

DEVANT LA COUR SUPRÊME DU CANADA

Dans l'affaire de la section 53 de la Loi sur la Cour suprême (L.R., 1985, ch. S-26)

Et dans l'affaire d'un renvoi par le Gouverneur en Conseil au sujet de la proposition de la loi canadienne concernant les valeurs mobilières formulée dans le décret C.P. 2010 en date du 26 mai 2010

MÉMOIRE DU PROCUREUR GÉNÉRAL DU CANADA (r. 42 des Règles de la Cour suprême)

Robert J. Frater and Peter W. Hogg, Q.C.

Department of Justice Canada
Bank of Canada Building, East Tower
234 Wellington Street, Room 1161
Ottawa, Ontario, K1A 0H8
Tel: (613) 957-4763
Fax: (613) 954-1920
Email: robert.frater@justice.gc.ca

Counsel for the Attorney General of Canada

Myles J. Kirvan

Deputy Attorney General of Canada
Per: Robert J. Frater
Department of Justice Canada
Bank of Canada Building, East Tower
234 Wellington Street, Room 1161
Ottawa, Ontario, K1A 0H8
Tel: (613) 957-4763
Fax: (613) 954-1920
Email: robert.frater@justice.gc.ca

Solicitor for the Attorney General of Canada

TABLE DES MATIÈRES

	<u>Page</u>
Onglet 1 – Exposé	1
PARTIE I – APERÇU GÉNÉRAL ET ÉNONCÉ DES FAITS	1
1) Aperçu général de la position.....	1
2) Contexte.....	3
3) Difficultés actuelles en matière de réglementation des valeurs mobilières au Canada.....	4
a) Évolution des marchés des capitaux.....	4
b) Évolution des investisseurs.....	7
c) Évolution des produits financiers	8
d) La crise financière récente.....	9
4) Modèles de réglementation des valeurs mobilières	10
5) Les marchés de valeurs mobilières et les enquêtes criminelles.....	15
6) Contexte historique de la réforme de la réglementation des valeurs mobilières	16
7) La proposition concernant une loi canadienne intitulée <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	21
PARTIE II – LA QUESTION POSÉE DANS LE RENVOI	22
PARTIE III – ARGUMENTS	23
1) Le critère pour déterminer la validité constitutionnelle d'un régime législatif..	23
2) La Loi a pour caractère véritable la réglementation nationale complète des valeurs mobilières	23
a) Le gouvernement vise à créer une autorité nationale unique de réglementation des valeurs mobilières.....	23
i) Le préambule de la Loi et la disposition de déclaration d'objet	24
ii) La structure de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	27
iii) Le contexte de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	29
b) Les effets de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	30
i) Les dispositions touchant les droits des acteurs du marché	31
ii) L'effet sur les pouvoirs des provinces	32
c) Remarques finales sur le caractère véritable.....	35
3) La réglementation complète des valeurs mobilières à l'échelle canadienne relève de la compétence générale en matière d'échanges et de commerce.....	35
a) Les cinq indices du régime de la validité constitutionnelle.....	35
b) La <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> s'inscrit dans un système complet de réglementation	39
c) La surveillance constante par l'Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières.....	42
d) La <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> porte sur le commerce dans son ensemble.....	45
i) « Les marchés des capitaux touchent le bien-être et la prospérité de tous les Canadiens »	47

ii) « Les marchés des capitaux prennent une ampleur nationale et internationale accrue »	48
iii) « Les marchés des capitaux évoluent rapidement et deviennent de plus en plus complexes »	50
iv) « Il est primordial pour le Canada d'avoir des marchés des capitaux compétitifs et assujettis à un régime de contrôle d'application de la loi renforcé, complet et coordonné »	52
e) Restriction du pouvoir de réglementation des provinces	52
f) L'inclusion des provinces dans le régime	66
4) Recours à la compétence en droit criminel.....	68
5) Conclusion.....	69
PARTIE IV – DÉPENS	69
PARTIE V – DÉCISION	69
PARTIE VI – JURISPRUDENCE ET DOCTRINE	70
PARTIE VII– LÉGISLATION	76
ONGLET A – Securities Act (Alberta)	77
ONGLET B – Loi sur les banques, L.C. 1991, ch. 46, art. 440	85
ONGLET C – Loi d'exécution du budget de 2009, L.C. 2009, ch. 2, art.297-29988	
ONGLET D –Loi sur l'investissement du régime de pensions du Canada, L.C. 1997, ch.40	92
ONGLET E – Loi sur le Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières, L.C. 2009, ch. 2, art. 297, article 17 ...	128
ONGLET F – Loi canadienne sur la protection de l'environnement (1999), L.C. 1999, ch.33, art.6	136
ONGLET G – Loi constitutionnelle de 1967, art. 92, 92	141
ONGLET H – Loi réglementant certaines drogues et autres substances, L.R. 1985, ch. F-27, s. 8	146
ONGLET I –Loi sur les espèces en péril, L.C. 2002, ch. 29, par. 34(4)	150
ONGLET J – Loi sur les valeurs mobilières, L.R.Q. ch. V-1.1.....	155

PARTIE I – APERÇU GÉNÉRAL ET ÉNONCÉ DES FAITS

1) Aperçu général de la position

1. La Cour est appelée à déterminer si le Parlement a compétence pour adopter la proposition de loi canadienne intitulée *Loi sur les valeurs mobilières* (la Loi). La question posée n'invite pas à discuter si la Loi est une bonne politique, cette question étant du ressort exclusif du Parlement, ni à évaluer le rendement des treize organismes de réglementation provinciaux et territoriaux actuels, comme l'y invitent les différents rapports déposés par les procureurs généraux du Québec et de l'Alberta (le Québec et l'Alberta). La Cour doit décider non pas si le Parlement devrait créer une autorité unique de réglementation des marchés des capitaux, mais si la Constitution le lui permet.

2. La réponse à cette question de droit est que le Parlement possède cette compétence. La Loi proposée vise, de par son caractère véritable, à créer un régime complet de réglementation des valeurs mobilières, administré par une autorité nationale unique de réglementation. Un tel régime est un exercice valide du volet général de la compétence en matière d'échanges et de commerce que confère le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, telle que l'interprètent des arrêts comme *General Motors c. City National Leasing*¹ et *Kirkbi AG c. Ritvik Holdings Inc.*². Ces arrêts n'établissent pas un test pour évaluer la constitutionnalité de lois fédérales; plutôt, ils demandent à la Cour d'apprécier la validité de la législation par rapport à cinq indices. La Loi proposée crée un régime de réglementation (1^{er} indice) sous la surveillance constante d'un organisme de réglementation, l'Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières (2^e indice).

¹ *General Motors of Canada Ltd. c. City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641 aux pages 671-672 (General Motors) [Recueil de sources du PGC, Onglet 13].

² *Kirkbi AG c. Ritvik Holdings Inc.*, [2005] 3 R.C.S. 302 (*Kirkbi AG*) [Recueil de sources du PGC, Onglet 16].

3. Selon le troisième indice, il faut examiner si la mesure législative porte sur le commerce dans son ensemble et non pas sur un secteur en particulier. En plus de réglementer les personnes et les entreprises associées à des activités relatives aux valeurs mobilières, la Loi régit les grandes politiques économiques et l'exécution des lois dans l'ensemble du pays. Plus précisément, la Loi s'applique non seulement au « secteur des valeurs mobilières » – les courtiers, conseillers et gestionnaires financiers qui agissent à titre d'intermédiaire dans des opérations de valeurs mobilières – mais aussi aux sociétés ouvertes et aux investisseurs de tous les secteurs de l'économie. La Loi ne vise pas seulement le marché primaire (l'émission des valeurs mobilières), mais réglemente aussi les échanges de valeurs mobilières sur le marché secondaire. Elle va réglementer d'importantes pratiques des sociétés, dont la communication d'information continue et la gouvernance, soit des obligations imposées aux sociétés ouvertes pour préserver la confiance des investisseurs dans le marché secondaire. De la même manière que la législation fédérale sur la concurrence interdit les pratiques concurrentielles déloyales dans toutes les industries, la réglementation générale des valeurs mobilières concerne le commerce en général et non pas un secteur particulier.

4. Le quatrième indice concerne la question de savoir si la Loi est de nature telle que la Constitution habiliterait les provinces, conjointement ou séparément, à l'adopter. La Constitution restreint les pouvoirs législatifs des provinces, agissant individuellement, lesquelles ne peuvent de ce fait adopter de mesure législative à l'échelle du pays. Neuf provinces ont créé ensemble le « système des passeports », qui visait à mieux coordonner la réglementation mais qui démontre que même l'action conjointe ne peut au plan constitutionnel reproduire un régime national de réglementation des valeurs mobilières sous la surveillance d'un organisme national unique. La Loi s'appliquera au marché des capitaux, lequel est fondamentalement interprovincial et international. La Loi permettra la mise en place au niveau national de ressources d'exécution de la Loi sans égard aux frontières provinciales, et des sanctions criminelles et administratives.

L'autorité nationale de réglementation coopérera avec les autres institutions fédérales afin d'exercer ses fonctions pour réduire les risques systémiques à l'égard du système financier canadien. L'autorité nationale de réglementation parlera au nom du Canada et l'engagera au plan international, fonctions de plus en plus importantes dans ce domaine interrelié à l'échelle mondiale.

5. À propos du cinquième et dernier indice de l'arrêt *General Motors*, soit la nécessité d'établir un régime national, la Loi vise à mettre progressivement en place une autorité nationale unique de réglementation des valeurs mobilières. Les provinces et les territoires peuvent accepter volontairement de se joindre au régime de réglementation. Cela peut certes rendre l'objectif de mettre en place une autorité unique de réglementation plus difficile à atteindre rapidement, mais tenter d'atteindre cet objectif par la coopération plutôt que par la coercition ne devrait pas affecter la validité constitutionnelle du régime.

6. Finalement, le fait qu'il y a compétence concurrente par rapport à l'objet de la Loi proposée ne diminue en rien la constitutionnalité de celle-ci; il s'agit plutôt d'une application classique de la doctrine du « double aspect ». La réglementation des valeurs mobilières comporte deux aspects « trafic et commerce » et « droits de propriété et droits civils », et ne diffère pas à cet égard d'autres matières dont la Constitution ne fait pas précisément mention, comme l'environnement, la protection des consommateurs et la santé. La jurisprudence qui a affirmé la compétence des provinces à l'égard de la réglementation des valeurs mobilières ne justifie en aucune façon la conclusion que les provinces ont une compétence exclusive dans ce domaine de si grande importance pour l'ensemble de l'économie.

2) Contexte

7. Le 26 mai 2010, le ministre des Finances a déposé à la Chambre des communes la proposition concernant une loi canadienne intitulée *Loi sur les valeurs mobilières*, et un renvoi devant cette Cour a été initié. L'unique question qui est posée est la 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?

8. Des versions de cette question, formulées de façon légèrement différente, font également l'objet de renvois devant les cours d'appel du Québec et de l'Alberta³. Ces deux renvois posent des questions supplémentaires, concernant par exemple la compétence du Parlement d'adopter des dispositions de la *Loi d'exécution du budget de 2009* établissant le Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières, destiné à aider à établir une autorité nationale de réglementation. La question générale de la compétence est toutefois le principal objet de tous les documents présentés par les parties devant les juridictions d'appel provinciales.

9. Même si la *Loi sur les valeurs mobilières* est elle-même le « fait » crucial pour ce qui est du règlement de la question du partage des compétences, dont la Cour est saisie, le contexte est souvent important dans les litiges constitutionnels⁴. En l'espèce, il est nécessaire d'avoir quelques notions sur la nature présente et passée du marché des capitaux et sur le contexte historique de la Loi pour éclairer le débat.

3) Défis actuels en matière de réglementation des valeurs mobilières

a) Évolution des marchés des capitaux

10. Les marchés des capitaux connaissent depuis un siècle une profonde transformation. Au départ, ces marchés étaient purement de nature locale, mais ils ont évolué pour devenir essentiellement nationaux et internationaux. Ce constat a été présenté par de nombreux comités techniques qui se sont penchés

³ Gouvernement du Québec, Décret 720-2010 (25 août 2010); province de l'Alberta, Order in Council 181/2010 modifiant le O.C. 20/2010. [Recueil de sources du PGC, Onglet 60]

⁴ *Bande Kitkatla c. Colombie-Britannique (Ministre des Petites et moyennes entreprises, du Tourisme et de la Culture)*, [2002] 2 R.C.S. 146 par. 51; *Consolidated Fastfrate Inc. c. Western Canada Council of Teamsters*, [2009] 3 R.C.S. 407 par. 32 [Recueil de sources du PGC, Onglets 17, 11].

sur la réforme de la réglementation des valeurs mobilières⁵, et la Cour elle-même a eu l'occasion de se prononcer en ce sens⁶.

11. L'un des points forts des bourses des valeurs qui ont vu le jour au début du XIXe siècle était leur caractère local : les investisseurs se fiaient sur leurs connaissances au sujet des entreprises et de leurs propriétaires pour éviter les personnes corrompues et les fraudeurs⁷. Les communications devenant plus rapides, moins coûteuses et plus complètes, les marchés de capitaux locaux ont progressivement cédé le pas aux marchés régionaux qui offraient de plus grandes possibilités d'affaires ainsi que des économies d'échelle⁸. Au Canada, ce processus de regroupement et de centralisation a donné lieu à la fusion des bourses de valeurs mobilières. Leur nombre a chuté et leur spécialisation a permis à celles qui restaient de survivre⁹. La manière de faire des transactions a aussi changé, les opérations sur une simple poignée de main cédant le pas à des transactions complètement automatisées¹⁰.

12. Le caractère de plus en plus national et international des marchés des capitaux ressort clairement du comportement de ceux qui y participent, notamment les émetteurs de titres, les institutions financières et les intermédiaires participant aux opérations boursières. Selon une étude réalisée en

⁵ Voir Dossier du renvoi (Dossier du PGC), Vol. II, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, « CANSEC: Legal and Administrative Concepts », nov. 1967 08CB 61, p. 32-33 (Proposition CANSEC), propositions portant sur une législation des valeurs mobilières au Canada, p. 42-43 (Proposition de 1979); *Draft Memorandum of Understanding Regarding the Regulation of Securities in Canada* (Accord des premiers ministres de l'Atlantique), p. 1; Comité des personnes averties sur la réglementation des valeurs mobilières au Canada Rapport du Comité des personnes averties, p. 67; Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada (Rapport du groupe Crawford), p. 111.

⁶ *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494 par. 28 (*Global Securities*); *Multiple Access Ltd. c. McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S. 161 par. 173 (*Multiple Access*) [Recueil de sources du PGC, Onglets 14, 21].

⁷ Dossier du PGC, Vol. I, Rapport de Frank Milne (L'incidence de l'innovation et de l'évolution sur la réglementation des marchés de capitaux) (Milne), par. 3.2, 6.3, p. 186, 197.

⁸ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.2, p. 186.

⁹ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 6.3, p. 186; Dossier du Procureur général du Québec (Dossier du Québec), Vol. XII, Jonathan Macey (*An Analysis of the Canadian Federal Government's Initiative to Create a National Securities Regulator*), Juin 2010 (Macey n° 1), p. 47-48.

¹⁰ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.2, 6.3, p. 186, 197.

2002, seul un très petit nombre d'entreprises cherchaient à se procurer des capitaux surtout dans leur propre province¹¹; cette observation vaut également pour l'industrie pétrolière et gazière largement concentrée en Alberta¹². Toutefois, les coûts associés à l'obligation de se conformer aux exigences de multiples organismes de réglementation incitent quelques émetteurs à n'offrir leurs titres que dans les provinces plus importantes¹³. La plupart des sociétés cotées à la Bourse de Toronto (TSX), sinon la totalité d'entre elles, « effectuent leurs opérations boursières à l'échelle transprovinciale »¹⁴. À la fin de 2008, la majorité des soixante plus importants émetteurs de titres du TSX étaient également inscrits à la cote d'une bourse aux États-Unis¹⁵. Le résultat net est que « une réglementation provinciale distincte ne concorde presque jamais avec les activités entreprises réglementées sur les marchés des capitaux¹⁶ ». Les émetteurs de valeurs mobilières, les institutions financières et les intermédiaires doivent avoir une présence au sein des centres financiers internationaux¹⁷.

13. Enfin, les organismes d'autoréglementation créés pour réglementer les négociants en valeurs mobilières, comme l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, sont des organisations nationales et non provinciales¹⁸.

b) Évolution des investisseurs

¹¹ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par.3.5, p. 187-188.

¹² Dossier de l'intervenant Association des banquiers canadiens (Dossier de l'ABC), Vol. XXVIII, affidavit de Marion G. Wrobel souscrit le 26 août 2010 (Wrobel), par.17, pp. 13-14.

¹³ Dossier de l'ABC, Vol. XXVIII, Wrobel, par. 29, p. 20.

¹⁴ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.4, p. 187.

¹⁵ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.9, p. 189.

¹⁶ Dossier du PGC, Vol. I, Rapport de Michael J. Trebilcock (Rapport sur un organisme national de réglementation des valeurs mobilières (Trebilcock n°1), par. 37, p. 247.

¹⁷ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.2, 3.13, p. 186, 191.

¹⁸ Dossier du Québec, Vol. XII, Macey n° 1, p. 45-46; Dossier de l'Alberta (Dossier de l'Alberta), Vol. XIX, Eric Spink (Securities Regulation as Property Law), 28 juin 2010 (Spink n° 1), par. 17, p. 9; Dossier de l'Alberta, Vol. XVIII, affidavit de William S. Rice souscrit le 29 juin 2010 (Rice) par. 59-64, p. 24-26.

14. Les marchés des capitaux ont changé, et les investisseurs aussi. La plupart des Canadiens participent de nos jours au marché des valeurs mobilières, par des placements directs ou par des intermédiaires comme les fonds communs de placement ou les fonds de pension¹⁹. L'investisseur local, souhaitant acheter des parts dans une entreprise locale dont il a une certaine connaissance personnelle, est l'exception, il a été remplacé par d'importants investisseurs institutionnels comme les fonds de pension ou les fonds communs de placement²⁰. L'investisseur institutionnel ne s'intéresse pas seulement aux entreprises locales, ou même nationales, mais veut mitiger ses risques en diversifiant ses placements dans différents lieux géographiques²¹. Parallèlement, le fait que les marchés des capitaux canadiens soient devenus plus efficaces et aient une envergure plus importante les a rendus plus attrayants aux yeux des investisseurs étrangers. À la fin de 2009, les investissements canadiens dans des titres étrangers, et les investissements étrangers dans des titres canadiens, avaient atteint des sommets inégalés²².

15. L'augmentation de l'importance de placements institutionnels comme les fonds communs de placement et les fonds de retraite a permis aux petits investisseurs de réduire les frais de transaction associés à la diversification de leur portefeuille national ou international. Leurs investissements étant ainsi diversifiés, les Canadiens sont exposés à des risques financiers lorsque les marchés de capitaux sont en crise, au Canada ou à l'étranger²³. De nombreux cotisants à des fonds de retraite ignorent tout des risques auxquels ils sont exposés parce qu'ils ignorent où sont investis leurs fonds²⁴.

¹⁹ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 6.5-6.6, 12.1 aux p.198-199, 217.

²⁰ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.14 p. 191.

²¹ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.14, 6.4 p. 191, 198.

²² Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.8 p. 188.

²³ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 3.14 p. 191.

²⁴ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par.6.5 p. 198.

16. La montée des investisseurs institutionnels a eu d'importantes conséquences pour la réglementation des valeurs mobilières. La protection des investisseurs a toujours été l'une des priorités de tous les systèmes de réglementation des valeurs mobilières²⁵. Il est devenu nécessaire de faire appel à des conseillers en placement spécialisés pour servir d'intermédiaires dans des opérations où peuvent intervenir de nouveaux types de valeurs mobilières. De plus en plus, la confiance dans les marchés dépend des organismes de réglementation et de leur capacité de surveiller la compétence et l'intégrité des personnes facilitant les opérations²⁶.

c) Évolution des produits financiers

17. Un autre important changement survenu dans les marchés des capitaux a été la prolifération des produits financiers. La gamme de produits dérivés et d'instruments financiers de plus en plus ésotériques est d'une diversité étourdissante²⁷. La complexité de ces produits, souvent basés sur des modèles mathématiques avancés, rend nécessaire le recours aux services de conseillers aux connaissances pointues²⁸. Or la complexité peut cacher le risque inhérent de ces produits, de sorte que même le conseiller le plus « averti » peut en ignorer les risques y afférents²⁹. Les opérations par voie électronique exacerbent davantage la volatilité en permettant d'effectuer un nombre élevé de transactions en très peu de temps³⁰. Ce risque accru est important même pour les petits investisseurs, qui ces dernières années ont retiré une bonne partie de leurs économies des banques pour les investir dans des fonds communs de placement³¹.

²⁵ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 25 p. 239-240.

²⁶ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 4.4 p. 193.

²⁷ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 4.2, 8.1-8.6 p. 192, 203-205 .

²⁸ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par.4.4, 4.8 p. 193-194.

²⁹ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 4.4, 4.8, 5.2 p. 193-194,196.

³⁰ U.S. Commodity Futures Trading Commission et U.S. Securities and Exchange Commission, *Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010*, p. 2-3 (<http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>) [Recueil de sources du PGC, Onglet 82].

³¹ Dossier de l'ABC, Vol. XXVIII, Wrobel, par. 20, pp. 14-15.

18. La nature en rapide évolution et le caractère novateur des nouveaux produits financiers posent d'importants défis aux organes de réglementation des titres et des banques, au Canada comme à l'étranger. L'innovation a créé le risque « d'arbitrage par la réglementation », soit la possibilité pour des intervenants du secteur financier « de structurer des instruments et de réaliser des opérations de façon à contourner les régimes de réglementation qu'ils jugent excessivement contraignants ou invasifs »³².

d) La crise financière récente

19. La réforme de la réglementation des valeurs mobilières a essentiellement évolué par réaction à des crises³³. Les conséquences étendues et souvent dévastatrices des crises financières font ressortir, d'une part, les défis auxquels font face les organismes de réglementation et, d'autre part, les lacunes de ces derniers.

20. Bien que la crise financière mondiale est devenue une crise bancaire, ses sources sont dans les marchés des capitaux, surtout dans la titrisation du crédit, la gestion inadéquate des risques et des pratiques d'octroi de prêt téméraires³⁴. Un volume énorme de valeurs mobilières adossées à des prêts hypothécaires à risque émanant des États-Unis a été vendu à des investisseurs dans le monde entier, notamment à des institutions financières. À mesure de la chute de la valeur de l'immobilier aux États-Unis, le marché de ces valeurs mobilières a perdu sa liquidité et les institutions financières qui y avaient investi se sont trouvées vulnérables lorsque des défaillances (ou la peur de défaillances) ont entraîné une chute dramatique du prix de ces valeurs mobilières. Le marché du crédit s'est en conséquence resserré, restreignant ainsi l'accès au crédit. La perturbation du marché du crédit a entraîné un ralentissement économique grave

³² Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 4.1 p. 191-192.

³³ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 1.5 p. 181-182.

³⁴ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 10.6 p. 210.

dans de nombreux pays et une récession mondiale. Au Canada, des segments du marché du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) non bancaires ont été paralysés en 2007, créant de sérieux problèmes pour de nombreuses familles, petites entreprises et quelques intermédiaires financiers³⁵. Il a fallu une intervention gouvernementale massive et coûteuse à l'échelle mondiale pour s'attaquer aux effets de la crise³⁶.

4) Modèles de réglementation des valeurs mobilières

21. La question posée dans le présent renvoi ne demande pas à la Cour son avis sur ce que serait la meilleure forme de réglementation des valeurs mobilières pour le Canada. Une telle question politique ne relèverait pas du rôle des tribunaux³⁷. Il reste qu'un exposé des différents modèles de réglementation des valeurs mobilières aide à comprendre les intérêts des gouvernements fédéral et provinciaux.

22. Comme l'a fait remarquer l'expert du Québec, le professeur Macey, le Canada est [TRADUCTION] « le seul grand pays industrialisé qui ne possède pas d'organisme national de réglementation des valeurs mobilières »³⁸. Dans le cadre du débat de presque 50 ans sur la meilleure façon de structurer cette réglementation, il s'est dégagé un consensus largement partagé quant aux objectifs de la réglementation et à l'opportunité de la réforme, mais on s'entend moins sur ce qui devrait être la « meilleure » forme de réglementation. Dans son document, le professeur Trebilcock analyse les forces et les faiblesses des propositions formulées par les différents groupes nommés par le gouvernement et par d'autres experts dans le domaine³⁹.

Comment [P1]: Jonathan Macey, professeur à l'université Yale. Il n'y a pas de référence, mais son rapport devait être en anglais.

³⁵ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 11.3 p. 213.

³⁶ Dossier du PGC, Vol. I, Milne, par. 10.6-10.9 p. 210-212.

³⁷ Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu (Can.), [2000] 1 R.C.S. 783 à la page 797 (Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu) [Recueil de sources du PGC, Onglet 37].

³⁸ Dossier du Québec, Vol. XII, Macey n° 1, p. 40.

³⁹ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 31-67 p. 244-266.

23. Tous les experts conviennent de la nécessité de mieux intégrer ou coordonner les organismes de réglementation, surtout pour accroître la protection des investisseurs tout en réduisant le fardeau de réglementation pour les acteurs du marché⁴⁰. Le débat actuel au Canada tourne surtout autour de deux grands modèles : un régime de « passeport », et un organisme de réglementation national unique. Dans un régime de « passeport », les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux conviennent d'harmoniser quelques-unes de leurs exigences et d'accepter les décisions de la « principale autorité de réglementation » lorsque des autorisations sont requises dans les domaines harmonisés. Ainsi, les acteurs du marché présentent une demande unique, soit à l'organisme de réglementation de leur propre province; la décision rendue par cet organisme sert ensuite de « passeport » dans les autres provinces et territoires. Dans les domaines du droit des valeurs mobilières qui ont été harmonisés, le système de passeport élimine la nécessité d'obtenir une décision distincte dans chaque province ou territoire dans lequel une autorisation est demandée. Même si ce régime n'élimine pas l'obligation de verser des droits à de multiples administrations⁴¹, les coûts d'observation des multiples réglementations s'en trouvent ainsi diminués, et les activités interprovinciales des acteurs du marché⁴², facilitées.

24. Le système de passeport existe déjà dans une certaine mesure à l'heure actuelle au Canada, notamment à l'issue d'un accord signé par des ministres provinciaux en 2004. La collaboration entre les organismes de réglementation est facilitée par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), un forum regroupant les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux.

⁴⁰ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 63 p. 262-263; Dossier du Québec, Vol. XII, Macey n° 1, p. 49; Dossier du Québec, Vol. XI, Stephen Choi (The Benefits of Securities Regulation in Canada), juin 2010 (Choi n° 1), par. 3 p. 11-13, par. 60-62, pp. 51-53; Dossier de l'Alberta, Vol. XVIII, Rice n° 1, par. 95-111, pp. 35-39.

⁴¹ Dossier du renvoi, Dossier du procureur général de l'Ontario (Dossier de l'Ontario), Vol. XXIV, affidavit de Robert Christie, par. 42, p.18.

⁴² Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, paras 59-61 p. 259-262; Dossier de l'Alberta, Vol. XX, affidavit de Dennis Gartner souscrit le 7 juillet 2010 (Gartner), pièce L, *Provincial/Territorial Memorandum of Understanding Regarding Securities Regulation*, p. 228.

De nombreuses mesures ont été prises, dont l'adoption de règles et de politiques nationales, l'amélioration de l'ancien Régime d'examen concerté (REC) en vertu duquel, depuis 1999, sont mutuellement reconnues les décisions d'un « organisme de réglementation principal » à des fins désignées et la création d'un cybersystème de dépôt de documents d'information continue et des déclarations d'initiés⁴³. Il faut cependant souligner que l'Ontario, tout en étant membre des ACVM, n'a pas signé l'accord de 2004 et demeure à l'extérieur du système de passeport. Il en résulte une absence de réciprocité : les administrations qui adhèrent au régime de passeport ont décidé d'accepter les décisions de l'Ontario comme si la province faisait partie du système, tandis que l'Ontario peut accepter les leurs, mais n'y est pas tenue⁴⁴. Autrement dit, dans le domaine restreint que couvre le régime de passeport, seule l'obtention d'autorisations en Ontario, permettant l'accès à tous les autres marchés provinciaux, équivaut à une autorisation nationale.

25. L'une des ironies du système de passeport c'est que plus ce système réussit à atteindre l'objectif d'une plus grande intégration, plus il réduit deux des avantages théoriques des organismes de réglementation multiples : la capacité de s'adapter aux situations locales distinctes, et l'innovation et l'expérimentation en matière réglementaire⁴⁵.

26. La description de modèles réglementaires étrangers est aussi révélatrice. Parmi les 109 membres de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), qui ensemble réglementent plus de 95 % des marchés de valeurs mobilières dans le monde⁴⁶, seul le Canada n'a pas d'organisme de

Comment [P2]: Trebilcock n° 1, par. 28, dit « 90% ».

⁴³ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport du Comité des personnes averties, p.81.

⁴⁴ Dossier de l'Alberta, Vol. XVIII, Rice n° 1, par. 105 p. 38; Dossier du Québec, Vol. XII, Andrea Corcoran (International Standards Affecting Securities Regulators and Regulation as Applicable to Quebec), juin 2010 (Corcoran), p. 147; Dossier de l'Ontario, Vol. XXIV, affidavit de Robert Christie, par. 36, pp. 15-16.

⁴⁵ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 61 p. 260-262.

⁴⁶ OICV, communiqué de presse du 8 juin 2010 (<http://www.iosco2010.com/pdf/com08juin2010-2.pdf>) [Recueil de sources du PGC, Onglet 69].

réglementation national et la plupart ont un seul organisme de réglementation national⁴⁷. Les seuls membres « ordinaires » avec plein droit de vote à l'OICV qui viennent du Canada sont les commissions de valeurs mobilières du Québec et de l'Ontario⁴⁸.

27. L'OICV joue un rôle important en aidant les organismes de réglementation à parvenir à un consensus sur les questions de réglementation. L'OICV a déclaré que la réglementation des valeurs mobilières devait viser trois objectifs : protéger les investisseurs; promouvoir des marchés de capitaux justes et efficaces; réduire le risque systémique⁴⁹. Les deux premiers ont été reconnus par tous les groupes canadiens qui ont examiné la réforme touchant les valeurs mobilières⁵⁰. Le passé récent a éclairé davantage en revanche l'objectif de réduire les risques systémiques – risques que la défaillance d'un acteur du marché n'ait des conséquences négatives généralisées⁵¹. L'OICV affirme qu'un organisme de réglementation [TRADUCTION] « devrait avoir un processus permettant de contrôler, d'atténuer et de gérer ces risques »⁵². La fragmentation des pouvoirs en matière réglementaire peut compromettre l'établissement d'une approche compréhensive à l'égard du contrôle et de la gestion des risques systémiques⁵³.

28. Outre l'OICV, d'autres organismes, internationaux comme le G-20, ou canadiens comme le groupe Hockin en 2009⁵⁴, ont accepté l'idée selon laquelle la gestion du risque systémique est un objectif légitime pour la réglementation

Comment [P3]: J'ai seulement trouvé deux références sur Internet indiquant qu'il existe une version française des « Objectifs et principes... » de l'OICV, au moins pour 1998 et 2003. Il s'agit ici du principe n° 6 (sur 38) de la version de juin 2010.

⁴⁷ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 61, 64 p. 260-262, 264.

⁴⁸ Dossier de l'Alberta, Vol. XVII, Rice n° 1, par. 133 p. 37. L'Alberta et la Colombie-Britannique sont des membres associés de l'OICV et n'ont pas de droit de vote.

⁴⁹ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 28, p. 241-242; OICV, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, (June 2010) (updated version), p. 3 (“Objectives and Principles”). [Recueil de sources du PGC, Onglet 70]

⁵⁰ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1 par. 28 p. 241-242.

⁵¹ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 21-24 p. 236-239.

⁵² OICV, communiqué de presse du 10 juin 2010, (<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS188.pdf>) [Recueil de sources du PGC, Onglet 68].

⁵³ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 29 p. 242-243.

⁵⁴ Dossier du PGC, Vol. II, *Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, Rapport final et recommandations*. Ottawa, Ministère des Finances, 2009, p. 133-134 (Rapport du groupe Hockin).

des valeurs mobilières⁵⁵. Même si l'on croyait jadis que le risque systémique étaient surtout l'affaire du secteur bancaire, la récente crise économique mondiale nous a fait voir l'interdépendance de tous les aspects de l'activité financière dans le secteur des banques et des valeurs mobilières.

29. Les dangers que présentent le risque systémique font ressortir la nécessité de se doter d'une réglementation nationale, voire internationale⁵⁶. Lorsque des activités touchant des titres contribuent à un risque systémique, un organisme national de réglementation pourrait coordonner ses politiques avec celles de la Banque du Canada, du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), du ministère des Finances, de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada et celles de la Société d'assurance-dépôts du Canada⁵⁷. Il faut souligner que l'Union européenne, qui comprend 27 pays indépendants, a récemment pris des mesures en vue de mieux intégrer sa propre réglementation des valeurs mobilières en un cadre plus centralisé de contrôle financier et de gestion du risque systémique. À partir du 1^{er} janvier 2011, la nouvelle Autorité européenne des marchés financiers travaillera de concert avec de nouveaux organes de réglementation de la banque et de l'assurance et avec le nouveau Comité européen du risque systémique⁵⁸.

30. Divers types « d'effets externes » peuvent avoir une incidence sur les marchés des valeurs mobilières. Ces effets externes peuvent être imposés de l'extérieur; de même, un organisme de réglementation peut imposer des effets négatifs à d'autres. Lorsque l'objet de la réglementation est de nature nationale

⁵⁵ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 28 p. 241-242.

⁵⁶ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 29-30 p. 242-243.

⁵⁷ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n°1, par. 61 aux p. 260-262.

⁵⁸ PE, *Position du Parlement européen arrêtée en première lecture le 22 septembre 2010 en vue de l'adoption du règlement (UE) n° .../2010 du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers)*, COD/2009/0144, par. 2 et 82 (ne figure pas encore au Journal officiel de l'Union européenne), <http://www.europarl.europa.eu/oeil/file.jsp?id=5804652¬iceType=null&language=fr> [Recueil de sources du PGC, Onglet 58].

ou internationale, il est difficile pour les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux de traiter ces effets externes négatifs⁵⁹.

5) Les marchés de valeurs mobilières et les enquêtes criminelles

31. Les personnes chargées d'enquêter sur les activités criminelles dans les marchés des capitaux doivent relever de nombreux défis. Au Canada comme à l'étranger, les criminels et leurs victimes se situent de part et d'autre des frontières⁶⁰. Les enquêtes comportent régulièrement des demandes d'entraide juridique adressées à plusieurs pays. La complexité toujours croissante des stratagèmes frauduleux reflète celle du marché.

32. La coopération internationale, tout comme la collaboration entre les provinces, devient essentielle pour appliquer la loi, car les enquêteurs reconnaissent que la criminalité liée aux marchés financiers et celle qui lui est apparentée sont par leur nature même transnationale. Les enquêteurs ont remarqué l'intégration des marchés. Les criminels cherchent à « exploiter les barrières entre les pays et les institutions ». Les organisations criminelles tirent parti des technologies; selon un récent rapport de la GRC, « la technologie aide les criminels à perpétrer leurs activités criminelles de façon anonyme, à transférer rapidement des fonds et à cibler des victimes à très grande échelle »⁶¹. Les enquêtes deviennent plus compliquées et plus coûteuses à mesure que les stratagèmes deviennent plus complexes et de plus grande envergure.

⁵⁹ Dossier du PGC, Vol. I, Trebilcock n° 1, par. 21-24 p. 236-239; Michael Trebilcock (rapport en réponse aux spécialistes du Québec et de l'Alberta) (Trebilcock n° 2), par. 2 p. 278; Dossier du Québec, Vol. XII, Macey n° 1, pp. 70-71.

⁶⁰ Dossier du PGC, Vol. I, affidavit de Stephen White (White), par. 9-10 p. 271; voir aussi Service canadien de renseignements criminels, *Rapport sur le crime organisé 2010*. Ottawa, Gendarmerie royale du Canada, 2010 (*Rapport sur le crime organisé 2010*), p. 34-36 [Recueil de sources du PGC, Onglet 57].

⁶¹ *Rapport sur le crime organisé 2010*, ibid. p. 36 [Recueil de sources du PGC, Onglet 57].

6) Contexte historique de la réforme de la réglementation des valeurs mobilières

33. Bien que l'idée de créer une commission nationale des valeurs mobilières ressorte déjà du rapport de la Commission royale d'enquête sur les écarts de prix de 1935⁶², l'époque moderne commence en 1964 lorsque la Commission Porter a conclu que le besoin d'uniformité de la réglementation pourrait exiger la création d'une autorité nationale unique de réglementation⁶³. Dans son rapport, toutefois, elle envisageait la commission fédérale comme un onzième organe de réglementation, qui travaillerait avec les dix commissions provinciales qui existaient à l'époque et fixerait des normes élevées qu'elles pourraient reprendre⁶⁴.

34. À l'époque de la Commission Porter, il y avait une bourse à Toronto, Montréal, Vancouver, Winnipeg et Calgary⁶⁵. Les opérations se négociaient « par des personnes sur le parquet de la bourse », même si la Commission voyait venir le jour où elles passeraient par des ordinateurs⁶⁶. Même si la situation d'alors était très différente de ce qu'elle est aujourd'hui, la Commission Porter a dégagé certains thèmes qu'ont repris tous les travaux subséquents effectués dans le domaine :

- a) la nécessité d'éliminer les dédoublements dans la réglementation⁶⁷;
- b) le fait qu'un très grand nombre de problèmes « dépassent le palier local »⁶⁸;

⁶² *Rapport de la commission royale d'enquête sur les écarts de prix* (Wm. Kennedy, président), Ottawa, Imprimeur du Roi, 1935, p. 43-45. [Recueil de sources du PGC, Onglet 78]

⁶³ Dossier du PGC, Vol. II, *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, (Dana H. Porter, présidente), Ottawa, Imprimeur de la Reine, 1964, p. 1 (Rapport de la Commission Porter).

⁶⁴ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport de la Commission Porter, pp. 21-22.

⁶⁵ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport de la Commission Porter, pp. 6, 16.

⁶⁶ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport de la Commission Porter, p. 17.

⁶⁷ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport de la Commission Porter, pp. 21-22.

⁶⁸ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport de la Commission Porter, p. 21.

- c) la nécessité d'établir une collaboration efficace avec d'autres organismes nationaux de réglementation⁶⁹;
- d) la nécessité d'une action policière plus efficace pour protéger les investisseurs⁷⁰;
- e) la nécessité de normes élevées uniformes dans la législation et la réglementation⁷¹.

Il n'y a pas eu de réponse législative aux travaux de la Commission Porter.

35. Trois ans plus tard, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a rendu publique une nouvelle proposition en vue d'établir un organisme de réglementation national unique dont les pouvoirs lui seraient délégués par les provinces, en association avec l'autorité fédérale⁷². La nécessité d'une commission nationale était fondée sur deux raisons : les lacunes administratives des commissions provinciales, et le besoin d'une réglementation des valeurs mobilières qui échappe aux frontières géographiques provinciales⁷³. Les discussions qui ont suivi ont donné lieu à la rédaction d'un projet de loi fédéral qui n'a jamais été déposé⁷⁴. Il faut souligner qu'un rapport de 1969 pour le Québec reconnaissait qu'une présence fédérale pourrait être justifiée en vertu de la compétence en matière de trafic et de commerce⁷⁵.

36. En 1979, le ministère fédéral de la Consommation et des Corporations a réalisé une étude en trois volumes, *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes*⁷⁶. L'étude recommandait la création

⁶⁹ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport de la Commission Porter, p. 21.

⁷⁰ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport de la Commission Porter, p. 22, 27.

⁷¹ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport de la Commission Porter, p. 21-22.

⁷² Dossier du PGC, Vol. II, CANSEC proposal, pp. 29-39.

⁷³ Dossier du PGC, Vol. II, CANSEC Proposal, pp. 32-33.

⁷⁴ Harris, Douglas, *A Symposium on Canadian Securities Regulation: Harmonization or Nationalization?*, University of Toronto Capital Markets Institute, 2002, (Livre blanc de l'U. de T.) p. 15 [Recueil de sources du PGC, Onglet 64].

⁷⁵ Québec, Rapport du Comité d'étude sur les institutions financières (rapport Parizeau), 1969, p. 132 [Recueil de sources du PGC, Onglet 61].

⁷⁶ Dossier du PGC, Vol. II, *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*. Ottawa, Consommation et affaires commerciales Canada, 1979, p. 40-48.

d'une commission nationale des valeurs mobilières travaillant en collaboration avec les commissions provinciales. Elle prenait pour point de départ [TRADUCTION] « le fait que le marché financier au Canada est de nature pancanadienne »⁷⁷. L'étude incluait un projet de loi, qui n'a pas été adopté.

37. En 1994, les premiers ministres des quatre provinces de l'Atlantique ont demandé au gouvernement fédéral d'établir un organisme fédéral de réglementation des valeurs mobilières⁷⁸. Ils proposaient la mise en place progressive d'un tel organisme sur deux ans, la participation provinciale demeurant facultative. L'autorité fédérale serait obtenue par délégation des provinces participantes⁷⁹. Le gouvernement fédéral formula une réponse à la proposition et déclara dans le discours du Trône de 1996 qu'il « [chercherait], de concert avec les provinces intéressées, à mettre sur pied une commission canadienne des valeurs mobilières »⁸⁰. Ces travaux n'ont pas abouti à une loi.

38. En 2002, le ministre fédéral des Finances a formé le « Comité des personnes averties » pour examiner les forces et les faiblesses du système de réglementation des valeurs mobilières alors en vigueur et recommander une structure et un modèle de gestion appropriés⁸¹. Le rapport du Comité, publié en 2003 sous le titre *C'est le temps d'agir*, proposait la création d'un organisme national unique de réglementation. Ces recommandations s'appuyaient sur les conclusions suivantes :

- a) la transformation des marchés de capitaux, jadis essentiellement locaux, désormais nationaux et internationaux;

⁷⁷ Livre blanc de l'U. de T., précité, note 75 p. 21 [Recueil de sources du PGC, Onglet 64].

⁷⁸ Livre blanc de l'U. de T., précité, note 75 p. 27 [Recueil de sources du PGC, Onglet 64]; Dossier du PGC, Vol. II, Proposition des premiers ministres de l'Atlantique, p. 50-57.

⁷⁹ Dossier du PGC, Vol. II, Proposition des premiers ministres de l'Atlantique, p.52, Livre blanc de l'U. de T., précité, note 75 p. 27-28 [Recueil de sources du PGC, Onglet 64].

⁸⁰ Débats de la Chambre des communes, Hansard, vol. 133, n° 0001, 2° seart., 35° lég., 27 février 1996, p. 5 [Recueil de sources du PGC, Onglet 65].

⁸¹ Dossier du PGC, Vol. II, Rapport du Comité des personnes averties, p. 60.