BIBLIOTHÈQUE du PARLEMENT
LIBRARY of PARLIAMENT

ÉTUDE GÉNÉRALE

# *Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières*

## *2. Aspects constitutionnels*

**Publication n° 2012-29-F**
**Le 17 mai 2012**

**Maxime-Olivier Thibodeau**

Division des affaires juridiques et législatives
Service d'information et de recherche parlementaires

# *Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières – 2. Aspects constitutionnels*

## (Étude générale)

La présente publication est aussi affichée en versions HTML et PDF sur IntraParl (l'intranet parlementaire) et sur le site Web du Parlement du Canada.

Dans la version électronique, les notes de fin de document contiennent des hyperliens intégrés vers certaines des sources mentionnées.

*This publication is also available in English.*

Les ***études générales*** de la Bibliothèque du Parlement présentent et analysent de façon objective et impartiale diverses questions d'actualité sous différents rapports. Elles sont préparées par le Service d'information et de recherche parlementaires de la Bibliothèque, qui effectue des recherches et fournit des informations et des analyses aux parlementaires ainsi qu'aux comités du Sénat et de la Chambre des communes et aux associations parlementaires.

Publication n° 2012-29-F
Ottawa, Canada, Bibliothèque du Parlement (2012)

# TABLE DES MATIÈRES

1 INTRODUCTION ..... 1

2 LE *RENVOI RELATIF À LA* LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES ..... 1

2.1 Avis de la Cour suprême du Canada au sujet du *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières ..... 1

2.2 Arguments constitutionnels ..... 3

2.2.1 Position des parties ..... 3

2.2.2 Principes constitutionnels ..... 3

2.2.3 Application ..... 5

2.2.4 Conclusion du renvoi ..... 6

3 OBSERVATIONS ..... 7

3.1 Poursuivre le projet de création d'un organisme fédéral des valeurs mobilières ..... 7

3.2 Améliorer le régime actuel ..... 8

4 CONCLUSION ..... 10

# PROJET D'ORGANISME FÉDÉRAL DES VALEURS MOBILIÈRES – 2. ASPECTS CONSTITUTIONNELS*

## 1 INTRODUCTION

En mai 2010, dans le cadre de son projet de création d'un organisme fédéral de réglementation des valeurs mobilières, le gouvernement fédéral a saisi la Cour suprême du Canada du *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières [1]. Il s'agissait de la plus récente d'une série de plusieurs démarches effectuées au fil des ans afin d'examiner la possibilité de créer un organisme fédéral des valeurs mobilières. Dans le but d'« offrir une certitude juridique aux provinces, aux territoires et aux participants du marché [2] », le gouvernement a demandé à la Cour de se prononcer sur la question suivante : « La *Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières*, ci-jointe, relève-t-elle de la compétence du Parlement du Canada? ».

Ainsi, en décembre 2011, la Cour suprême a statué que la *Loi sur les valeurs mobilières* proposée par le gouvernement n'était pas valide parce qu'elle ne relève pas d'un pouvoir conféré au Parlement fédéral par la Constitution.

La présente publication, qui analyse les aspects constitutionnels de l'avis de la Cour suprême, est composée des deux volets suivants : un résumé de l'avis de la Cour suprême et une description de certaines réactions à l'égard de cet avis.

## 2 LE *RENVOI RELATIF À LA* LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

### 2.1 AVIS DE LA COUR SUPRÊME DU CANADA AU SUJET DU *RENVOI RELATIF À LA* LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

Si elle était adoptée, la loi sur les valeurs mobilières proposée entraînerait la création d'un régime unique de gestion du commerce des valeurs mobilières qui serait assujetti à la surveillance d'un organisme fédéral pour l'ensemble du Canada. La Cour suprême a statué que « la *Loi sur les valeurs mobilières*, dans sa version actuelle, n'est pas valide, car elle ne relève pas du pouvoir général de réglementation en matière de trafic et de commerce conféré au Parlement en vertu du par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* [3] ».

En rejetant le point de vue du gouvernement selon lequel la *Proposition concernant une loi canadienne intitulée* Loi sur les valeurs mobilières (la Proposition) relève du pouvoir général du Parlement en matière de trafic et de commerce, la Cour a conclu que, considérée dans son ensemble, la Proposition :

> vise principalement à protéger les investisseurs et à assurer l'équité des marchés des capitaux en réglementant la conduite au quotidien des émetteurs et des autres participants au marché des valeurs mobilières. Or,

> ces matières sont considérées depuis longtemps comme des questions locales qui relèvent du pouvoir législatif des provinces en matière de propriété et de droits civils sur leur territoire et le Canada n'a pas démontré que le marché des valeurs mobilières a changé au point que la réglementation de tous les aspects du commerce des valeurs mobilières relève désormais du volet général du pouvoir du Parlement en matière de trafic et de commerce prévu au par. 91(2) [4].

La Cour a déclaré que « [l]a loi proposée consiste en une intrusion massive par le Parlement dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières [5] ». Elle a néanmoins affirmé que le Parlement fédéral possède les compétences constitutionnelles qui lui permettent d'adopter des lois concernant certains aspects de la réglementation des valeurs mobilières et de promouvoir l'intégrité et la stabilité du système financier canadien [6].

Selon la Cour, « [l]e Canada a démontré que certains aspects du marché des valeurs mobilières ont une portée nationale et touchent l'ensemble du pays [7] ». Ainsi, la Cour a évoqué la possibilité d'une démarche coopérative avec les provinces qui, « tout en reconnaissant la nature essentiellement provinciale de la réglementation des valeurs mobilières, habiliterait le Parlement à traiter des enjeux véritablement nationaux [8] ».

Les différents intérêts en jeu dans cette affaire, ainsi que la cohabitation des compétences constitutionnelles attribuées au Parlement fédéral et de celles attribuées aux provinces exigent de la Cour suprême qu'elle se livre à un exercice propre au fédéralisme. En effet, selon la Cour, « [l]a proposition suivant laquelle tant les pouvoirs fédéraux que ceux des provinces doivent être respectés et qu'un pouvoir ne peut être utilisé d'une manière telle que cela revienne en réalité à en vider un autre de son essence constitue un principe fondamental du fédéralisme [9] ».

Tout en rappelant la nécessité d'un équilibre entre les compétences du Parlement fédéral et celles des provinces, la Cour affirme que la dimension nationale de certains aspects du système des valeurs mobilières ne suffit pas à autoriser le Parlement à réglementer l'ensemble de ce système [10].

Dans son analyse de la Proposition, la Cour suprême a précisé qu'elle ne détermine pas ce qui constitue un modèle optimal pour réglementer le marché des valeurs mobilières, parce qu'il ne revient pas aux tribunaux de trancher sur cette question politique. Ainsi, la Cour déclare qu'« [e]n conséquence, [sa] réponse à la question posée par le présent renvoi n'est dictée que par le texte de la Constitution, par les principes fondamentaux de notre droit constitutionnel ainsi que par la jurisprudence pertinente [11] ».

Après avoir passé en revue les propositions de réglementation fédérale des valeurs mobilières formulées au fil des ans, mais jamais mises en œuvre [12], la Cour souligne en outre que les arguments qui y sont énoncés, ainsi que les arguments contraires présentés dans d'autres études qui portent sur l'opportunité politique d'une réglementation soit fédérale, soit provinciale des valeurs mobilières, ne sont pas pertinents pour décider de la validité constitutionnelle de la Proposition [13].

## 2.2 ARGUMENTS CONSTITUTIONNELS

### 2.2.1 POSITION DES PARTIES

Dans le renvoi, la Cour suprême souligne que les gouvernements fédéral et ontarien, de même que quelques autres intervenants, ont fait valoir que la Proposition, considérée dans son ensemble, relève de la compétence générale conférée au Parlement fédéral par le paragraphe 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* de légiférer en matière de trafic et de commerce [14].

La Cour insiste sur le fait que le gouvernement fédéral n'a pas invoqué d'autres chefs de compétence fédérale, comme celui relatif au trafic et au commerce interprovinciaux et internationaux, qui est un volet distinct du pouvoir prévu au paragraphe 91(2) de la Constitution. Les autres chefs de compétence fédérale que le gouvernement aurait pu invoquer, selon la Cour suprême, sont celui portant sur la constitution en sociétés sous le régime de lois fédérales ou celui qui lui est conféré en matière de droit criminel (sauf dans le cas de certaines dispositions relatives aux infractions criminelles, dont la constitutionalité n'a pas été contestée) [15].

La Cour souligne également que le gouvernement fédéral n'a pas invoqué non plus la doctrine des pouvoirs accessoires selon laquelle les dispositions de la Proposition qui pourraient relever de la compétence des provinces seraient valides parce qu'elles sont accessoires à l'exercice de pouvoirs fédéraux.

À l'opposé, les procureurs généraux de l'Alberta, du Québec, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick, ainsi que d'autres intervenants, ont contesté la validité de la Proposition parce qu'elle créerait un régime relevant de la compétence en matière de propriété et de droits civils conférée aux provinces par le paragraphe 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. Selon eux, ce régime empiéterait également sur la compétence provinciale prévue au paragraphe 92(16) portant sur les matières de nature purement locale ou privée, c'est-à-dire la réglementation des contrats, de la propriété et des professions [16].

### 2.2.2 PRINCIPES CONSTITUTIONNELS

La Cour suprême rappelle qu'en vertu de leur compétence constitutionnelle en matière de propriété et de droits civils, les provinces ont le pouvoir de réglementer le commerce intraprovincial des valeurs mobilières. La Cour cite Lord Atkin, qui avait affirmé dans l'arrêt de principe *Lymburn* v. *Mayland* que « Si [une compagnie] est constituée pour pratiquer le négoce des valeurs mobilières, il ne semble y avoir aucune raison pour qu'elle ne soit pas assujettie aux lois valides de la province concernant l'entreprise de tous ceux qui se livrent à ce négoce [17] ».

Ce principe a été réitéré plus récemment par la Cour dans l'arrêt *Multiple Access Ltd.* c. *McCutcheon* :

> Il est bien établi que les provinces ont le pouvoir, en matière de propriété et de droits civils, de réglementer le commerce des actions des compagnies dans la province, pourvu que la loi ne distingue pas les compagnies constituées en vertu d'une loi fédérale en prévoyant à leur égard des

> mesures particulières ou discriminatoires […] Depuis l'arrêt du Conseil privé *Lymburn* v. *Mayland*, [1932] A.C. 318, les dispositions des lois provinciales relatives aux valeurs mobilières ont été largement reconnues sur le plan constitutionnel [18].

Selon la Cour, le Parlement fédéral possède par ailleurs les compétences constitutionnelles qui lui permettent d'adopter des lois concernant certains aspects de la réglementation des valeurs mobilières et de promouvoir l'intégrité et la stabilité du système financier canadien [19]. Il s'agit notamment du pouvoir d'édicter des lois relatives :

- au droit criminel (par. 91(27));
- aux banques (par. 91(15));
- aux faillites (par. 91(21));
- aux télécommunications (art. 91 et al. 92(1)a));
- à la paix, à l'ordre et au bon gouvernement (art. 91);
- au trafic et au commerce (par. 91(2)).

La Cour suprême précise que la compétence fédérale relative au trafic et au commerce comporte deux volets : d'une part, le pouvoir quant au commerce interprovincial et international et, d'autre part, le pouvoir général en matière de trafic et de commerce qui autorise le Parlement à édicter des lois « lorsqu'un intérêt national est mis en jeu d'une manière qui est, sur le plan qualitatif, différente des enjeux provinciaux [20] ».

Après avoir rappelé ces principes, la Cour affirme que « même si la Cour préconise un fédéralisme coopératif et souple, les frontières constitutionnelles qui sous-tendent le partage des compétences doivent être respectées [21] ». Ainsi, le « courant dominant » du fédéralisme souple ne saurait nier des pouvoirs précis ni éroder l'équilibre constitutionnel inhérent à l'État fédéral canadien. La Cour rappelle que :

> [p]our définir la portée du pouvoir général relatif au trafic et au commerce, les tribunaux se sont fondés sur les principes fondamentaux qui sous-tendent la Constitution. La fédération canadienne repose sur le principe selon lequel les deux ordres de gouvernement sont coordonnés, et non subordonnés. Par conséquent, un chef de compétence fédérale ne saurait se voir attribuer une teneur qui viderait de son essence une compétence provinciale. Il s'agit d'un des principes qui sous-tendent la Constitution [22].

La Cour fait ensuite appel aux critères élaborés dans l'arrêt *General Motors of Canada* c. *City National Leasing* [23]. Dans cet arrêt, la Cour suprême avait confirmé la validité du droit d'intenter un recours civil prévu par une loi fédérale, en vertu de la compétence constitutionnelle fédérale en matière de trafic et de commerce [24]. Pour arriver à ce résultat, la Cour a réitéré le besoin d'établir un équilibre entre les paragraphes 91(2) et 92(13) de la Constitution, ce dernier conférant aux provinces la compétence en matière de propriété et de droits civils, et a formulé cinq critères permettant de conclure à la compétence fédérale :

> 1) La mesure législative contestée s'inscrit-elle dans un régime général de réglementation?
>
> 2) Le régime fait-il l'objet de surveillance par un organisme de réglementation?
>
> 3) La mesure législative porte-t-elle sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier?
>
> 4) Le régime est-il d'une nature telle que la Constitution n'habiliterait pas les provinces, seules ou de concert, à l'adopter?
>
> 5) L'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités dans le régime législatif en compromettrait-elle l'application dans d'autres parties du pays [25]?

La Cour souligne qu'elle a d'ailleurs confirmé cette approche récemment dans l'arrêt *Kirkbi AG* c. *Ritvik Holdings Inc*.[26], en concluant que la *Loi sur les marques de commerce*, une loi fédérale, « touche le commerce dans son ensemble, et non un secteur en particulier, étant donné que les marques de commerce intéressent "tous les secteurs d'activité des différentes provinces" [27] ».

### 2.2.3 APPLICATION

En cherchant à appliquer les principes mentionnés précédemment, la Cour établit d'abord que le régime proposé doit être jugé valide ou non dans son ensemble. Afin de déterminer si les dispositions du régime proposé relèvent du pouvoir général en matière de trafic et de commerce, la Cour a cerné le caractère véritable de la Proposition et a vérifié si elle satisfaisait aux critères établis dans l'arrêt *General Motors*.

La Cour détermine d'abord que le caractère véritable de la Proposition « consiste à réglementer, à titre exclusif, tous les aspects du commerce des valeurs mobilières au Canada, y compris les occupations et les professions relatives à ce domaine dans chaque province [28] ». Cette détermination n'étant pas suffisante pour rattacher la Proposition à une compétence fédérale ou provinciale, la Cour doit ensuite se demander si celle-ci, considérée dans son ensemble, traite d'un domaine d'une importance et d'une portée nationale qui transcende les compétences provinciales, au regard des critères de l'arrêt *General Motors*.

La Cour déclare que les deux premiers critères, à savoir si la mesure législative contestée s'inscrit ou non dans un système général de réglementation et si le régime fait ou non l'objet de surveillance par un organisme de réglementation, sont satisfaits [29].

En ce qui concerne le troisième critère, qui consiste à déterminer si la mesure législative porte sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier, la Cour répond que la Proposition, dans son ensemble, « excède la portée réelle du volet général de la compétence en matière de trafic et de commerce pour se préoccuper finalement de la réglementation d'un secteur en particulier [30] ».

Quant au quatrième critère formulé dans l'arrêt *General Motors*, qui porte sur la capacité constitutionnelle des provinces et des territoires d'adopter de concert un régime analogue, la Cour donne partiellement raison au gouvernement fédéral. En effet, la Cour considère que :

> [l]es provinces, agissant de concert, sont dépourvues de la capacité constitutionnelle 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. Ainsi, un régime fédéral portant sur de telles matières pourrait bien différer, du point de vue qualitatif, du fruit d'une action provinciale concertée ou non [31].

Malgré ce qui précède, la Cour conclut qu'en se préoccupant de la réglementation de tous les aspects des valeurs mobilières dans leurs moindres détails, la Proposition dépasse l'intérêt législatif du Parlement fédéral.

La cinquième et dernière étape de l'arrêt *General Motors* consiste à se demander si la non-adhésion d'une province au régime en entraverait le fonctionnement. La Cour répond par la négative en ce qui concerne des questions réglementaires demoindre importance. Pour ce qui est des objectifs véritablement nationaux, la Cour répond par l'affirmative.

Après avoir analysé les cinq critères de l'arrêt *General Motors*, la Cour pose finalement la question suivante : la Proposition, « considérée dans son entièreté, intéresse-t-elle une matière d'importance et de portée véritablement nationales touchant le commerce dans son ensemble et distincte des enjeux provinciaux? [32] », et y répond par la négative.

### 2.2.4 CONCLUSION DU RENVOI

Par conséquent, la Cour a conclu que ce sont les enjeux locaux – protéger les investisseurs et assurer l'équité des marchés par le truchement de la réglementation de ses participants – qui constituent le caractère véritable de la Proposition. La Cour précise que la doctrine des pouvoirs accessoires ne peut s'appliquer en l'espèce, parce que cette doctrine exige que la Proposition (considérée dans son ensemble) soit valide, ce qui n'est pas le cas. La Cour estime que :

> [l]a loi proposée excède le pouvoir général du Parlement en matière de trafic et de commerce et doit donc être jugée inconstitutionnelle. Cela étant dit, rien n'interdit la démarche coopérative qui, tout en reconnaissant la nature essentiellement provinciale de la réglementation des valeurs mobilières, habiliterait le Parlement à traiter des enjeux véritablement nationaux [33].

Dans le même sens, la Cour estime que l'historique des diverses propositions de réglementation des valeurs mobilières au Canada révèle que ce secteur d'activités comporte à la fois des aspects nationaux et des aspects locaux [34]. Elle mentionne également l'expérience d'autres fédérations, où l'idée de coopération est nécessaire pour atteindre un équilibre entre ces différents aspects. Selon la Cour, cette approche :

> s'inscrit dans le droit fil des principes constitutionnels canadiens et des pratiques adoptées par le fédéral et les provinces dans d'autres sphères

> d'activité. Ces régimes ont pour pivot le respect par chacun des champs de compétence de l'autre et la collaboration pour principe directeur. Le fédéralisme qui sous-tend le cadre constitutionnel canadien n'exige pas moins [35].

En bref, la Cour suprême a déclaré que la coopération est nécessaire à l'atteinte d'un équilibre entre les intérêts nationaux et locaux.

# 3 OBSERVATIONS

Selon un observateur, dans le *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, la légitimité politique de la Cour suprême du Canada était en jeu. Ainsi, en plus de ses répercussions économiques sur le secteur des valeurs mobilières, l'avis de la Cour pourrait avec une incidence sur l'équilibre des pouvoirs du Parlement fédéral et des provinces. Le même analyste a affirmé que l'avis de la Cour suprême pourrait aussi influer sur l'évolution du droit constitutionnel en matière de partage des compétences et de preuve constitutionnelle. Les différents observateurs ne s'entendent pas sur l'état de la situation à la suite de cet avis et sur le bien-fondé du projet du gouvernement fédéral de poursuivre son projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières [36].

## 3.1 POURSUIVRE LE PROJET DE CRÉATION D'UN ORGANISME FÉDÉRAL DES VALEURS MOBILIÈRES

Dans le *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, la Cour suprême a mentionné que la « nécessité de se prémunir contre des risques systémiques et d'y répondre pourrait fonder une législation fédérale visant le problème national qui résulte de ce phénomène [37] ».

Dans le cadre de son avis, la Cour a retenu la définition de « risques systémiques » suivante :

> risques qui entraînent un « effet domino » où le risque de défaillance d'un participant du marché nuit à la faculté des autres de s'acquitter de leurs obligations juridiques et provoque une série de chocs économiques néfastes qui se répercutent dans l'ensemble d'un système financier [38].

D'après certains observateurs, le *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières autoriserait le gouvernement fédéral à mettre en place un régime fédéral qui réglementerait les risques systémiques qui sont clairement de sa compétence :

> [L]e gouvernement fédéral devrait créer un organisme de réglementation des marchés financiers, qu'il investirait du mandat précis de la surveillance des risques systémiques dans les marchés des valeurs mobilières, et à qui il conférerait les pouvoirs d'intervenir lorsque des produits ou des activités en particulier menaceraient la stabilité financière […]
>
> Cela comprendrait la réglementation des produits dérivés négociés hors bourse, des agences de notation, de la tenue de registres, des ventes à découvert, de même que la prise urgente de règlements visant les « risques importants de dommages matériels dont pourraient être victimes les

> investisseurs ou qui pourraient porter atteinte à l'intégrité et à la stabilité des marchés financiers [39].

Certains observateurs ont exprimé quelques réserves relativement à cette approche. Par exemple, une analyste estime que la création d'un organisme fédéral chargé de surveiller les risques systémiques exigerait d'abord que soient définis de façon précise ces risques, puis la manière dont ils seraient pris en charge. Elle craint que :

> cette approche restrictive de la réglementation fédérale, qui est fondée uniquement sur les risques systémiques, crée un quatorzième régulateur des marchés financiers sans régler directement les questions de la reddition de comptes, du dédoublement des efforts, de l'inefficience et de l'inefficacité, qui sont des sources de préoccupations dans le cadre du système actuel [40].

La même observatrice considère que la Cour a utilisé une analyse formaliste du fédéralisme pour en arriver à une décision hautement décontextualisée qui démontre une incompréhension de l'évolution et de l'état actuel des marchés financiers canadiens [41]. Elle estime qu'en déterminant que les marchés financiers canadiens sont de nature locale et en ignorant le fait qu'ils sont essentiellement nationaux et internationaux, la Cour a omis d'appliquer le principe constitutionnel de « l'arbre vivant » [42]. Cependant, elle est d'avis que la création d'un organisme national des valeurs mobilières est toujours possible et souhaitable [43].

Quant à la recommandation de la Cour selon laquelle il s'agit de trouver une solution qui satisferait autant le gouvernement fédéral que les provinces en adoptant une approche coopérative, la même analyste estime que c'est exactement ce que le gouvernement fédéral et le Bureau de transition canadien en valeurs mobilières ont fait jusqu'à maintenant [44]. C'est d'ailleurs l'option qu'elle privilégie.

Finalement, certains observateurs voient dans la Proposition un véhicule adéquat pour s'assurer que la nouvelle Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières peut notamment prendre des mesures d'urgence afin de protéger la stabilité des marchés financiers [45]. Selon ce point de vue, cette stabilité serait améliorée par la présence d'un organisme unique qui travaillerait de concert avec les agences fédérales, comme le Bureau du surintendant des institutions financières et la Banque du Canada, afin de répondre rapidement aux enjeux émergents qui requièrent une forme de coordination [46].

### 3.2 AMÉLIORER LE RÉGIME ACTUEL

Certains observateurs croient que le gouvernement fédéral a une responsabilité à l'égard des risques systémiques, et qu'il possède les moyens nécessaires pour les gérer :

> Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) est investi de la responsabilité de réglementation prudentielle de surveiller et de réglementer les activités liées aux valeurs mobilières des banques canadiennes « dans un système où toutes les banques, et leurs succursales (y compris les services bancaires d'investissement), sont soumises à la surveillance d'un seul régulateur ». Évidemment, cela est tout à fait conforme avec les attributions conférées au surintendant en vertu de la *Loi sur le Bureau du surintendant des institutions financières*. Le point de vue du

> gouvernement fédéral, selon lequel la *Loi sur les valeurs mobilières* proposée « vise carrément à prévenir les risques systémiques » eu égard aux dispositions en vertu desquelles il est permis d'exiger que les participants du marché produisent des documents (art. 109) et qu'ils fournissent de l'information au Canada et à l'étranger (par. 224(1)), n'apporte rien de nouveau. Le Bureau du surintendant des institutions financières possède déjà ces pouvoirs et, dans la mesure où il était important d'en étendre la portée à certaines organisations non réglementées telles que les fonds de placement spéculatifs et les « chambres opaques », l'élargissement de la définition d'institution financière de la *Loi sur le Bureau du surintendant des institutions financières*, qui inclurait les participants du marché, réaliserait cet objectif [47].

Cet avis est partagé par un autre observateur, qui affirme que toute initiative portant sur les risques systémiques devrait viser les lacunes affectant la réglementation, autant fédérale que provinciale :

> [L]e Bureau du surintendant des institutions financières et la Banque du Canada sont déjà en position favorable pour pouvoir composer avec des situations auxquelles sont rattachées des risques systémiques importants, comme le sont les six grandes banques canadiennes. À l'échelon provincial, les régulateurs des valeurs mobilières disposent également d'outils pour atténuer l'accroissement des risques systémiques. Les régulateurs des deux ordres de gouvernement travaillent en collaboration dans le cadre du Comité des chefs d'organismes en échangeant de l'information et des points de vue, ainsi qu'en coordonnant des mesures à l'égard d'enjeux communs [48].

Son analyse démontre que la coopération entre les gouvernements et organismes de réglementation fédéraux et provinciaux assurerait une meilleure surveillance et une meilleure gestion des risques systémiques qu'une action unilatérale du gouvernement fédéral [49].

Le même observateur affirme que l'avis de la Cour suprême ne permet pas au gouvernement d'utiliser comme argument l'amélioration de la gestion des risques systémiques pour faire valoir le remplacement de la législation provinciale en matière de valeurs mobilières [50]. Tout en notant la nécessité de définir la notion même de risque systémique pour être en mesure de comprendre les paramètres et les sources principales, il souligne que cette définition ne pourrait s'étendre à tous les aspects du domaine des valeurs mobilières [51].

D'autres encore soulignent que « la Banque du Canada assume la responsabilité première de la surveillance des risques systémiques au chapitre des systèmes de compensation et de règlement de paiements [qu']elle participe aux forums internationaux et [qu']elle joue un rôle déterminant dans la réforme des marchés des dérivés [52] ». Ces observateurs estiment toutefois que :

> [l]e Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) est mal placé pour réglementer les risques systémiques provenant des marchés des valeurs mobilières (c.-à-d. pour faire ce que l'on appelle communément de la « réglementation macroprudentielle »). Inclure la surveillance prudentielle des marchés des valeurs mobilières dans le mandat du BSIF jetterait la confusion sur ce qui constitue la spécialisation de cet organisme et créerait un conflit d'intérêts préoccupant : l'attention qu'il porterait au maintien d'une saine évolution du secteur bancaire pourrait-elle le mener à faire des interventions trop prudentes et maladroites auprès des marchés des valeurs

> mobilières? La mise en œuvre d'une réglementation adéquate exige que les régulateurs soient non seulement bien coordonnés, mais aussi spécialisés et investis d'un mandat clair[53].

Selon un autre auteur, en raison du caractère très improbable de la participation volontaire de provinces comme le Québec et l'Alberta, l'espoir de créer un organisme de réglementation véritablement « national » n'a jamais existé[54]. Aux dires de ce dernier, l'idée selon laquelle la Proposition créerait un organisme unique, représentant le Canada d'une seule voix lors de négociations internationales, n'a jamais été plus qu'une chimère[55]. Il estime que la Cour a fait preuve de sagesse en appliquant correctement le droit aux faits en l'espèce :

> Ceux qui sont déçus de l'avis de la Cour suprême (particulièrement les intérêts commerciaux) devraient considérer les répercussions plus générales qu'aurait eues une décision favorisant le gouvernement fédéral, à la fois en ce qui a trait aux enjeux propres au processus qu'à l'équilibre des pouvoirs entre le gouvernement fédéral et les provinces[56].

Un autre analyste affirme que le régime actuel de passeport – le régime qui fournit aux participants un guichet unique aux marchés financiers canadiens – ne peut être considéré comme un régime véritablement harmonisé dans tout le Canada parce que l'Ontario n'y participe pas. La solution suivante pourrait donc être envisagée :

> [L]a meilleure manière de favoriser une réconciliation au plan constitutionnel en matière de réglementation des valeurs mobilières et de faire des progrès en la matière serait de faire en sorte que l'Ontario adhère au régime de passeport pour que les provinces puissent axer leurs efforts sur l'amélioration des politiques fonctionnelles, y compris la mise en place d'une relation qui repose davantage sur la collaboration avec le gouvernement fédéral[57].

## 4 CONCLUSION

La Cour suprême a rappelé dans le *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières que la réglementation des valeurs mobilières est de compétence provinciale, mais également que le fédéral a un rôle à jouer en ce qui concerne des enjeux véritablement nationaux, comme la gestion des risques systémiques et le maintien de l'équité et de l'efficience des marchés financiers dans tout le Canada.

Les observateurs qui se sont penchés sur la question sont divisés au sujet des mesures à prendre à la suite de l'avis de la Cour suprême. Devrait-on améliorer le régime actuel au moyen d'une meilleure harmonisation de la réglementation sur les valeurs mobilières à travers le Canada ou poursuivre le projet de création d'un organisme fédéral des valeurs mobilières qui régirait les enjeux nationaux selon une forme de coopération avec les provinces?

Quelle que soit la voie choisie, la nature des intérêts en jeu et les acteurs impliqués dans cette affaire, conjugués à l'intention annoncée du gouvernement fédéral de continuer à aller de l'avant avec son projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières, font en sorte que la suite des évènements sera déterminante autant

pour la réglementation des valeurs mobilières au Canada que pour le fonctionnement du fédéralisme canadien.

---

## NOTES

* La présente publication est la première d'une série de deux publications portant sur le projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières. La première publication expose les arguments économiques en faveur et à l'encontre du projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières. Voir : Maxime-Olivier Thibodeau, *Projet d'organisme fédéral des valeurs mobilières – 1. Aspects économiques*, publication n° 2012-28, Ottawa, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement, 30 avril 2012.

1. *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, 2011 CSC 66.
2. Ministère des Finances, *Fiche de renseignements sur le renvoi constitutionnel à la Cour suprême du Canada de la Proposition concernant une loi canadienne intitulée* Loi sur les valeurs mobilières.
3. *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, 2011 CSC 66, par. 134.
4. *Ibid.*, par. 6.
5. *Ibid.,* par. 2.
6. *Ibid*., par. 46.
7. *Ibid.*, par. 6.
8. *Ibid.*, par. 130.
9. *Ibid*., par. 7.
10. *Ibid.*
11. *Ibid.*, par. 10.
12. *Ibid.*, par. 12 à 28. Ces propositions sont énumérées dans Thibodeau (30 avril 2012).
13. *Ibid.*, par. 127.
14. *Ibid.*, par. 32.
15. *Ibid.*
16. *Ibid.*, par. 34.
17. *Lymburn* v. *Mayland*, [1932] A.C. 318 (C.P.) p. 324, cité dans *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, par. 43 [TRADUCTION].
18. *Multiple Access Ltd.* c. *McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S. 161, p. 183 (juge Dickson), cité dans *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, par. 44, qui renvoie également à *Global Securities Corp.* c. *Colombie-Britannique (Securities Commission)*, 2000 CSC 21, [2000] 1 R.C.S. 494, par. 40.
19. *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, par. 46.
20. *Ibid.*.
21. *Ibid.*, par. 62.
22. *Ibid.*, par. 71.
23. *General Motors of Canada* c. *City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641.
24. *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, par. 80.

25. *Ibid*., par. 108.
26. *Kirkbi AG* c. *Ritvik Holdings Inc*., 2005 CSC 65, [2005] 3 R.C.S. 302.
27. *Ibid.*, par. 29, cité dans *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, par. 82.
28. *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, par. 106.
29. *Ibid.*, par. 110.
30. *Ibid.*, par. 117.
31. *Ibid.*, par. 121.
32. *Ibid.*, par. 124.
33. *Ibid.*, par. 130.
34. *Ibid.*, par. 131. Ces propositions sont exposées dans Thibodeau (30 avril 2012).
35. *Ibid.*, par. 133.
36. Dans le budget de 2012, qui a été présenté après l'avis de la Cour suprême dans le *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, le ministre des Finances, Jim Flaherty, a réitéré ses arguments en faveur de la création d'un organisme fédéral des valeurs mobilières et a présenté un décret qui prolonge le mandat du Bureau de transition canadien en valeurs mobilières d'un an, jusqu'en juillet 2013.
37. *Renvoi relatif à la* Loi sur les valeurs mobilières, par. 128.
38. Michael J. Trebilcock, *National Securities Regulator Report*, 2010, par. 26, cité dans *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, par. 103.
39. Anita I. Anand et Grant Bishop, « Securities Blanket – Ottawa should move now to enact securities regulations in areas that are clearly within federal jurisdiction », *Financial Post*, 9 février 2012 [TRADUCTION].
40. Poonam Puri, « The Supreme Court's Securities Act Reference Fails to Demonstrate an Understanding of the Canadian Capital Markets », *Canadian Business Law Journal*, vol. 52, n° 2, p. 196.*Ibid*., p. 196 [TRADUCTION].
41. *Ibid*., p. 190 et 191.
42. *Ibid*., p. 193 et 194.
43. *Ibid*., p. 191.
44. *Ibid*., p. 196. Le Bureau de transition canadien en valeurs mobilières a été établi en 2009 aux termes de la *Loi sur le Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières*. Il a été investi du mandat de mener des consultations auprès du comité consultatif des provinces et territoires participants à propos de l'élaboration d'une ébauche de loi fédérale sur les valeurs mobilières – cette loi allait faire l'objet du renvoi devant la Cour suprême – ainsi qu'à concevoir un plan de transition vers une commission fédérale des valeurs mobilières
45. Thomas Hockin, *Arguments for a National Securities Regulator*, dans Pierre Lortie (avec les commentaires de Thomas Hockin), « Securities Regulation in Canada – The Case for Effectiveness », *IRPP Study [Institute for Research on Public Policy]*, n° 19, octobre 2011, p. 32.
46. *Ibid*.
47. Lortie (2011), p. 22 [TRADUCTION].
48. Stéphane Rousseau, « Endgame: the Impact of the Supreme Court's Decision on the Project to Create a National Securities Regulator », *Canadian Business Law Journal*, vol. 52, n° 2, 2012, p. 188 et 89 [TRADUCTION].

49. *Ibid.,* p. 189.
50. *Ibid*., p. 188.
51. *Ibid*.
52. Anand et Bishop (2012) [TRADUCTION].
53. *Ibid*.
54. Jeffrey MacIntosh, « Politics, not Law », *Canadian Business Law Journal*, vol. 52, n° 2, p. 179.
55. *Ibid*., p. 180.
56. *Ibid*., p. 181 [TRADUCTION].
57. Eric Spink, « Reacting to the Status Quo in Securities Regulation », *Canadian Business Law Journal*, vol. 52, n° 2, p. 185 [TRADUCTION].