décembre 2005, en ligne:

<http://www.investorvoice.ca/Research/Puri_Enforcement_Effectiveness_01Dec05.pdf> (consulté le 17 octobre 2014)

«Of Regulatory Reform and Enforcement Effectiveness: Options for a Common Enforcement Agency for Canada», Osgoode Hall Law School, York University, 2008, en ligne: <<https://www.rotman.utoronto.ca>> (consulté le 19 octobre 2014)

ROUSSEAU, S., « The Protection of Minority Investors and the Compensation of their Losses in Canada », juillet 2014, en ligne:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2486899> (consulté le 20 octobre 2014)

SPINK, E., « Federalism and Securities Regulation in Canada », (2013) Working Paper 2013 – 02, Institute of Intergovernmental Relations School of Policy Studies, Queen's University, en ligne:

<<http://www.queensu.ca/iigr/WorkingPapers/NewWorkingPapersSeries/SpinkNov242013.pdf>> (consulté le 19 octobre 2014)

Articles de périodiques

AGENCE FRANCE PRESSE, « Twitter, nouvel outil de détection de la criminalité », *Les affaires*, 21 avril 2014, en ligne : <<http://www.lesaffaires.com/techno/internet/twitter-nouvel-outil-de-detection-de-la-criminalite/568215>> (consulté le 27 octobre 2014)

ALLAIRE, Y., « Systemic federal risk: Canada has no need of national securities regulator », *Financial Post*, 9 octobre 2013, en ligne : <<http://opinion.financialpost.com/2013/10/09/systemic-federal-risk-canada-has-no-need-of-national-securities-regulator/>> (consulté le 11 novembre 2014)

BLACKWELL, R., « Alberta to offer securities oversight plan », *The Globe and Mail*, 2 avril 2014, en ligne : <<http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/alberta-to-offer-securities-oversight-plan/article17780867/>> (consulté le 28 octobre 2014)

BOGGS, T., « RRSP Investing : Online Investing Grows; Customer Satisfaction Doesn't », *La Presse Canadienne*, 21 janvier 2011, en ligne : <<http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/personal-finance/online-investing-grows-customer-satisfaction-doesnt/article4263188/>> (consulté le 21 octobre 2014)

FRENETTE, M.-C., « Harmonisation en vue », *Finance et Investissement*, 1 décembre 2014, en ligne : <<http://www.finance-investissement.com/nouvelles/industrie/harmonisation-en-vue/a/58592/1>> (consulté le 12 janvier 2015)

FRENETTE, M.-C., « Le dédoublement de justice disciplinaire refait surface », *Finance et investissement*, 1 juin 2014, en ligne : <<http://www.finance-investissement.com/nouvelles/industrie/le-dedoublement-de-justice-disciplinaire-refait-surface/a/56243>> (consulté le 20 octobre 2014)

LANGTON, J., « Alberta proposes alternative regulator model », *Investment Executive*, 3 avril 2014, en ligne : <<http://www.investmentexecutive.com/-/alberta-proposes-alternative-regulator-model>> (consulté le 2 novembre 2014)

MACINTOSH, J., « The Feds' Weak Case », *National Post*, 31 mai 2010, en ligne : <<http://fullcomment.nationalpost.com/2010/05/31/the-feds-weak-case-2/>> (consulté le 21 octobre 2014)

ROBERTSON, G., « New App Takes Stock Trading Mobile », *Globe and Mail*, 25 juillet 2011, en ligne : <<http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/new-app-takes-stock-trading-mobile/article588031/>> (consulté le 21 octobre 2014)

Mémoires

PIANE, S., *Less Talk, More Action: Ending the Futile Debate on a Canadian Securities Regulator to Focus on Resolving the Real Issues*, mémoire de maîtrise, Toronto, Faculty of Law, University of Toronto, 2013

SABBAH, C., *Fédéralisme, concurrence intergouvernementale et intérêt national dans le domaine des valeurs mobilières au Canada*, mémoire de maîtrise, Montréal, Faculté des études supérieures, Université de Montréal, 2006

SPIPKE, E., *Why Canada's "Costly" Securities Regulation Regime Ensures Better Decision-making*, mémoire de maîtrise, Toronto, Faculty of Law, University of Toronto, 2012

Communiqués, commentaires, consultations et discours

ACVM, *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada*, 2010, en ligne :

<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014)

ASSOCIATION DES BANQUIERS CANADIENS, « Consultation relative à l'harmonisation du secteur de l'épargne collective », 29 novembre 2010, en ligne :

<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reforme-inscription/epargne-collective/consultation-harmonisation/abc-2010.pdf>> (consulté le 10 février 2015)

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS,

Avis relatif à la désignation du Mouvement Desjardins à titre d'institution financière d'importance systémique intérieure, 2013, en ligne :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/assurances-inst-depot/avis-ifis-d-cq_desjardins.pdf> (consulté le 17 novembre 2014)

L'Autorité contribue à la réflexion du G20 sur la réforme des dérivés, novembre 2014,

en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/nouvelles-2014-conso.html> 2014 l-autorite-contribue-a-la-reflexion-du-g20-sur-la-reforme-des-derives11-11-2014-00-0.html>

(consulté le 17 novembre 2014)

L'Autorité identifie le Mouvement Desjardins comme étant une institution financière d'importance systémique pour le Québec, 2013, en ligne :

<<http://www.lautorite.qc.ca/fr/communiques-2013-autre.html> 2013_desjardins-importance-systemique.html> (consulté le 17 novembre 2014)

Le défi de réglementer les marchés financiers au Québec : Allocution présentée par Mario Albert, président-directeur général, devant le Cercle de la finance internationale de Montréal, 29 mai 2012, en ligne :

<<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/salle-de-presse/discours/2012/pdf-cercle-finance-montreal-2012-05-29.pdf>> (consulté le 13 décembre 2014)

Notes pour une allocution prononcée Me Louis Morrisset Président-directeur général de l'Autorité des marchés financiers, 9^e Rendez-vous avec l'Autorité, Montréal, 10 novembre 2014, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/salle-de-presse/discours/2014/2014-11-10-allocution-louismorisset-rdv.pdf>> (consulté le 12 janvier 2015)

BANQUE DU CANADA, « La Banque du Canada désigne le Canadian Derivatives Clearing Service en vertu de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* », 27 avril 2012, en ligne : <<http://www.banqueducanada.ca/2012/04/publication/communiqués/banque-canada-designe-canadian-derivatives/>> (consulté le 10 novembre 2014)

CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Le Conseil provincial-territorial des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières poursuit la réforme*, 25 juin 2014, en ligne : <<http://www.valeursmobilières.org/2014-0625-communique-francais.pdf>> (consulté le 19 octobre 2014)

JÉRÔME-FORGET, M., *Mise en place du Régime de passeport en valeurs mobilières*, Allocution devant l'Institut des fonds d'investissement du Canada, Toronto, 3 octobre 2007, p. 11, en ligne : <http://www.valeursmobilières.org/2007_1003_speech_quebec_finance_minister_francais.pdf> (consulté le 6 février 2015)

MOUVEMENT DES CAISSES DESJARDINS,

« Commentaires présentés au Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada », juillet 2008, en ligne : <https://www.desjardins.com/fr/a_propos/profil/difference/memoires/comm080702.pdf> (consulté le 19 décembre 2014)

« Mémoire du mouvement des caisses Desjardins », novembre 2010, p. 4, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reforme-inscription/epargne-collective/consultation-harmonisation/desjardins-2010.pdf>> (consulté le 10 février 2015)

OCRCVM, *L'OCRCVM publie son Rapport annuel consolidé sur la conformité pour 2014-2015*, 27 janvier 2015, en ligne : <http://www.ocrcvm.ca/Documents/2015/48e493e8-48b0-427f-9c90-71baa1d89616_fr.pdf> (consulté le 10 juin 2015)

ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *The role of Securities Regulation in the Fight Against Economic Crime: Speech to the 2009 McMaster World Conference*, 14 janvier 2009, en ligne : <https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/News/sp_20090114_dw_world-conf.pdf> (consulté le 23 octobre 2014)

Mémoires et accords

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS,

Memorandum of Understanding Concerning Consultation, Cooperation and the Exchange of Information Related to the Supervision of Cross-Border Regulated Entities, 10 juin 2010, en ligne: <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/salle-de-presse/nouvelles/2010/mou-sec-an.pdf>> (consulté le 21 octobre 2014)

Protocole d'entente sur la surveillance des bourses et des systèmes de cotation et de déclaration d'opérations, 2010, en ligne: <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/prot-entente-fr.pdf>> (consulté le 15 décembre 2014)

CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES,

Amended Agreement in Principle to Move towards a Cooperative Capital Markets Regulatory System, 9 juillet 2014, en ligne: <<http://www.fin.gc.ca/n14/docs/ccmr-rmc-eng.pdf>> (consulté le 7 septembre 2014)

Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés des capitaux, août 2014, en ligne : <<http://www.fin.gc.ca/n14/docs/moa-pda-fra.pdf>> (consulté le 9 septembre 2014)

CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Protocole d'entente provincial – territorial sur la réglementation des valeurs mobilières*, 2004, en ligne : <http://www.valeursmobilières.org/2004_0930_mou_francais.pdf> (consulté le 16 décembre 2014)

OICV, « Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information », (2002) 25 *O.S.C.B.* 7157

Mémoires de la Cour Suprême

CANADA, *Affidavit of Stephen White*, P.P.G.C., Vol. I, S.C.C. No 33718, 21 mai 2010

Mémoire du Procureur général du Canada, S.C.C. No 33718, 26 mai 2010

ONTARIO, *Affidavit of Robert Christie sworn October 28, 2010*, P.P.G.O, Vol. XXIV, S.C.C. No 33718, 28 octobre 2010

QUÉBEC, *Affidavit de Nathalie Drouin*, P.P.G.Q., Vol. IV, S.C.C. No 33718, 19 juin 2010

Affidavit de Richard Boivin : Conseil provincial-territorial des ministres responsables des valeurs mobilières, P.P.G.Q., Vol. IV, S.C.C. No 33718, 22 juin 2010

Affidavit de Yves Trudel - Les activités d'enquêtes spécialisées : Équipes intégrées et coopération régionale, P.P.G.Q., Vol. IV, S.C.C. No 33718, 22 juin 2010

Mémoire de l'intervenant procureur général du Québec, S.C.C. No 33718, 2010, 26 mai 2010

Rapports d'experts

ANAND, A., « Towards Effective Balance between Investors and Issuers in Securities Regulation », dans TASK FORCE TO MODERNIZE SECURITIES LEGISLATION IN CANADA, *Canada Steps Up*, Volume 3, Toronto, 2006, en ligne: <<http://www.tfmsl.ca/docs/V3%281%29%20Anand.pdf>> (consulté le 9 janvier 2015)

CANADIAN BANKERS ASSOCIATION, *Factum of the intervener*, S.C.C. No 33718, 26 juin 2010

CARPENTIER, C. et J.-M. SURET, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada: un réexamen des arguments avancés pour justifier la commission unique*, P.P.G.Q., Vol. VIII, S.C.C. No 33718, 22 juin 2010

CHOI, S., *Report in Reply to Canadian Bankers Association and Rebuttal to Michel J. Trebilcock's Reply Report*, P.P.G.Q., Vol. XII, S.C.C. No 33718, octobre 2010

The Benefits of Provincial Securities Regulation in Canada, P.P.G.Q., Vol. XVI, S.C.C. No 33718, juin 2010

COMITÉ POUR EXAMINER LA STRUCTURE DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *C'est le temps d'agir*, Ottawa, Ministère des finances, décembre 2003, en ligne: <<http://publications.gc.ca/collections/Collection/F2-172-1-2003F.pdf>> (consulté le 13 septembre 2014)

CORCORAN, A., *International Standards Affecting Securities Regulators and Regulation as Applicable to Quebec*, P.P.G.Q., Vol. XII, S.C.C. No 33718, 23 juin 2010

CORY, P. et M. PILKINGTON, « Critical Issues in Enforcement », dans TASK FORCE TO MODERNIZE SECURITIES LEGISLATION IN CANADA, *Canada Steps Up*, Volume 6, Toronto, 2006, en ligne: <<http://www.tfmsl.ca>> (consulté le 28 octobre 2014)

COURCHENE, T., *A Single National Securities Regulator? Public Policy and Political Economy Perspectives*, P.P.G.A., Vol. XVIII, S.C.C. No 33718, 26 juin 2010

GILLEN, M., « The Role of Securities Regulation in Promoting a Competitive Capital

Market », dans TASK FORCE TO MODERNIZE SECURITIES LEGISLATION IN CANADA, *Canada Steps Up*, Volume 4, Toronto, 2006, en ligne: <<http://www.tfmsl.ca>> (consulté le 28 octobre 2014)

GROUPE CRAWFORD SUR UN ORGANISME UNIQUE DE RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, « Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières », Toronto, juin 2006, ligne : <http://docs.otpp.com/Crawford_Panel_final_paper_fr.pdf> (consulté le 28 octobre 2014)

GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, « Rapport final : Le Canada s'engage », octobre 2006, en ligne : <www.tfmsl.ca> (consulté le 27 octobre 2014)

LE PAN, N., « Améliorer les équipes intégrées de la police des marchés financiers et obtenir des résultats dans la lutte contre les crimes associés aux marchés financiers », 25 octobre 2007, en ligne : <<http://www.rcmp-grc.gc.ca/pubs/imets-eipmf/lepan2007-fra.pdf>> (consulté le 31 octobre 2014)

MACEY, J., *An Analysis of the Canadian Federal Government's Initiative to Create a National Securities Regulator*, P.P.G.Q., Vol. XII, S.C.C. No 33718, juin 2010

PURI, P., « A Model for Common Enforcement in Canada: The Canadian Capital Markets Enforcement Agency and the Canadian Securities Hearing Tribunal », Research study prepared for the Expert Panel on Securities Regulation, Ottawa, 2009, en ligne: <<http://www.expertpanel.ca/eng/reports/research-studies/common-enforcement-agency-puri.html>> (consulté le 26 octobre 2014)

ROUSSEAU, S., *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par le Québec et le débat sur une commission nationale des valeurs mobilières*, P.P.G.Q., Vol. V, S.C.C. No 33718, juin 2010

Rapport complémentaire : Commentaires sur les affidavits de M. Ermanno Pascutto, M. Robert Christie et M. Ian C.W. Russell, P.P.G.Q., Vol. VII, S.C.C. No 33718, 26 novembre 2010

« The Québec Experience with an Independent Administrative Tribunal Specialized in Securities », Research Study Prepared for the Expert Panel on Securities Regulation, 2008, en ligne: <<http://www.expertpanel.ca/eng/reports/research-studies/quebec-independent-adjudicative-tribunal-rousseau.html>> (consulté le 27 octobre 2014)

SQUAM LAKE WORKING GROUP ON FINANCIAL REGULATION, « A Systemic Regulator for Financial Markets », 2009, en ligne : <<http://www.cfr.org/financial-regulation/systemic-regulator-financial-markets/p19256>> (consulté le 24 novembre 2014)

SURET, J.-M., *Arguments économiques, risque systémique et réglementation des valeurs mobilières au Canada*, P.P.G.Q., Vol. X, S.C.C. No 33718, 27 octobre 2010

TREBILCOCK, M., *Rapport sur un organisme national de réglementation des valeurs mobilières*, P.P.G.C., S.C.C. No 33718, 20 mai 2010

Documents gouvernementaux, paragouvernementaux et publics

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS,

La mise en place d'une commission unique des valeurs mobilières : un projet inutile, mémoire présenté au groupe d'expert sur les valeurs mobilières, juillet 2008, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/publications/professionnels/val-mob/memoire-commission-unique.pdf>> (consulté le 17 septembre 2014)

Plan de supervision, (2013) 10 B.A.M.F. 27, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/3ci-pl-supervi-csf.pdf>> (consulté le 6 février 2014)

Protocole d'entente relatif à la surveillance du Fonds canadien de protection des épargnants, (2008) 5 B.A.M.F. 39, en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/4aii-prot-ent-fcpe-acvm.pdf> (consulté le 6 février 2015)

Rapport annuel 2012-2013, 2013, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/publications/autorite/rapports-annuels/autorite/amf-rapport-annuel-2012-2013.pdf>> (consulté le 21 octobre 2014)

Reconnaissance de Corporation d'Acquisition Groupe Maple, de Groupe TMX Inc. et de Bourse de Montréal Inc., à titre de bourse, et de Bourse de Montréal Inc. à titre d'organisme d'autoréglementation, Décision n° 2012-PDG-0075, (2012), 9 B.A.M.F. 18, en ligne : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/decision_2012-pdg-0075.pdf> (consulté le 6 février 2015)

Reconnaissance de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières à titre d'organisme d'autoréglementation, Décision N° 2008-PDG-0126, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/3div-decis-reconn-ocrcvm-t-oar-2008pdg-0126.pdf>> (consulté le 6 février 2015)

CANADA, BUREAU DU VÉRIFICATEUR GÉNÉRAL DU CANADA, *Rapport de la vérificatrice générale du Canada*, 2010, en ligne : <http://www.oag-bvg.gc.ca/internet/Francais/parl_oag_201010_05_f_34288.html> (consulté le 14 novembre 2014)

CANADA, DIVISION DES AFFAIRES JURIDIQUES ET LÉGISLATIVES,

Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières – 1. Aspects économiques, étude générale n° 2012-28-F, 30 avril 2012, en ligne: <<http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/2012-28-f.htm>> (consulté le 22 novembre 2014).

Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières – 2. Aspects constitutionnels, étude générale n° 2012-29-F, 17 mai 2012, en ligne: <<http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/2012-29-f.htm>> (consulté le 22 novembre 2014)

CANADA, INDUSTRIE CANADA, *Regulatory Burden: Reduction and Measurement Initiatives*, mars 2005, en ligne : <<http://publications.gc.ca/collections/Collection/Iu188-30-2006E.pdf>> (consulté le 8 décembre 2014)

CANADA, MINISTÈRE DES FINANCES, *Commentaire : Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux - Cadre législatif et de gouvernance*, septembre 2014, en ligne: <http://www.fin.gc.ca/n14/data/14-119_2-fra.asp> (consulté le 27 octobre 2014)

CHAMBRE DE LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE, *Mémoire de la Chambre de la sécurité financière en réponse à la consultation relative à l'harmonisation de la réglementation du secteur de l'épargne collective*, 7 décembre 2010, en ligne : <<https://www.chambresf.com/static/fr-CA/documents/memoires/mem-csf-20101206-vf.pdf>> (consulté le 20 octobre 2014)

CONSEIL PROVINCIAL-TERRITORIAL DES MINISTRES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES,

Rapport d'étape de fin d'exercice 2007, 2008, en ligne: <http://www.valeursmobilières.org/2008_0122_progress_report_francais.pdf> (consulté le 27 octobre 2014)

Rapport périodique Janvier 2010 à Décembre 2010, en ligne : <<http://www.valeursmobilières.org/2011-0509-progress-report-francais.pdf>> (consulté le 16 décembre 2014)

Réglementation des valeurs mobilières au Canada : un Régime de réglementation interprovincial, juin 2003, en ligne : <http://www.valeursmobilières.org/securities_discussion_paper_francais.pdf> (consulté le 9 décembre 2014)

OCRCVM,

Incidence des modifications apportées aux règles concernant la liquidité invisible, en ligne : <http://www.ocrcvm.ca/Documents/2015/d215afed-a01e-453d-8f24-bd8ed2b948bf_fr.pdf> (consulté le 1 août 2015)

QUÉBEC, MINISTÈRE DES FINANCES, *Rapport quinquennal sur la mise en œuvre de la Loi sur les valeurs mobilières*, Québec, 1993

Documents internationaux

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *BIS Quarterly Review, Table 19: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives*, décembre 2013, en ligne : <<http://www.bis.org/statistics/dt1920a.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014)

BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX ET OICV, *Principes pour les infrastructures de marchés financiers*, avril 2012, en ligne : <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_fr.pdf> (consulté le 19 décembre 2014)

COMMISSION EUROPÉENNE, *Rapport de la commission au parlement européen et au conseil sur le fonctionnement des autorités européennes de surveillance (AES) et du système européen de surveillance financière (ESFS)*, Bruxelles, 8 août 2014, en ligne : <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/committees/140808-esfs-review_fr.pdf> (consulté le 22 novembre 2014)

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *Canada: Financial Sector Assessment Program. IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation-Detailed Assessment of Implementation*, IMF Country Report No. 14/73, mars 2014, en ligne: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1473.pdf>> (consulté le 19 octobre 2014)

G20, *Sommet de Londres. Déclaration des chefs d'État et de gouvernement*, 2 avril 2009, en ligne : <www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0402-fr.pdf> (consulté le 10 novembre 2014)

INTERNATIONAL MONETARY FUND, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS et FINANCIAL STABILITY BOARD, *Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors: Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, 2009, en ligne : <<http://www.bis.org/publ/othp07.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014)

OICV, *Mitigating Systemic Risk – A Role for Securities Regulators*, 2011, en ligne: <<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS198.pdf>> (consulté le 17 novembre 2014)

Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators, juin 2014, en ligne : <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD443.pdf>> (consulté le 10 novembre 2014)

Sites Internet

ACVM, *Application de la loi*, en ligne : <https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/application_de_la_loi.aspx?id=75> (consulté le 17 octobre 2014)

Collaboration entre organismes de réglementation, en ligne : <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=101> (consulté le 19 décembre 2014)

Échelle pancanadienne, en ligne : <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=96> (consulté le 16 décembre 2014)

Introduction to the Canadian Securities Administrators, en ligne : <http://aretheyregistered.ca/uploadedFiles/General/pdfs/Introduction_to_CSA_170206_Eng.pdf> (consulté le 17 octobre 2014)

Présentation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, en ligne : <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/uploadedFiles/General/pdfs_fr/Introduction_to_CSA_170206_Fre.pdf> (consulté le 12 décembre 2014)

Structure des ACVM, en ligne : <http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=92> (consulté le 12 décembre 2014)

ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS DE FONDS MUTUELS, *About the MFDA*, en ligne : <<http://www.mfda.ca/about/aboutMFDA.html>> (consulté le 10 février 2015)

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS,

Cadre de surveillance des institutions financières, 2011, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/assurances-inst-depot/cadre-surveillance-2011-fr.pdf>> (consulté le 17 novembre 2014)

Consultations antérieures – Instruments dérivés, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/consultations-anterieures-instruments-derives-conso.html>> (consulté le 17 novembre 2014)

Consultations publiques antérieures – Instruments dérivés, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/consultations-anterieures-instruments-derives-conso.html>> (consulté le 8 février 2015)

Consultations publiques en cours – Instruments dérivés, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/consultations-instruments-derives-corpo.html>> (consulté le 31 janvier 2015)

Consultation relative à l'harmonisation de la réglementation du secteur de l'épargne collective, octobre 2010, en ligne :

<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilières/2010oct01-cons-epargnecoll-doc-fr.pdf>> (consulté le 10 février 2015)

Énoncé de gouvernance de l'Autorité des marchés financiers, Québec, avril 2010, p. 4, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/a-propos-autorite/codes-ethiquegouvernance/enonce-gouvern.pdf>> (consulté le 10 février 2015)

Porter plainte, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/fr/contact-porter-plainte-conso.html>> (consulté le 16 février 2015)

Prenez garde à la fraude en valeurs mobilières, 2006, en ligne : <https://www.disnat.com/fr/about/AMF_fraude.pdf> (consulté le 16 février 2015)

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS,

Joint Forum, en ligne, <<http://www.bis.org/bcbs/jointforum.htm>> (consulté le 12 janvier 2015)

Mandate of the Joint Forum, en ligne, <<http://www.bis.org/bcbs/jfmandate.htm>> (consulté le 12 janvier 2015)

BANQUE DU CANADA, *Surveillance et législation*, en ligne : <<http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/surveillance-systemes-designes-compensation-reglement/surveillance-et-legislation/#2>> (consulté le 14 novembre 2014)

BANQUE MONDIALE ET BANQUE INTERNATIONALE POUR LA RECONSTRUCTION ET LE DÉVELOPPEMENT, *Doing Business 2007: How to Reform*, en ligne : <<http://francais.doingbusiness.org/~media/FPDKM/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/Foreign/DB07-FullReport-French.pdf>> (consulté le 9 septembre 2014)

CANADA, AGENCE DE LA CONSOMMATION EN MATIÈRE FINANCIÈRE, *Notre mandat*, en ligne : <<http://www.fcac-acfc.gc.ca/Fra/auSujet/Pages/OurManda-Notreman.aspx>> (consulté le 14 novembre 2014)

CANADA, BSIF,

Qui nous sommes, en ligne : <<http://www.osfi-bsif.gc.ca/Fra/osfi-bsif/Pages/default.aspx>> (consulté le 14 novembre 2014)

Saine gestion des instruments dérivés, novembre 2014, en ligne : <<http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/fi-if/rg-ro/gdn-ort/gl-ld/pages/b7.aspx#fnb8>> (consulté le 14 novembre 2014)

CENTRE CANADIEN D'ARBITRAGE COMMERCIAL, *Arbitrage spécialisé pour les*

litiges impliquant les clients de membres de l'OCRCVM, en ligne : <<http://www.ccac-adr.org/fr/arbitrage-specialise-consommateurs.php>> (consulté le 5 février 2015)

CSF, *Environnement réglementaire*, en ligne : <<http://www.chambresf.com/fr/la-chambre/lois-et-reglements/environnement-reglementaire/>> (consulté le 6 février 2015)

FINANCIAL STABILITY BOARD [FSB], *What we do*, en ligne : <<http://www.financialstabilityboard.org/what-we-do/>> (consulté le 17 novembre 2014)

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *Financial System Stability Assessment – Update*, janvier 2008, en ligne : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr0859.pdf>> (consulté le 9 septembre 2014)

FORUM CONJOINT, *À propos de nous*, en ligne : <<http://www.jointforum.ca/fr/about/>> (consulté le 12 janvier 2015)

GENDARMERIE ROYALE DU CANADA, *Équipes intégrées de la police des marchés financiers*, en ligne : <<http://www.rcmp-grc.gc.ca/imet-eipmf/index-fra.htm>> (consulté le 19 octobre 2014)

INTERMARKET SURVEILLANCE GROUP, *Home*, en ligne : <<https://www.isgportal.org/isgPortal/public/home.htm>> (consulté le 19 octobre 2014)

IPSO REID, *CSA Investor Index 2009*, 5 octobre 2009, en ligne : <https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/General/pdfs/CSA%20Investor%20Index%202009%20Final_EN.pdf?n=6519> (consulté le 21 octobre 2014)

OCRCVM,

L'OCRCVM annonce des changements au programme d'arbitrage, 14 janvier 2011, p. 2, en ligne : <http://www.ocrcvm.ca/Documents/2011/d088f7a4-f6d8-4fbf-abb7-bf61656b13c8_fr.pdf> (consulté le 5 février 2015)

Qui nous sommes, en ligne : <<http://www.ocrcvm.ca/about/Pages/default.aspx>> (consulté le 20 octobre 2014)

OCRCVM,

Fiche d'information de l'OCRCVM : Plateforme d'enrichissement des technologies de surveillance STEP, 2010, en ligne :

<<http://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=E43068FDCBEF492BBFE7986CF390A8BF&Language=fr>> (consulté le 21 octobre 2014)

Strategic Plan 2012-2015, mai 2014, en ligne :

<http://www.iiroc.ca/Documents/2012/a3181ea0-2c4a-4079-a904-ad1a2f75eb75_en.pdf> (consulté le 10 juin 2015)

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, *Economic Policy Reforms. Going for Growth 2006*, mars 2006, en ligne: <<http://www.oecd.org/eco/growth/economicpolicyreformsgoingforgrowth2006.htm>> (consulté le 9 septembre 2014)

RÉGIME COOPÉRATIF EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX, *Au sujet du régime coopératif*, en ligne : <<http://ccmr-ocrmc.ca/au-sujet-du-regime-cooperatif/?lang=fr>> (consulté le 9 septembre 2014)