

Réforme structurelle de la réglementation financière au Canada

Une étude de recherche préparé pour le
Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières

Eric J. Pan

Réforme structurelle de la réglementation financière au Canada

Biographie

Eric J. Pan

Eric J. Pan est professeur agrégé de droit et directeur du Samuel and Ronnie Heyman Center on Corporate Governance à la Benjamin N. Cardozo School of Law à New York. Il est aussi membre associé du programme d'économie internationale au Royal Institute for International Affairs (Chatham House) à Londres et a servi pendant un mandat au Council on Foreign Relations à New York et à Washington, DC.

M. Pan effectue des recherches sur la réglementation financière, les marchés financiers, la gouvernance des sociétés et le droit international. Parmi ses nombreuses activités professionnelles, il dirige la Chatham House City Series à Londres, est membre du groupe de travail sur la réglementation extraterritoriale de l'Association internationale du barreau et donne fréquemment, en Amérique du Nord, en Europe et en Asie, des conférences sur le droit financier international et le droit des sociétés.

Avant d'entrer à la Cardozo School of Law, M. Pan a pratiqué le droit pendant plusieurs années à Washington, DC en droit des sociétés, valeurs mobilières et droit international au cabinet Covington & Burling. Ses domaines de spécialisation étaient les fusions et acquisitions, les offres publiques et privées de titres, la réglementation des valeurs mobilières, la prestation de conseils aux entreprises et le droit international public et privé. Avant d'entrer au cabinet Covington, il a été conférencier Jean Monnet en droit à l'Université de Warwick en Angleterre et directeur du programme de droit et d'études commerciales à la même université. Il a aussi été fellow invité au Lauterpacht Centre for International Law à l'Université de Cambridge en Angleterre.

M. Pan a reçu un B.A. *magna cum laude* en économie du Harvard College, une M.Sc. avec distinction en politique européenne et internationale de l'Université d'Édimbourg, en Écosse, et un doctorat en sciences du droit *cum laude* de la Harvard Law School.

Réforme structurelle de la réglementation financière au Canada

Sommaire

Le Canada pourra mettre à profit la réforme de son régime de réglementation financière non seulement pour mettre en place de meilleurs mécanismes de réglementation de ses marchés financiers mais aussi pour les rendre plus attrayants pour les participants. Dans la conjoncture actuelle, où ces derniers sont de plus en plus mobiles, les gouvernements doivent éviter de sacrifier l'un des objectifs pour atteindre l'autre. Les entreprises, les investisseurs, les sociétés de services financiers et les autres acteurs du marché peuvent maintenant faire des affaires sur une variété de places financières dans le monde. Voilà pourquoi le Canada, comme beaucoup d'autres pays, ne peut plus tenir pour acquis l'existence d'un marché financier intérieur dynamique, capable de répondre aux demandes croissantes des entreprises et des ménages canadiens. Il doit plutôt déployer des moyens pour attirer l'activité financière au Canada s'il veut continuer d'être un acteur financier de poids sur les marchés internationaux.

La mondialisation des marchés financiers ne saurait qu'inciter le Canada à mener à bonne fin la réforme réglementaire de son secteur financier. Ces dernières années, les États-Unis, l'Union européenne et d'autres pays ont compris que la gestion des marchés transfrontaliers exige une coopération plus serrée en matière de réglementation. Bon nombre des concurrents économiques du Canada ont consacré énormément de ressources à la recherche de moyens d'assurer la convergence et l'harmonisation de leurs normes réglementaires et des façons formelles et informelles de coopérer à l'élaboration de nouveaux règlements. Par conséquent, les normes et les pratiques exemplaires internationales en cours d'élaboration et de négociation pourraient, pendant des décennies à venir, régir les levées de capitaux, le commerce des valeurs mobilières et des produits dérivés et les pratiques en matière de crédit au niveau international. Dans la mesure où la structure de son régime de réglementation financière empêche le Canada de participer pleinement à ces négociations internationales, il a tout intérêt à procéder à ces réformes structurelles pour se donner une voix plus forte et plus cohérente.

Compte tenu de ces objectifs, le Canada devrait entreprendre les réformes décrites ci-après. D'abord, l'autorité en matière de réglementation devrait être confiée à des organismes fonctionnant sous l'égide du gouvernement fédéral, seul capable de représenter les intérêts nationaux aussi bien que locaux et provinciaux. L'activité financière chevauche fréquemment les frontières provinciales et serait donc mieux encadrée par un organisme de réglementation national. Par ailleurs, le gouvernement fédéral est le mieux placé pour défendre tous les intérêts du Canada dans les tribunes internationales et pour mener les négociations avec d'autres pays. Ensuite, le régime de réglementation du Canada devrait être restructuré selon le modèle de la réglementation axée sur des objectifs. Les autorités de réglementation devraient être structurées de façon à se spécialiser dans l'une des trois catégories de réglementation financière : (i) réglementation prudentielle; (ii) réglementation des pratiques du marché; (iii) mesures destinées à assurer la stabilité des marchés. Ayant fait le choix d'une réglementation axée sur des objectifs, le Canada ne devrait pas se laisser distraire par le faux choix qui s'offre entre une « autorité unique de réglementation » et le modèle « à deux pôles ». Il convient d'abord et avant tout que les organismes de réglementation du Canada aient des champs de compétence clairement délimités, échangent l'information librement et de façon continue et coordonnent leurs

interventions réglementaires. Enfin, la réforme structurelle doit s'accompagner de ressources additionnelles pour la surveillance et l'application afin de faciliter la mise en place de mécanismes de surveillance et une réglementation axée sur des principes. Cette réaffectation des ressources réglementaires rendra les marchés du Canada plus attrayants pour les institutions financières internationales et donnera au régime réglementaire les outils nécessaires pour protéger efficacement la sécurité et la solidité des marchés.

Table des matières

I.	Conception du régime de réglementation optimale.....	4
A.	Objectifs de la réglementation	4
B.	Caractéristiques d'un régime de réglementation optimale.....	7
C.	Stratégies de réglementation	10
D.	Organisation du régime de réglementation	14
II.	Régime de réglementation du Canada.....	18
A.	Structure actuelle du régime de réglementation du Canada.....	18
B.	Observations sur le régime de réglementation du Canada	22
III.	Analyse comparative : Royaume-Uni, Australie, États-Unis, France, Allemagne, Hollande et Hong Kong	23
A.	Royaume-Uni	24
B.	Australie	29
C.	États-Unis.....	30
1.	Système actuel	30
2.	Appels à la réforme.....	33
3.	Plan directeur du Trésor américain pour la modernisation de la réglementation financière.....	35
D.	France	39
E.	Allemagne	40
F.	Hong Kong.....	41
G.	Japon	42
H.	Hollande	43
IV.	Recommandations	43
A.	Parler d'une seule voix : Promotion de la réglementation nationale	44
B.	Réglementation axée sur des objectifs	47
C.	Choix entre l'autorité unique de réglementation et le modèle à deux pôles	47
D.	Le dilemme de l'application : privilégier la surveillance ou la réglementation axée sur des principes.....	48
V.	Conclusion.....	49

Réforme structurelle de la réglementation financière au Canada

La réglementation financière vise deux buts : veiller à ce que le système financier soit en bonne santé, ce qui inclut la promotion de la protection des consommateurs, et favoriser la croissance et l'essor des marchés financiers. Dans le contexte de la mondialisation des marchés financiers, où les participants sont de plus en plus mobiles, les gouvernements doivent éviter d'atteindre un objectif en sacrifiant l'autre. L'atteinte de ces deux objectifs rapportera au pays de solides dividendes et notamment l'accès aux capitaux à moindre coût pour les entreprises, davantage d'occasions d'affaires pour les investisseurs, des revenus fiscaux pour le gouvernement et la création d'emploi dans l'industrie financière et les secteurs connexes.

Le Canada a réussi jusqu'à maintenant à éviter bon nombre des problèmes économiques dont souffrent les États-Unis et le Royaume-Uni. Les institutions financières canadiennes n'ont pas eu à déclarer d'énormes pertes comme celles qui ont ébranlé, et dans certains cas fragilisé, des institutions financières aux États-Unis et au Royaume-Uni. Par ailleurs, les consommateurs canadiens semblent échapper à l'endettement et à la crise de confiance qui écrasent tant les ménages américains et britanniques. Les baromètres économiques du Canada – taux de chômage relativement faible, excédent commercial robuste et surplus budgétaire – sont aussi plus favorables que ceux des États-Unis et du Royaume-Uni. Étant donné les difficultés économiques que connaissent ces deux pays, il est peu surprenant que le débat entourant la réglementation financière et d'éventuelles réformes ait porté chez eux sur les moyens à déployer pour sortir de la crise financière actuelle et éviter qu'elle ne se reproduise à l'avenir¹. Par contraste, le Canada a le luxe de pouvoir mener une réflexion à plus long terme et devrait essayer de voir comment la réforme de la réglementation pourra contribuer à rendre les marchés financiers canadiens plus robustes, plus innovants et plus attrayants pour les acteurs de la scène financière internationale.

Le rôle que peut jouer la réglementation pour rendre les marchés financiers d'un pays plus compétitifs par rapport à ceux d'autres pays retient de plus en plus l'attention chez nous. Les marchés financiers nationaux sont de jour en jour plus interreliés et interchangeable. Cette mondialisation des marchés financiers se traduit par un élargissement de la gamme de services financiers maintenant offerts aux Canadiens par les prestataires de services financiers étrangers et par un nombre croissant de clients étrangers maintenant servis par des institutions financières canadiennes. De nombreuses sociétés canadiennes inscrivent leurs titres sur des bourses situées à l'extérieur du Canada et sollicitent du financement de banques et de fonds d'investissement étrangers, et les prix des produits agricoles, des métaux, du pétrole et du gaz et d'autres

¹ Voir, p. ex. Observations du secrétaire américain au Trésor, Henry M. Paulson, Jr. sur les États-Unis, l'économie et les marchés à Chatham House (2 juillet 2008), à : <http://www.treas.gov/press/releases/hp1064.htm>; Allocution du chancelier de l'Échiquier, le Très Honorable Alistair Darling, député, à Mansion House (18 juin 2008), à : http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/speeches/chancellor/exchequer/speech_chx_180608.cfm.

marchandises si importantes pour la bonne tenue de l'économie canadienne sont fixés par des bourses situées à l'extérieur du Canada. Les sociétés, les investisseurs, les prestataires de services financiers et les autres participants aux marchés peuvent maintenant conduire leurs affaires sur diverses places financières du monde. Par conséquent, le Canada, comme tous les autres pays, ne peut plus tenir pour acquis l'existence d'un marché financier intérieur dynamique capable de continuer de répondre aux demandes croissantes des entreprises et des ménages canadiens. Il doit plutôt chercher des façons d'attirer au Canada l'activité financière s'il veut continuer d'être un joueur financier de poids sur la scène internationale².

La mondialisation des marchés financiers ne saurait qu'inciter le Canada à procéder à la réforme de la réglementation de son secteur financier. Ces dernières années, les États-Unis, l'Union européenne et d'autres pays ont compris que la gestion des marchés transfrontaliers exige une coopération plus serrée en matière de réglementation. Bon nombre des concurrents économiques du Canada ont consacré énormément de ressources à la recherche de moyens d'assurer la convergence et l'harmonisation de leurs normes réglementaires et de façons formelles et informelles de coopérer à l'élaboration de nouveaux règlements. Depuis quelques années, les Normes internationales d'information financière (IFRS) le eXtensible Business Reporting Language, la négociation de régimes de reconnaissance mutuelle pour les courtiers-négociants et les bourses, l'application de protocoles d'entente bilatéraux et multilatéraux destinés à faciliter l'échange d'informations et les nouvelles initiatives de réglementation et de normalisation des organismes internationaux tels la Banque des règlements internationaux (BRI), l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et le Fonds monétaire international sont de plus en plus acceptés. Ces évolutions sur la scène internationale ont une incidence directe sur les sociétés, les investisseurs et les prestataires de services financiers du Canada. Les normes internationales et les pratiques exemplaires en cours d'élaboration et de négociation pourraient bien, pendant des décennies à venir, régir les opérations internationales de levée de capitaux, le commerce des valeurs mobilières et des produits dérivés et les pratiques en matière de crédit à l'échelle internationale. Dans la mesure où la structure de son régime de réglementation financière empêche le Canada de participer pleinement à ces négociations internationales, des réformes structurelles s'imposent pour donner au Canada une voix plus forte et plus cohérente.

Compte tenu de ces objectifs, le Canada devrait entreprendre les réformes décrites ci-après. D'abord, l'autorité en matière de réglementation devrait être confiée à des organismes

² Dans son rapport semestriel, la ville de Londres a classé les centres financiers mondiaux selon leur compétitivité et a déterminé que trois villes canadiennes ont leur place au classement : Toronto (12^e), Vancouver (30^e) et Montréal (31^e). Les dix villes en haut du classement (dans l'ordre), sont : Londres, New York, Singapour, Hong Kong, Zurich, Genève, Tokyo, Chicago, Francfort et Sydney. Voir *The City of London, The Global Financial Centres Index 8* (4th ed., Sep. 2008), à : www.cityoflondon.gov.uk/researchpublications.

fonctionnant sous l'égide du gouvernement fédéral. L'activité financière chevauche fréquemment les frontières provinciales et serait donc mieux encadrée par un organisme de réglementation national. Par ailleurs, le gouvernement fédéral est le mieux placé pour défendre tous les intérêts du Canada dans les tribunes internationales et pour mener les négociations avec d'autres pays. Ensuite, le régime de réglementation du Canada devrait être restructuré selon le modèle de la réglementation axée sur des objectifs. Les autorités de réglementation devraient être structurées de façon à se spécialiser dans l'une des trois catégories de réglementation financière : (i) réglementation prudentielle; (ii) réglementation des pratiques du marché; (iii) mesures destinées à assurer la stabilité des marchés. Ayant fait le choix d'une réglementation axée sur des objectifs, le Canada ne devrait pas se laisser distraire par le faux choix qui s'offre entre une « autorité unique de réglementation » et le modèle « à deux pôles ». Il convient d'abord et avant tout que les organismes de réglementation du Canada aient des champs de compétence clairement délimités, échangent l'information librement et de façon continue et coordonnent leurs interventions réglementaires. Enfin, la réforme structurelle doit s'accompagner de ressources additionnelles pour la surveillance et l'application afin de faciliter la mise en place de mécanismes de surveillance et une réglementation axée sur des principes. Il convient d'ajouter que la refonte du régime de réglementation du Canada ne pourra être couronnée de succès si l'on ne maintient pas en poste les spécialistes chevronnés de la réglementation qui prennent à cœur leur métier et qui sont en mesure de travailler en étroite collaboration avec les institutions financières pour veiller à ce qu'elles se conforment aux règles et aux règlements applicables. Une telle réaffectation des ressources réglementaires rendra les marchés canadiens plus attrayants aux yeux des institutions financières mondiales.

Le présent rapport est divisé en quatre parties. La partie I détaille les diverses options qu'il convient d'examiner lors de la conception du régime de réglementation optimale. Elle présente les notions de base associées à la réglementation des marchés. Elle examine dans un premier temps les missions essentielles d'un régime de réglementation. Elle comporte ensuite une discussion des caractéristiques idéales d'un tel régime, notamment l'efficacité réglementaire, la responsabilisation, la compétence et la légitimité. Le lecteur y trouvera par ailleurs une description de diverses stratégies que pourraient mettre en œuvre les organismes de réglementation pour atteindre les objectifs, une évaluation des avantages et des inconvénients de la concurrence et de la coopération réglementaires et une analyse des mérites comparatifs d'une autorité unique de réglementation et du modèle à deux pôles. La partie II du rapport renferme une analyse de l'actuel régime de réglementation du Canada à la lumière des critères énoncés à la partie I. Elle a pour but de situer le système canadien par rapport à ceux de ses principaux concurrents économiques et comporte donc une analyse des régimes de réglementation du Royaume-Uni, de l'Australie, des États-Unis, de la France, de l'Allemagne, de Hong Kong, du Japon et de la Hollande. S'agissant des États-Unis, le rapport examine l'actuel régime de réglementation des États-Unis et le système proposé par le département américain du Trésor dans le récent *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure* (plan directeur pour la

modernisation de la structure de réglementation financière)³. Enfin, la partie IV présente une série de recommandations pour la réforme du régime de réglementation financière du Canada. Ces recommandations prennent appui sur l'expérience d'autres pays qui ont déjà procédé à une réforme de leur réglementation ainsi que sur une stratégie destinée à rendre les marchés financiers canadiens plus attrayants pour les acteurs du marché financier.

I. Conception du régime de réglementation optimale

La conception d'un régime de réglementation optimale doit avoir pour point de départ une solide compréhension des objectifs du régime de réglementation, des caractéristiques idéales d'un tel système, des diverses stratégies réglementaires susceptibles d'être mises en œuvre pour atteindre les objectifs et, enfin, la structure souhaitée du régime de réglementation.

A. Objectifs de la réglementation

L'objectif premier de la réglementation financière est d'assurer la sécurité et la solidité du système financier. Trois fonctions garantissent l'atteinte de cet objectif : réglementation prudentielle, réglementation des pratiques du marché et protection de la stabilité du marché⁴.

La réglementation prudentielle désigne l'éventail des règlements et des interventions réglementaires auxquels sont assujetties certaines institutions financières – banques, maisons de courtage et sociétés d'assurance – dans le but d'assurer qu'elles soient financièrement solides et capables de s'acquitter de leurs obligations envers le marché. Les autorités réglementaires s'intéressent vivement à la santé et aux activités de ces institutions financières puisque la déconfiture de l'une ou de plusieurs d'entre elles pourrait ébranler la confiance dans la sécurité et la solidité du système financier et provoquer une forte contraction de l'activité financière, la fragilisation d'autres institutions financières et, partant, la nécessité d'une intervention publique. La réglementation prudentielle inclut, parmi autres choses, les règles sur la suffisance des fonds propres de solvabilité, les contrôles internes et les exigences de tenue de documents, l'évaluation des risques et l'attestation obligatoire des compétences professionnelles des personnels clés. La réglementation prudentielle peut aussi englober la surveillance et l'inspection continue par l'autorité de réglementation des institutions financières, voire l'imposition de sanctions et les poursuites en cas de violations ou de pratiques imprudentes. Le but de la réglementation

³ Voir Département américain du Trésor, *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure* (2008), à : <http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>.

⁴ Cette ventilation des fonctions a aussi été retenue par d'autres observateurs. Voir p. ex. Michael Taylor, « Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century », Centre for the Study of Financial Innovation Working Paper (1995); Howard Davies et David Green, *Global Financial Regulation* (2008); US Government Accountability Office, « Financial Regulation: Industry Trends Continue to Challenge the Federal Regulatory Structure » (GAO-08-32, Oct. 2007).

prudentielle est de faire en sorte qu'une institution financière ne prenne pas de risques qui pourraient mettre en péril la santé financière de l'institution et l'empêcher de tenir ses engagements envers les investisseurs et les déposants, et de donner à l'autorité de réglementation une information suffisante pour détecter d'éventuels problèmes avant qu'ils ne s'aggravent et entraînent la faillite de l'institution.

Par contraste, la réglementation des pratiques du marché est axée sur la protection des consommateurs qui achètent des produits financiers ou confient leurs fonds aux institutions financières. La réglementation des pratiques du marché garantit la protection des consommateurs en corrigeant le rapport de force entre les institutions et leurs clients. Les plus vulnérables sont les clients au détail qui ne sont pas suffisamment avertis ou qui ne possèdent pas l'information voulue pour se protéger contre la fraude, l'abus de marché ou les conseils imprudents et qui doivent s'en remettre aux institutions financières et à leurs représentants pour la protection de leurs intérêts⁵. En conséquence, les autorités réglementaires doivent corriger cette asymétrie d'information en imposant aux institutions financières de divulguer les conflits d'intérêts, d'informer les clients des risques, de fournir une information détaillée et facile à comprendre au sujet des investissements et des produits et services financiers, de former leur personnel afin qu'il puisse apprécier les besoins des clients et leur donner les conseils et l'aide appropriés, et d'assumer certaines obligations fiduciaires. La réglementation des pratiques du marché inclut par ailleurs les règlements axés sur la protection des investisseurs par lesquels les autorités réglementaires imposent aux émetteurs de valeurs mobilières l'obligation de communiquer aux investisseurs, en temps opportun, les renseignements matériels exacts dont ils ont besoin.

En plus d'assurer la réglementation des institutions financières et la protection des consommateurs, les autorités réglementaires doivent sauvegarder la stabilité générale du marché. Elles doivent préserver l'infrastructure financière qui permet au marché de fonctionner de façon ordonnée. Il s'agit notamment d'assurer le bon fonctionnement du système de paiements, d'accorder des prêts à court terme et à un jour et de gérer la masse monétaire. La préservation de la stabilité du marché désigne par ailleurs la nécessité d'intervenir en période de crise et de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort et de fournisseur de liquidités quand la faillite d'une institution financière pourrait ébranler sérieusement tout le système financier. La protection de la stabilité du marché diffère des autres activités réglementaires parce que les interventions associées à cette protection exigent souvent du gouvernement qu'il assume le rôle de contrepartie à des transactions sur le marché financier. La réglementation de la stabilité du marché est une responsabilité qui incombe souvent à la banque centrale, indépendamment de tout autre rôle qu'elle peut jouer directement en matière de réglementation. Or, comme en font foi les événements récents survenus aux États-Unis et au Royaume-Uni, la protection de la stabilité du marché, si elle nécessite une intervention du gouvernement à titre de prêteur en dernier ressort, de fournisseur de liquidités ou de garant d'obligations financières, est forcément liée à la

⁵ Taylor, *supra* note 4, p. 2.

protection de l'avenir des consommateurs et de la solidité des institutions financières et justifie donc la participation de la banque centrale à la réglementation des institutions.

La réglementation financière a aussi pour objectif de favoriser la croissance et l'essor des marchés financiers. Le régime de réglementation favorise la croissance des marchés financiers en encourageant l'innovation et en permettant l'émergence de nouveaux marchés de services financiers. Il a de meilleures chances d'atteindre cet objectif si les participants au marché financier ont l'impression que les autorités réglementaires sont sensibles à leurs intérêts et que les normes et les exigences réglementaires auxquelles ils sont assujettis sont appropriées. Par conséquent, l'adoption de règlements qui imposent aux participants du marché des coûts indûment élevés ou limitent la capacité des prestataires de services financiers d'offrir de nouvelles gammes de produits peut étouffer la croissance ou l'innovation. Étant donné les réalités de la mondialisation, un marché peu attrayant fera fuir l'activité financière vers d'autres marchés. Les marchés financiers sont en concurrence les uns avec les autres et la réforme de la réglementation doit tenir compte de l'incidence de la structure du régime de réglementation sur leurs activités.

Il convient de rappeler que certains théoriciens traditionnels de la réglementation des marchés pourraient contester l'opportunité d'inclure parmi les objectifs de la réglementation financière la promotion de la compétitivité des marchés financiers. Ces théoriciens croient que le seul objectif qui doit préoccuper les autorités réglementaires est la sécurité et la solidité du système financier, y compris la protection des consommateurs. Or, cela fait fi de la réalité des marchés financiers mondialisés puisque la libre circulation des capitaux et la mobilité des services financiers les mettent en concurrence les uns avec les autres de sorte que les autorités réglementaires ne sont plus en mesure de mettre en œuvre de nouveaux règlements sans tenir compte du coût de la réglementation pour les participants aux marchés financiers⁶.

⁶ Voir, p. ex., Allocution de Howard Davies, président de la Financial Services Authority du Royaume-Uni, *Global Markets, Global Regulation*, 25^e conférence annuelle de l'OICV, Sydney, Australie (17 mai 2000), à :

[http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/plen_1_davies.pdf/\\$file/plen_1_davies.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/plen_1_davies.pdf/$file/plen_1_davies.pdf) ([traduction]

«Selon mon interprétation de ce nouveau monde plus flexible, les sociétés, les intermédiaires et les investisseurs auront davantage de choix qu'ils n'en avaient dans le passé en ce qui concerne la nature de leurs transactions et de l'institution avec laquelle ils feront affaire... Ainsi, les autorités réglementaires seront elles-mêmes, dans un certain sens, acteurs sur un marché compétitif. Nous devons démontrer que le régime que nous offrons en vaut la chandelle, qu'il leur en donne pour leur argent... Nous devons de plus en plus souvent démontrer aux investisseurs que ce que nous leur offrons en vaut le prix. J'estime pour ma part que les services que nous offrons actuellement à Londres en valent le prix et d'ailleurs, le volume des transactions à la bourse de Londres et le nombre de demandes de nouvelles autorisations en cours de traitement, donnent à penser que les coûts et la flexibilité équilibrés de nos services sont raisonnablement attrayants pour un grand nombre d'entreprises et d'investisseurs. »)

B. Caractéristiques d'un régime de réglementation optimale

Un régime de réglementation optimale bien conçu apte à atteindre les objectifs décrits ci-dessus, doit avoir quatre caractéristiques essentielles : efficacité, responsabilisation, compétence et légitimité. Ces quatre caractéristiques sont garantes de la capacité d'un régime de réglementation à atteindre ses objectifs. La structure organisationnelle et les activités des autorités de réglementation doivent, premièrement, chercher à imposer une réglementation optimale de la façon la plus efficace possible. Le régime de réglementation doit être structuré de façon à exclure toute redondance et notamment, éviter de confier aux diverses autorités réglementaires des responsabilités qui se chevauchent à l'égard d'une activité ou d'une entité financière donnée. L'une des faiblesses du système en place actuellement aux États-Unis tient au fait que les institutions financières, particulièrement les banques, sont réglementées par plus d'un organisme de réglementation au niveau tant fédéral qu'étatique. Les institutions financières américaines se plaignent de leurs coûts de conformité plus élevés et du fait que les autorités de réglementation concurrentes leur imposent des règlements et des mesures d'application incohérentes. L'existence de plus d'un organisme chargé de réglementer les mêmes affaires entraîne une affectation inefficace de ressources réglementaires de la part du gouvernement. Dans le but de corriger ce problème, les autorités réglementaires devraient avoir des champs de compétence clairement délimités ce qui éliminerait les chevauchements inutiles. Si plus d'une autorité réglementaire est appelée à s'intéresser à un sujet réglementaire donné, un seul organisme devrait être habilité à intervenir pour régler le problème, sous réserve de procédures claires de consultation des autres organismes intéressés. Les activités de traitement de l'information et de soutien devraient être des services partagés par toutes les autorités réglementaires afin d'éliminer les frais généraux et les institutions financières ne devraient pas être tenues de présenter des renseignements identiques à une série d'organismes de réglementation.

Deuxièmement, le régime de réglementation doit être conçu de façon à promouvoir la responsabilisation. Toutes les questions réglementaires qui entrent dans le champ de compétence de chaque organisme de réglementation doivent être clairement définies. Ainsi, une institution financière saurait à qui s'adresser pour obtenir des réponses ou pour signaler des préoccupations, et les membres du public et les élus devraient savoir à quel organisme de réglementation demander des comptes en cas de défaillance de la réglementation. Aux États-Unis, le fait qu'aucune autorité de réglementation n'ait su prévenir l'effondrement du marché des prêts hypothécaires à risque, ou y réagir en temps voulu, a suscité de vives critiques. En réalité, divers organismes avaient la responsabilité partielle de réglementer divers pans du marché⁷. L'insatisfaction ressentie à l'égard du régime de réglementation financière aux États-Unis tient

⁷ The President's Working Group on Financial Markets, « Policy Statements on Financial Market Developments » (March 2008), à : <http://online.wsj.com/documents/pwgpolicystatement20080313.pdf>.

au fait qu'il était impossible de déterminer quel organisme était responsable de ce secteur du marché financier.

Le régime de réglementation est aussi censé promouvoir la responsabilisation internationale. Les organismes de réglementation étrangers devraient savoir à qui s'adresser lorsque se présente un problème qui nécessite une coordination internationale. Dans les premiers temps suivant la création des marchés financiers européens, l'absence au sein de l'Union européenne d'une autorité de réglementation habilitée à parler au nom de l'Union dans les dossiers nécessitant la consultation avec les États-Unis ou d'autres grandes puissances économiques a été source de difficultés⁸. La responsabilisation internationale implique qu'une autorité de réglementation soit habilitée à défendre les intérêts de son pays devant les tribunes internationales. Cette nécessité de désigner un organisme responsable suppose la fusion d'organismes de réglementation disparates, ou du moins une mise en hiérarchie.

Troisièmement, le régime de réglementation doit être conçu de façon à promouvoir la compétence. Il va sans dire que les autorités de réglementation doivent être compétentes mais la structure du régime peut contribuer à améliorer la compétence des responsables de la réglementation en faisant en sorte que ceux qui possèdent les compétences et le savoir-faire voulus se voient confier certaines tâches particulières. La compétence se décline en divers éléments qui incluent le savoir-faire spécialisé. La priorité de tout régime de réglementation doit être de recruter et de maintenir en poste des personnes qui connaissent à fond le secteur financier et les activités qu'elles réglementent. Par ailleurs, la structure doit permettre d'attribuer la responsabilité de réglementer à l'équipe la plus apte à recueillir l'information requise et à intervenir dans les cas préoccupants. L'une des raisons, parmi d'autres, qui justifient la délégation du pouvoir réglementaire aux organismes d'autorégulation (OAR) c'est que les participants du marché financier qui composent l'OAR sont mieux placés qu'un organisme de réglementation gouvernemental pour comprendre les évolutions du marché et pour déceler et corriger d'éventuels problèmes.

Le second élément est l'expérience. Les responsables de la réglementation devraient se pencher sur des problèmes réglementaires qui entrent dans leurs compétences. Cette observation milite en faveur de la réorganisation des autorités de réglementation en fonction d'objectifs réglementaires (ci-après réglementation axée sur des objectifs) plutôt que selon l'activité ou le secteur financier. Par exemple, il ne serait pas souhaitable de confier à un organisme de réglementation spécialisé dans la réglementation prudentielle la mission de surveiller la conformité aux règles relatives aux pratiques du marché.

La compétence se définit aussi par la culture et l'expérience. Les autorités de réglementation, comme toutes les organisations, mettent au point au fil du temps des processus et des pratiques qui déterminent comment elles conçoivent leur tâche réglementaire et appliquent

⁸ Eric J. Pan, « Harmonization of US-EU Securities Regulation », 34 *Law & Pol'y Int'l Bus.* 499 (2003).

les leçons apprises aux problèmes de l'heure. La US Securities and Exchange Commission (SEC), (commission des valeurs mobilières des États-Unis), à titre d'exemple, s'est mérité une réputation enviable comme organisme de réglementation efficace et respecté sur les marchés américains⁹. Dans la mesure du possible, la réforme structurelle du régime de réglementation devrait conserver intacts les organismes qui ont fait leurs preuves de façon à préserver le savoir et les pratiques institutionnels.

Quatrièmement, le régime de réglementation doit être légitime. La légitimité s'entend de la capacité des organismes à obtenir des participants du marché qu'ils respectent et acceptent leurs règlements. Bien que les autorités de réglementation soient légitimes du fait même de leur statut juridique, elles sont plus efficaces lorsque leurs interventions et leurs décisions sont perçues comme étant à peu près correctes par les participants au marché qui témoignent alors leur confiance en la compétence des autorités.

Trois facteurs peuvent aider un régime de réglementation à mériter et à conserver la légitimité, à savoir l'indépendance par rapport aux intérêts politiques, la reddition de comptes au public et aux acteurs du marché et la transparence. La crédibilité des autorités de réglementation est minée si leurs interventions semblent avoir été infléchies par des intérêts politiques (p. ex. leurs interventions réglementaires sont plus favorables à certains groupes d'intéressés ou reflètent des courants de pensée en vogue plutôt que de solides principes de réglementation financière). La réponse du Japon aux difficultés financières qu'a connues le pays dans les années 1990 n'est qu'un exemple de l'incidence néfaste de l'ingérence politique sur la légitimité réglementaire. Jusqu'à ce que le Japon réforme son régime, le ministère des Finances jouait un rôle inhabituellement actif dans la réglementation des banques japonaises en difficulté¹⁰. De nombreux observateurs attribuent la longue convalescence du Japon à la réticence du ministère des Finances de contraindre les banques à déclarer rapidement leurs pertes et à se restructurer. Le ministère des Finances a plutôt tenté d'éviter les contrecoups politiques en aidant les banques à masquer la véritable étendue de leurs pertes. Les investisseurs ont mis des années à retrouver leur confiance dans les marchés financiers japonais.

Or, les autorités de réglementation ne peuvent pas être totalement isolées des pressions politiques puisque leur légitimité tient aussi à leur obligation de rendre des comptes au public. La création d'un super organisme unique de réglementation aux États-Unis suscite la crainte que sa puissance ne le mette à l'abri du contrôle du Congrès américain. Les observateurs américains sont sensibles à cet argument puisque les organismes de réglementation ont énormément d'autonomie au jour le jour par rapport au Congrès et au président. De telles préoccupations peuvent toutefois être dissipées si l'assemblée législative et l'exécutif conservent le pouvoir d'arrêter les priorités pour les organismes de réglementation, sont habilités à révoquer et à

⁹ Voir, p. ex. Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* (3d ed. 2003).

¹⁰ Davies & Green, *supra* note 4, p. 175-176.

nommer leurs dirigeants et sont informés et consultés fréquemment par leur personnel. En contrepartie, les organismes de réglementation doivent pouvoir agir sans crainte d'ingérence politique et conserver la capacité d'interpréter leurs objectifs législatifs aux fins de l'élaboration des règles et des règlements pertinents.

Enfin, les autorités de réglementation doivent élaborer leurs règles et leurs règlements, et veiller à leur application, dans le respect de la transparence. Cette transparence peut être acquise par la tenue de réunions publiques, la publication d'avis et d'observations sur les règles et règlements récents, la possibilité accordée aux entités réglementées de consulter régulièrement les autorités de réglementation, et de demander leur avis, et par la divulgation d'autres informations pertinentes au sujet de leurs délibérations internes et de leur interprétation des politiques. Il convient de rappeler que les banques centrales ont plutôt tendance à manquer de transparence ce qui suscite des craintes quant au rôle qu'elles pourraient jouer en tant qu'autorités de réglementation financière. Prises ensemble, la légitimité, l'efficacité, la reddition de comptes et la compétence sont des éléments essentiels de tout régime de réglementation financière qui fasse autorité.

C. Stratégies de réglementation

Le défi le plus difficile à relever pour les autorités de réglementation est de trouver le juste équilibre entre les deux objectifs que sont la préservation de la sécurité et de la solidité du système financier, d'une part, et l'amélioration de l'attrait du marché, d'autre part, afin d'instaurer les conditions propices à la croissance et à l'essor des marchés financiers. La sous-réglementation, qui signifie soit l'absence d'intervention réglementaire soit l'application laxiste des règlements existants, peut rendre le système financier vulnérable à une défaillance systémique, à la fraude ou à la perte de confiance des participants au marché. Or, la surréglementation peut empêcher les institutions financières de conduire leurs affaires de façon efficace et faire fuir l'activité financière vers d'autres marchés où le régime de réglementation est plus favorable.

Soucieuses de trouver ce juste équilibre, les autorités de réglementation peuvent déployer trois stratégies de base : la concurrence réglementaire, la coopération réglementaire et l'autoréglementation. La concurrence réglementaire suppose l'existence de régimes de réglementation interchangeables. Les institutions et les personnes assujetties à la réglementation peuvent passer d'un régime à l'autre et choisir celui qu'elles préfèrent. Autrement dit, il existe pour les participants au marché un menu d'options réglementaires qui leur permet de choisir le jeu de règlements qui convient le mieux à leurs besoins. Les consommateurs et les investisseurs ne participeront qu'aux marchés qui leur offrent une protection réglementaire suffisante. Les prestataires de services financiers et les sociétés émettrices participeront pour leur part uniquement aux marchés où le fardeau de la conformité aux règlements est raisonnable. La concurrence réglementaire apporte une solution au problème du juste équilibre en permettant aux participants au marché – investisseurs et consommateurs, d'une part, sociétés financières et émettrices, d'autre part – de choisir le régime qui répond le mieux à leurs besoins. Le régime qui attire le plus grand nombre de participants au marché et qui héberge le plus grand volume d'activités financières est celui qui offre le degré optimal de réglementation. La concurrence réglementaire repose par ailleurs sur l'hypothèse que les autorités de réglementation modifieront

leurs règlements pour les rendre attractifs pour les deux groupes de participants au marché. La concurrence réglementaire permet aux marchés financiers de déterminer quel régime de réglementation est le plus approprié.

Les délateurs de la concurrence réglementaire invoquent souvent la crainte d'un « nivellement vers le bas » qui résulterait d'une volonté de subordonner la nécessité de mettre en œuvre des normes réglementaires adéquates pour préserver la sécurité et la solidité du système financier à la volonté d'attirer les prestataires de services financiers et les sociétés émettrices (au moyen de la déréglementation). Cependant, cette crainte d'un nivellement vers le bas exagère le risque que les autorités de réglementation abdiquent leur responsabilité afin d'attirer de nouveaux clients sur leurs marchés. Les autorités de réglementation sont fortement incitées à imposer des règlements additionnels pour rendre leurs marchés plus attractifs pour les consommateurs au détail et institutionnels et pour les investisseurs. Ce nivellement vers le bas est plus souvent en réalité un nivellement vers le milieu.

La concurrence réglementaire est une stratégie attirante puisqu'elle prend pour hypothèse que la pression concurrentielle – qui force les autorités à améliorer sans cesse leur régime de réglementation – mène à la découverte du régime de réglementation optimale. La concurrence réglementaire peut aussi s'avérer une stratégie supérieure si les participants au marché constatent l'existence de plusieurs régimes de réglementation optimaux ayant des caractéristiques différentes. Par exemple, les investisseurs institutionnels avertis pourraient choisir d'investir sur les marchés qui ont des protections des investisseurs moins robustes parce qu'ils s'estiment capables de se protéger eux-mêmes dans un tel régime tandis que les consommateurs et les investisseurs au détail préféreront des marchés plus strictement réglementés qui mettent davantage l'accent sur des obligations de divulgation plus rigoureuses et sur une protection plus étoffée des investisseurs.

L'un des ingrédients essentiels de la concurrence réglementaire est un système de « passeport » en vertu duquel les sociétés qui satisfont aux exigences d'un régime de réglementation obtiennent un accès illimité à tous les autres marchés. D'autres pays, notamment ceux de l'Union européenne, ont mis à l'essai un tel système de passeport mais ont eu un succès mitigé¹¹. Sans ce passeport, les sociétés réglementées ne peuvent pas opter plutôt pour le régime qui leur impose des obligations réglementaires qu'elles jugent préférables.

Toutefois, la concurrence réglementaire peut s'avérer une stratégie inappropriée si les autorités de réglementation ont des raisons de croire que les participants au marché ne disposent pas de toute l'information voulue ou des compétences nécessaires pour évaluer la convenance des divers régimes de réglementation, si elles n'ont pas les ressources ou les incitatifs voulus pour se livrer concurrence les unes les autres, ou si des normes réglementaires minimales doivent

¹¹ Howell E. Jackson et Eric J. Pan, « Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999 – Part I », 56 *Bus. Law.* 653 (2001) (description du système de passeport de l'Union européenne).

exister dans tous les régimes de réglementation, indépendamment de leur valeur subjective aux yeux des participants au marché. L'option de rechange qui s'offre est celle de la coopération réglementaire où les autorités de réglementation de divers régimes cherchent à rapprocher et à harmoniser leurs règlements de sorte que divers pays en viennent à avoir des normes de réglementation sensiblement les mêmes. Cette convergence et cette harmonisation éliminent toute possibilité pour les participants au marché de se soustraire à ces normes en choisissant un régime de réglementation différent.

La coopération réglementaire suppose que les autorités de réglementation savent quel niveau de réglementation est approprié pour un marché donné et que tous les participants au marché sont tenus de se conformer aux mêmes règlements dans tous les pays. S'il est vrai que les normes établies par les autorités de réglementation peuvent être trop rigoureuses, la coopération réglementaire peut s'avérer plus économique puisqu'elle élimine la nécessité pour les participants au marché d'évaluer les différences entre des régimes concurrents ainsi que les coûts de réglementation associés aux diverses autorités en concurrence les unes avec les autres.

La principale pierre d'achoppement de la coopération réglementaire tient aux modalités mêmes de cette coopération. S'agissant de l'Union européenne, la Commission européenne a tenté d'imposer aux États membres des normes réglementaires uniformisées par le biais d'une série de directives¹². Les premières directives n'ont pas abouti puisque certains États membres ont repoussé les efforts de la Commission européenne et ont refusé de mettre en œuvre les directives dans leur intégralité et de façon cohérente. Les efforts déployés plus récemment par la Commission européenne pour imposer des normes communes ont mieux réussi car elle a assorti les nouvelles directives, entre autres choses, de la création du Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières dont le mandat est de favoriser la coopération réglementaire et de veiller à la mise en œuvre cohérente des directives. L'expérience de l'UE offre un modèle de coopération réglementaire aux niveaux tant national qu'international.

En régime d'autoréglementation, les autorités compétentes délèguent le pouvoir d'élaborer des normes et des règles aux représentants du marché. La justification de l'autoréglementation repose sur le fait que les participants au marché, qui disposent d'informations et d'une connaissance des évolutions du marché plus solides, sont mieux placés pour déterminer le degré et l'ampleur appropriés de la réglementation. Les organismes d'autoréglementation (OAR) ont sans doute l'agilité voulue pour répondre de façon plus rapide et plus souple aux évolutions du marché. L'autoréglementation est par ailleurs souvent considérée, du point de vue du gouvernement, moins onéreuse que la réglementation directe puisque l'industrie financière prend en charge les coûts de son propre appareil réglementaire.

Par exemple la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et son prédécesseur, la National Association of Securities Dealers (NASD), sont des exemples bien connus

¹² Pan, *supra* note 8.

d'autoréglementation aux États-Unis¹³. La FINRA est le principal organisme de réglementation du commerce des valeurs mobilières aux États-Unis. Elle surveille près de 5 000 maisons de courtage et plus de 676 000 spécialistes des valeurs mobilières¹⁴. À titre d'organisme d'autoréglementation, la FINRA est habilitée à agir par la SEC; elle est financée par ses membres. Quand la SEC a agréé la première OAR, son président à l'époque, William O. Douglas, a dit que le rôle de la SEC s'apparente [traduction] « pour ainsi dire, à un fusil de chasse derrière la porte¹⁵ ». La SEC devait exercer sa surveillance des OAR mais n'interviendrait que s'il s'avérait qu'elles ne s'acquittaient pas de leurs missions réglementaires respectives. Au cours des 60 dernières années, la SEC est intervenu à plusieurs reprises pour resserrer la réglementation des maisons de courtage de valeurs mobilières et a contrôlé activement les interventions réglementaires de la FINRA (et avant cela de la NASD)¹⁶. Néanmoins, le modèle de l'autoréglementation constitue un moyen efficace de donner aux participants au marché le pouvoir d'infléchir les décisions des autorités quant au niveau et à la forme appropriés de la réglementation.

Pendant la restructuration du régime de réglementation au Canada, les décideurs devraient chercher le moyen de mettre à profit les trois stratégies de réglementation dans les affaires tant intérieures qu'internationales. Par exemple, la concurrence réglementaire pourrait apporter des réponses à la question de savoir s'il est opportun de continuer de permettre la diversité des régimes provinciaux de réglementation et d'opter pour un système intégral de passeport afin de soumettre les provinces à de plus vives pressions concurrentielles. La coopération réglementaire, pour sa part, permet de mieux comprendre comment le Canada pourrait élaborer un jeu unique de règlements pour l'ensemble du marché canadien. Elle prépare aussi le terrain pour l'alignement futur de la réglementation canadienne sur celle des autres grandes places financières, surtout celles des États-Unis et de l'Union européenne. Enfin, l'autoréglementation démontre que certaines activités financières ne devraient pas être réglementées directement par une autorité quelle qu'elle soit et qu'il convient plutôt d'en laisser la responsabilité aux participants au marché.

¹³ Avant la création de la Financial Services Authority, le Royaume-Uni comptait encore davantage sur les OAR. Dès 1994, trois grandes OAR assuraient la réglementation primaire de secteurs clés du marché des valeurs mobilières au Royaume-Uni : la Securities and Futures Authority, l'Investment Managers' Regulatory Organisation et la Personal Investment Authority.

¹⁴ Voir <http://www.finra.org/AboutFINRA/CorporateInformation/index.htm>.

¹⁵ Pour une description détaillée du rôle des OAR en matière de réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis, voir Joël Seligman, « Cautious Evolution or Perennial Irresolution: Stock Market Self-Regulation during the First Seventy Years of the Securities Exchange Commission », 59 *Bus. Law.* 1347 (2004).

¹⁶ La nécessité d'une intervention de la SEC met en lumière l'une des faiblesses de l'autoréglementation : en période de crise, la légitimité et la reddition de compte des OAR peuvent être remises en question quand elles s'avèrent incapables d'éviter une défaillance réglementaire.

D. Organisation du régime de réglementation

La conception du régime de réglementation optimale tient enfin à l'organisation de ce dernier. L'analyse des régimes de réglementation mis en place par bon nombre des principaux concurrents économiques du Canada (décrits dans la partie III de ce rapport) révèle l'existence de formes multiples d'organisation. Par exemple, il y a aux États-Unis une multitude d'organismes de réglementation fédéraux et étatiques qui réglementent, chacun dans leur champ de compétence, les maisons de courtage de valeurs mobilières, les banques et les sociétés d'assurance (voir l'annexe B). Trois autorités de réglementation fédérales surveillent à elles seules les banques américaines, une quatrième ayant comme mandat de surveiller les coopératives d'épargne et de crédit). Au Royaume-Uni, la Financial Services Authority (UK FSA) détient la quasi-totalité des pouvoirs en matière de réglementation. L'Australie et la Hollande partagent la responsabilité réglementaire entre deux grandes autorités. D'autres pays ont des appareils réglementaires qui se situent entre le modèle de l'autorité unique de réglementation et celui du « méli-mélo de sigles ».

Pour déterminer quelle serait la meilleure structure d'organisation du régime de réglementation du Canada, il convient de répondre à trois questions. Premièrement, comment la responsabilité doit-elle être partagée entre les autorités de réglementation? L'une des possibilités serait de partager l'autorité réglementaire selon le secteur financier. Les États-Unis offrent un exemple de réglementation sectorielle, particulièrement en ce qui a trait aux banques, puisque l'Office of the Comptroller of the Currency réglemente les banques à charte nationales tandis que les autorités bancaires étatiques réglementent les banques à charte étatiques, l'Office of Thrift Supervision réglemente les associations d'épargne et de dépôt et la National Credit Union Association surveille les associations coopératives d'épargne et de crédit. L'avantage qu'apporte la réglementation sectorielle tient au fait que chaque autorité acquière une connaissance approfondie de son secteur et, plus particulièrement, des activités et des pratiques des sociétés réglementées. Par contre, la réglementation sectorielle est foncièrement inefficace. Chaque autorité de réglementation ne se préoccupe que de son petit secteur du système financier et n'est pas bien placée pour détecter les menaces systémiques provenant d'autres secteurs, ni pour y réagir. Il est aussi fort probable qu'un tel système produise fréquemment des doublons des efforts réglementaires. Quand un problème de réglementation touche de multiples secteurs du système financier, plusieurs organismes se retrouvent à réagir au même problème, souvent de façons différentes et avec des taux d'efficacité variables. La réglementation sectorielle est particulièrement contre-indiquée dans le cas des conglomérats financiers qui offrent des services dans plusieurs secteurs. D'ailleurs, bon nombre des grandes institutions financières offrent de nos jours des services bancaires et d'assurance et des valeurs mobilières et sont donc assujetties à la surveillance d'organismes de réglementation multiples sans qu'aucune autorité n'ait pour mandat de mesurer la santé de l'ensemble de l'institution. Ainsi, la réglementation sectorielle permet de craindre que les autorités n'assurent pas la protection voulue aux marchés sur lesquels les distinctions sectorielles importent moins de jour en jour.

Un autre mode d'organisation des autorités de réglementation (quoique très semblable à la réglementation sectorielle décrite ci-dessus) consiste à confier à des organismes distincts le mandat de surveiller une catégorie d'activités financières. Par exemple, une autorité de

réglementation pourrait être chargée de surveiller toutes les activités de dépôt et de crédit, une autre, la vente de produits d'assurance, une troisième, l'émission et le commerce des valeurs mobilières, une quatrième, les marchés internes et une cinquième, les services de gestion de placements. La réglementation axée sur l'activité comporte toutefois la même faiblesse fondamentale que la réglementation sectorielle : elle ne corrige pas pleinement les problèmes que pose la réglementation d'institutions financières par de multiples autorités. Par conséquent, aucun des organismes de réglementation n'a l'information et le pouvoir (et, pourrait-on ajouter, le réflexe d'intervenir) voulus pour surveiller la santé de l'ensemble de l'institution financière et l'impact qu'elle pourrait avoir sur la sécurité, la solidité et la stabilité du système financier tout entier.

Une troisième option, recommandée dans le plan directeur publié récemment par le Trésor américain, est celle de la réglementation axée sur des objectifs. Par contraste avec la réglementation sectorielle ou selon l'activité, la réglementation axée sur des objectifs requiert que les autorités soient organisées en fonction des trois missions nécessaires pour garantir la sécurité et la solidité du système financier : l'une d'elles serait responsable de la réglementation prudentielle, une deuxième, de la réglementation des pratiques du marché et une troisième, des mesures destinées à préserver la stabilité du marché. L'avantage que comporte la réglementation axée sur des objectifs tient au fait que les autorités conservent un certain degré de spécialisation (si l'on suppose que les interventions liées à la réglementation prudentielle, à la réglementation des pratiques du marché et à la préservation de la stabilité du marché sont les mêmes peu importe l'activité ou le secteur financier) tandis que chaque autorité a aussi une « vue d'ensemble » du système financier puisqu'elle réglemente des sociétés transsectorielles. Cette vue d'ensemble donne aux autorités de meilleures chances de prévenir les crises systémiques. La réglementation axée sur des objectifs semble la mieux adaptée aux systèmes financiers modernes où les sociétés financières ne se classent plus proprement dans les catégories traditionnelles qu'étaient les banques, le commerce des valeurs mobilières et l'assurance.

Le modèle de réglementation choisi détermine le nombre d'autorités nécessaires pour encadrer le régime de réglementation. La réglementation sectorielle et selon l'activité nécessitent davantage d'organismes de réglementation que l'approche axée sur des objectifs puisque le champ d'activité de chaque autorité est plus restreint. L'approche axée sur des objectifs soulève elle-même la question de savoir si le pouvoir réglementaire doit être confié à un seul organisme (modèle de l'autorité unique de réglementation), à deux organismes où l'un s'occupe de la réglementation prudentielle et l'autre, de la réglementation des pratiques du marché, auxquels s'ajouterait un organisme chargé de préserver la stabilité du marché (le modèle à deux pôles) ou à des autorités multiples chapeautées par une autorité responsable de l'encadrement des autres organismes (modèle de l'autorité principale).

Le modèle de l'autorité unique de réglementation est attrayant en raison de sa structure organisationnelle très simple. Une autorité unique n'a pas à partager son champ de compétence ou à coordonner ses interventions avec un autre organisme de réglementation, ce qui élimine toute possibilité de problèmes qui échappent aux mailles du filet ou qui font l'objet d'une « guerre de territoire » entre les divers organismes. Une autorité unique de réglementation capable de traiter tous les dossiers réglementaires offre l'avantage d'économies d'échelle que n'offrent pas des organismes distincts agissant en toute autonomie. Les partisans du modèle

d'une autorité unique de réglementation rappellent que quand le Royaume-Uni a opté pour ce modèle en 1998, il a réalisé des économies pendant au moins les quatre premières années d'existence de l'autorité¹⁷. Une autorité unique de réglementation est aussi mieux en mesure de surveiller des institutions et des produits financiers complexes puisqu'elle a le pouvoir incontesté de réglementer tous les aspects du marché financier. Par ailleurs, ce modèle se distingue par sa plus rigoureuse responsabilisation puisque toutes les questions et tous les problèmes sont automatiquement transmis à l'unique autorité.

Toutefois, choisir le modèle d'une autorité unique de réglementation suppose qu'elle sera en mesure d'atteindre simultanément et de façon satisfaisante tous les objectifs réglementaires. C'est plus vite dit que fait. Le choix du modèle d'une autorité unique de réglementation implique que les décisions relatives aux priorités réglementaires et à l'affectation des ressources cessent d'être externes (à savoir, le financement des divers organismes de réglementation par des fonds publics) pour devenir internes, en ce sens que les gestionnaires de l'autorité unique de réglementation prennent les décisions quant aux priorités réglementaires et affectent les ressources en conséquence (souvent sans droit de regard du public). Cette option comporte plusieurs risques. Il y a d'abord le risque de voir certains objectifs réglementaires sacrifiés à certains autres ce qui mène à la sous-réglementation de certaines activités. Il y a, dans un deuxième temps, le risque que le système de réglementation cesse de reposer sur de multiples groupes de spécialistes possédant de solides compétences dans leurs domaines respectifs de la réglementation, pour devenir un groupe unique de généralistes. Un tel scénario pourrait entraîner la perte de connaissances et de savoir-faire sectoriels et annulerait les gains d'efficacité qu'apporte l'existence d'une autorité unique chargée de surveiller tous les secteurs du marché. Le troisième risque tient au fait que l'absence d'un partage clair des responsabilités au sein de l'autorité unique pourrait semer la confusion, particulièrement si elle tente d'intégrer des autorités réglementaires à vocation unique auparavant autonomes. Il est difficile de dire si une autorité unique, qui assumerait la responsabilité de plusieurs anciens organismes de réglementation, serait en mesure de se réorganiser de façon plus efficace pour éliminer les guerres de territoire et les angles morts associés aux anciens régimes de réglementation.

Le modèle à deux pôles vise bon nombre des mêmes avantages que le modèle d'autorité unique de réglementation, à savoir d'éliminer le superflu, de réduire les frais généraux et de délimiter de façon plus nette les responsabilités et les pouvoirs des autorités de réglementation. Toutefois, le modèle à deux pôles écarte le postulat du modèle d'une autorité unique, à savoir que tous les pouvoirs réglementaires peuvent être confiés à un seul organisme. Le modèle à deux pôles s'articule autour du principe qu'il existe une différence fondamentale entre les objectifs de la réglementation prudentielle et ceux de la réglementation des pratiques du marché, différence

¹⁷ Voir Clive Briault, « Revisiting the rationale for a single national financial services regulator », 16 (Financial Services Authority Occasional Paper Series No. 16, Feb. 2002), à : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op16.pdf> (qui cite le budget de 2001-2002 de la UK FSA).

qui oblige chacune des autorités à adopter des stratégies et des approches différentes. Dans le cas de la réglementation prudentielle, l'autorité entretient une relation plus coopérative avec l'institution financière. Elle existe pour aider les institutions financières. Son rôle est d'édicter des normes et de surveiller le respect de ces normes par l'institution financière. Si l'institution ne se conforme pas à certaines normes ou si l'autorité perçoit une menace éventuelle à la solidité de l'institution financière, cette dernière a pour rôle de se concerter avec l'institution pour trouver une solution. Par contraste, le responsable de la réglementation des pratiques du marché se retrouve souvent en position antagoniste par rapport à l'institution financière. L'autorité de réglementation est en réalité le représentant des consommateurs et des investisseurs et utilise ses pouvoirs d'édicter des règles pour imposer de nouvelles exigences aux institutions financières et ses pouvoirs d'application pour discipliner et sanctionner les institutions financières qui enfreignent les règles relatives aux pratiques du marché. Or, confier à une autorité unique la responsabilité de la réglementation prudentielle et de la réglementation des pratiques du marché permet de craindre qu'elle n'adopterait pas pour chacune des missions l'approche réglementaire appropriée. Une autorité unique pourrait privilégier une approche plus musclée en matière d'application – mieux adaptée à la réglementation des pratiques du marché – à la réglementation prudentielle, créant ainsi des rapports antagonistes indésirables qui amèneraient les institutions financières à éviter d'informer l'autorité des problèmes de crainte d'être poursuivies. Si les institutions financières refusaient d'être franches avec l'autorité, cela rendrait cette dernière moins apte à surveiller et à déceler les sources de risque systémique. Or, à l'inverse, l'approche plus coopérative mieux adaptée à la réglementation prudentielle pourrait être appliquée à la réglementation des pratiques du marché au détriment des consommateurs et des investisseurs qui risqueraient d'en souffrir malgré eux. Le modèle à deux pôles tente de résoudre ce conflit en séparant la réglementation prudentielle et la réglementation des pratiques du marché.

L'une des faiblesses du modèle à deux pôles c'est qu'il exige la coordination entre les deux organismes. Le risque de conflit est grand quand les deux organismes, représentant chacun leur pôle respectif, réglementent la même institution financière, cas qui se produit assez fréquemment (songez, par exemple, à la réglementation des sociétés d'assurance qui doivent se conformer aux normes prudentielles et aux règles relatives aux pratiques du marché lorsqu'elles traitent avec leurs souscripteurs). Les grandes sociétés financières continuent d'élargir leur champ d'activités en franchissant les démarcations entre l'activité bancaire, les valeurs mobilières et les branches d'assurance de sorte qu'on s'attendrait à ce que la réglementation prudentielle et la réglementation des pratiques du marché soient la norme et que les interventions réglementaires de l'un des organismes aient une incidence sur l'autre. On imagine sans difficulté que l'application rigoureuse des règles à de telles entités par l'autorité de réglementation des pratiques du marché puisse ébranler la stabilité financière de l'institution, obligeant alors l'autorité de réglementation prudentielle à intervenir à son tour. Voilà pourquoi le modèle à deux pôles doit s'accompagner d'un mécanisme de coordination quelconque pour régler les conflits qui pourraient survenir entre les deux autorités. Il serait tentant de confier aux élus la responsabilité de résoudre les divergences entre les autorités de réglementation mais cette solution menace de politiser le processus réglementaire.

Le modèle de la principale autorité de réglementation s'ajoute au modèle de l'autorité unique et au modèle à deux pôles. C'est celui qui implique la moins profonde réorganisation de l'actuel régime de réglementation. Les organismes de réglementation distincts, et leurs

attributions, seraient maintenus. L'unique changement serait que l'un d'eux serait désigné « principale autorité de réglementation » et assumerait la responsabilité de la coordination des interventions réglementaires des autres organismes. Ce modèle est attrayant parce qu'il prend appui sur l'expérience et le savoir réglementaires accumulés dans le cadre des régimes de réglementation sectorielle et selon l'activité tout en donnant l'impression qu'au moins une autorité de réglementation exerce une surveillance holistique. Cependant, le modèle d'une principale autorité de réglementation soulève un certain nombre de préoccupations, la première étant de savoir lequel des organismes doit être désigné principale autorité de réglementation. Désigner un organisme comme principale autorité de réglementation suppose qu'il possède le savoir-faire et la compétence voulus pour évaluer non seulement ses propres intérêts réglementaires mais aussi ceux des autres organismes qui relèvent dorénavant de lui. Cela suppose par ailleurs que la principale autorité de réglementation ne sera pas foncièrement prédisposée à accorder la priorité à ses intérêts réglementaires. S'il s'avère que ces hypothèses sont fausses, alors le modèle de principale autorité de réglementation accroîtra vraisemblablement le risque d'une défaillance réglementaire puisque la principale autorité sera mieux placée pour faire fi des préoccupations des organismes qui lui sont subordonnés. La deuxième préoccupation, en supposant que le choix de la principale autorité de réglementation s'impose, est de savoir comment l'autorité gèrera les autres organismes. Comme c'est le cas du modèle à deux pôles, celui de la principale autorité de réglementation exigera un mécanisme de coordination quelconque pour résoudre les conflits, promouvoir l'échange d'informations entre organismes et permettre à l'autorité principale de dicter leur conduite aux autres organismes. Un tel système serait très complexe, ce qui suscite une troisième préoccupation. Le modèle de principale autorité de réglementation est le moins efficace des trois. Il exige le maintien d'organismes de réglementation distincts dont les compétences se chevauchent et qui ont chacun leurs frais généraux. Ce système comporte peu d'avantages par rapport à l'autorité unique de réglementation et au modèle à deux pôles.

Quoi qu'il en soit, l'organisation exacte du régime de réglementation importe moins que les méthodes dont les organismes de réglementation et leurs groupes internes sont amenés à travailler ensemble et à agir de façon coordonnée. Comme c'est le cas pour chacune des structures, la coordination est essentielle, qu'elle s'effectue à l'interne (comme ce serait le cas pour une autorité unique) ou à l'externe (comme ce serait le cas du modèle à deux pôles et du modèle de principale autorité). Cela dit, l'autorité unique de réglementation et le modèle à deux pôles sont supérieurs au modèle de la principale autorité de réglementation parce qu'ils permettent d'éliminer plus efficacement les chevauchements et d'accroître l'efficacité. Pour ces raisons, le présent rapport recommande que le Canada adopte soit le modèle de l'autorité unique de réglementation ou le modèle à deux pôles.

II. Régime de réglementation du Canada

A. Structure présente du régime de réglementation du Canada

Au Canada, des organismes distincts réglementent l'activité bancaire, les assurances, le commerce des valeurs mobilières et les associations coopératives de crédit aux côtés de la Banque du Canada qui dirige la politique monétaire et veille à préserver la stabilité des marchés. La responsabilité réglementaire est aussi partagée entre les gouvernements fédéral et

provinciaux. Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) et l'Agence de la consommation en matière financière du Canada (ACFC) se partagent la responsabilité de la réglementation des banques. Le BSIF surveille toutes les institutions de dépôt et les sociétés d'assurance fédérales au Canada. Bien que 70 % des maisons de courtage de valeurs mobilières du Canada appartiennent aux banques nationales, le BSIF exerce des pouvoirs limités et indirects sur les négociants. Dans toutes les provinces, sauf l'Ontario, le BSIF a le mandat de surveiller uniquement les banques à charte fédérales et non leurs filiales, tandis que les autorités provinciales exercent la surveillance directe des courtiers en valeurs mobilières. En Ontario, le BSIF et l'ACFC ont vu leur rôle renforcé pour ce qui est de la réglementation de certaines activités liées aux valeurs mobilières après l'adoption de l'accord Hockin-Kwinter de 1987 entre le gouvernement fédéral et l'Ontario. L'ACFC met à la disposition des consommateurs canadiens de l'information au sujet des produits et services financiers et surveille la conformité des institutions financières fédérales aux lois de protection du consommateur. L'ACFC est par ailleurs la principale responsable de la réglementation des pratiques bancaires au Canada. Le BSIF et l'ACFC se partagent les responsabilités en matière de réglementation, le BSIF s'occupant de réglementation prudentielle tandis que l'ACFC s'occupe de la réglementation des pratiques du marché.

Les gouvernements fédéral et provinciaux se partagent la réglementation des sociétés d'assurance. La grande majorité des sociétés d'assurance au Canada sont assujetties à la réglementation du BSIF et, dans une moindre mesure, de l'ACFC¹⁸. S'il incombe toujours aux provinces de réglementer les pratiques prudentielles des sociétés d'assurance qui font des affaires sur leur territoire, plusieurs provinces confient cette responsabilité au BSIF¹⁹. La réglementation des pratiques de toutes les sociétés d'assurance du Canada, y compris celles qui sont assujetties à la surveillance prudentielle des organismes fédéraux, est assurée par les gouvernements provinciaux.

La réglementation des banques et l'essentiel de la réglementation prudentielle de l'industrie des assurances relèvent essentiellement du gouvernement fédéral tandis que les provinces assument la responsabilité première de la réglementation des valeurs mobilières et des associations coopératives de crédit. Les associations coopératives de crédit et les caisses populaires sont constituées en vertu des lois provinciales et ce sont les provinces qui édictent les règlements applicables. À l'extérieur du Québec, le gouvernement fédéral joue un rôle, quoique limité, dans la réglementation des associations coopératives de crédit puisque la Centrale des caisses de crédit du Canada a une charte fédérale et est réglementée au niveau fédéral. Par

¹⁸ Selon les statistiques publiées par le gouvernement du Canada, les sociétés d'assurance fédérales comptent pour 90 % du secteur des assurances de personnes et pour les trois quarts du secteur des assurances IARD. Voir Le secteur canadien des services financiers à <http://www.fin.gc.ca/toctf/2005/fact-cfssf.html> (dernière visite du site le 6 juin 2008).

¹⁹ Moins de 10 % des sociétés d'assurance actives au Canada ont une charte provinciale. Le Québec est la seule province qui n'accepte pas la réglementation prudentielle fédérale des sociétés d'assurance.

ailleurs, les centrales des caisses de crédit qui desservent la Colombie-Britannique, l'Alberta, la Saskatchewan, le Manitoba, l'Ontario et la Nouvelle-Écosse ont choisi de se constituer sous le régime des lois fédérales en plus d'être réglementées par les autorités provinciales.

La réglementation des valeurs mobilières relève totalement des provinces. Chaque province a sa propre commission des valeurs mobilières. Quatre de ces commissions provinciales, celles de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Québec, adhèrent à l'OICV bien que seules l'Ontario et le Québec détiennent des droits de vote. Le Canada est le seul grand pays à ne pas être représenté à l'OICV par le gouvernement national. Dans le but de promouvoir la coordination transfrontalière de la réglementation, les commissions provinciales ont créé les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) qui réunissent les présidents des treize commissions des valeurs mobilières provinciales. L'ACVM s'est donné pour objectif [Traduction] « d'harmoniser et de renforcer la réglementation du marché des valeurs mobilières au Canada en améliorant la coopération interprovinciale²⁰. » Les ACVM adoptent pour ce faire des instruments nationaux destinés à favoriser la coordination et l'harmonisation des modifications apportées aux lois provinciales. Ces instruments ont toutefois une incidence limitée puisque les organismes de réglementation provinciaux ne sont pas tenus de les mettre en œuvre. Récemment, les ACVM ont lancé plusieurs initiatives pour améliorer le fonctionnement du régime de réglementation des valeurs mobilières dans tout le Canada, y compris le Régime d'examen concerté des demandes de dispense, le Système électronique de données, d'analyse et de recherche, la Base de données nationales d'inscription et le Système électronique de déclaration des initiés. Malgré ces progrès, les autorités provinciales de réglementation des valeurs mobilières fonctionnent toujours en quasi-autonomie les unes par rapport aux autres.

Ces dernières années, les provinces ont déployé des efforts appréciables pour améliorer la coordination de la réglementation et réduire les barrières réglementaires qui segmentent les marchés des valeurs mobilières au pays. Toutes les provinces, sauf l'Ontario, sont membres du Conseil des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières. L'une des plus importantes initiatives du Conseil est le système de passeport qui permet aux participants aux marchés de chaque province de conduire librement leurs activités dans les autres provinces. Le Conseil a confié aux ACVM le mandat de la mise au point du système de passeport.

Ce système de passeport sera mis en œuvre en deux étapes. La première est entrée en vigueur en septembre 2005. Ainsi, un participant au marché qui obtient l'autorisation de l'autorité de réglementation de sa province (cette autorité étant la principale autorité dont il relève) peut, sous réserve de certaines limites, conduire ses activités dans d'autres provinces sans obtenir au préalable d'autres autorisations réglementaires. La mise en œuvre d'une deuxième

²⁰ Division du secteur financier, ministère des Finances, Canada, *L'industrie canadienne des valeurs mobilières* 19 (2003).

étape plus poussée du système de passeport a débuté en mars 2008 et devrait être achevée vers 2009. Dans le cadre de cette deuxième étape, un participant au marché sera autorisé à faire approuver son prospectus, à s'inscrire comme courtier ou conseiller ou pourra obtenir des dispenses réglementaires de sa principale autorité de réglementation et, dans chaque cas, il pourra être assuré que toutes les autres provinces valideront et respecteront cette décision réglementaire.

L'Ontario a décidé de ne pas participer au système de passeport. Les autres provinces ont donc convenu de reconnaître unilatéralement l'Ontario, ce qui signifie que les décisions de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à l'égard des participants au marché ontarien seront acceptées par les autres organismes provinciaux. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, par contre, n'est pas tenue d'homologuer les décisions prises par les autorités de réglementation des autres provinces.

Plusieurs OAR jouent un rôle important dans la réglementation des marchés des valeurs mobilières au Canada, aux côtés des commissions provinciales. Les plus importantes sont l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM). L'OCRCVM, crée en 2008 par la fusion de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et des Services de réglementation du marché, réglemente les pratiques de tous les courtiers en placement du Canada et veille à l'application des règles du commerce des valeurs et des règles relatives à l'intégrité des marchés pour la Toronto Stock Exchange, la TSX Venture Exchange, Liquidnet Canada et d'autres grands marchés et plateformes de négociation. L'OCRCVM ressemble à bien des égards à la FINRA américaine décrite ci-dessus. L'ACCFM, qui a vu le jour en 2001, réglemente la vente de fonds mutuels au Canada.

Enfin, la Banque du Canada joue un rôle important à titre de prêteur en dernier ressort, de fournisseur de liquidités d'urgence aux institutions admissibles, d'agent financier du gouvernement du Canada et d'émetteur de la monnaie canadienne. Elle exerce aussi sa surveillance sur les systèmes de paiement qui sont importants pour la bonne santé du système dans son entier. Par contraste avec la Réserve fédérale américaine, toutefois, la Banque du Canada ne surveille pas les banques. À cet égard, la Banque du Canada se compare davantage à la Bank of England.

Sur la scène nationale, deux comités de coordination relèvent directement du ministre des Finances : le Comité de surveillance des institutions financières (CSIF) et le Comité consultatif supérieur (CCS). La surintendante du BSIF, le gouverneur de la Banque du Canada, le président de la Société d'assurance-dépôts du Canada, la commissaire de l'ACFC et le sous-ministre des Finances composent les deux comités. Le CSIF, présidé par la surintendante du BSIF, se réunit tous les trimestres mais peut être convoqué au besoin, conformément au mandat législatif qu'il a de contrôler la santé des institutions financières réglementées et de faire rapport au ministre des Finances. Le CCS, qui n'est pas un comité législatif, se réunit au besoin pour examiner les enjeux liés à la politique du secteur financier, y compris les mesures législatives existantes et le cadre réglementaire. Ce groupe est présidé par le sous-ministre des Finances.

B. Observations sur le régime de réglementation du Canada

Le cadre d'un système fondé sur des objectifs, tel que défini dans le présent rapport de recherche, existe déjà au Canada. Dans les secteurs des banques et de l'assurance, le partage des responsabilités entre le BSIF et l'ACFC s'aligne sur le modèle qui confie la réglementation prudentielle à un organisme tandis qu'un deuxième prend en charge la réglementation des pratiques du marché. Le Canada peut faire fond sur ces deux organismes pour mettre en œuvre un cadre axé sur des objectifs applicables à tous les secteurs du système financier.

Les faiblesses du régime de réglementation au Canada tiennent au fait que certains volets du régime restent segmentés selon la nature de l'activité financière et que la responsabilité en matière de réglementation est partagée entre les provinces et le gouvernement fédéral. Dans l'idéal, le Canada devrait tenter de regrouper ses activités réglementaires au sein d'un nombre réduit d'organismes et, dans la mesure du possible, envisager de confier la responsabilité première pour la réglementation du commerce des valeurs mobilières à un organisme national unique.

Le CSIF et le CCS jouent un rôle important en ce sens qu'ils assurent la coordination au plus haut niveau des politiques et de la réglementation relatives au contrôle prudentiel et à la stabilité des marchés. Cependant, il est difficile de savoir si des arrangements permanents existent entre d'autres organismes de réglementation nationaux et entre les autorités nationales et provinciales en ce qui concerne la coordination de la réglementation à un niveau inférieur, l'échange d'informations et la coopération en matière d'application. L'absence de représentants des autorités provinciales au sein du CSIF et du CCS est particulièrement frappante puisqu'il semblerait que les organismes provinciaux de réglementation du commerce des valeurs mobilières fonctionnent en toute autonomie par rapport au BSIF et à l'ACFC. Afin de corriger cette lacune, le Canada devrait renforcer les liens de coopération entre les divers organismes de réglementation et envisager de transformer le CCS en organisme habilité à agir en chef de file en ce qui concerne la réglementation du commerce des valeurs mobilières et de le doter de pouvoirs juridiques à l'égard des autorités provinciales de réglementation du commerce des valeurs mobilières.

Dans la mesure où la réglementation des valeurs mobilières continue de relever des provinces, le système de passeport est un progrès notable quoique cette solution apparaisse moins préférable que celle d'une autorité nationale de réglementation du commerce des valeurs mobilières, comme le révèle l'analyse faite ci-après. D'ailleurs, l'expérience de l'Union européenne a démontré que la mise en œuvre d'un système de passeport mène naturellement à une amélioration de la coordination réglementaire, à une meilleure convergence de la réglementation et à l'élaboration de règlements communs²¹. Au fil des ans, la mise en œuvre

²¹ Pan, *supra* note 8.

élargie du système de passeport pourrait contribuer à éliminer la plupart des principales différences réglementaires entre les provinces. Or, la mise en œuvre d'une telle stratégie exigera du temps et pourrait ne pas se faire sans heurts. Le passeport demeure après tout le fruit d'une négociation interprovinciale et dépend donc de la volonté continue des provinces de coopérer les unes avec les autres et de se conformer loyalement aux modalités du passeport. Certaines des difficultés et des faiblesses du système de passeport sont apparentes quand on sait que l'Ontario ne participe pas pleinement au système de passeport et que la mise en œuvre de la première étape a été gênée par l'absence de législation harmonisée parmi les provinces participantes²². Par ailleurs, le système de passeport ne confie pas à l'un des organismes de réglementation provinciaux la responsabilité d'aller au-delà des intérêts locaux et d'envisager la création d'un marché national pour le commerce des valeurs mobilières et n'habilite pas non plus un des organismes à intervenir au besoin pour renforcer les marchés nationaux sans devoir d'abord obtenir le consentement de toutes les autres autorités. Par conséquent, la coopération entre les organismes de réglementation provinciaux dans le cadre du système de passeport ne constitue pas une structure réglementaire très efficiente et agile pour un marché financier de premier plan.

III. Analyse comparative : Royaume-Uni, Australie, États-Unis, France, Allemagne, Hollande et Hong Kong

Ces dernières années, plusieurs pays se sont penchés sur la restructuration de leur régime de réglementation financière. Les raisons qui ont amené chacun de ces pays à décider d'effectuer ces réformes varient de l'un à l'autre. S'agissant du Royaume-Uni, le nouveau gouvernement travailliste a décidé d'entreprendre la réforme de sa réglementation en réaction au mécontentement grandissant à l'égard de la capacité du régime de réglementation de l'époque d'encadrer les nouveaux conglomérats financiers et d'assurer une protection suffisante aux consommateurs et aux investisseurs attirés par des produits financiers exotiques. La création de l'euro et de la Banque centrale européenne ont incité la France, l'Allemagne et la Hollande à réexaminer le rôle de leurs banques centrales et de leurs régimes de réglementation financière. Hong Kong a procédé à deux reprises à des réformes structurelles de son régime de réglementation après des replis brutaux de sa bourse. Les États-Unis ont entrepris en 2007 une étude très médiatisée de leur régime de réglementation afin de corriger les effets néfastes de la réglementation américaine sur la compétitivité des marchés financiers. Plus récemment, à la fin de mars 2008, le Trésor américain a publié son Blueprint (plan directeur) et annoncé que des efforts de réforme seraient déployés dans le but de corriger les ratées perçues de la réglementation qui ont abouti à la crise du crédit aux États-Unis. Toutefois, bien que tous ces pays aient examiné diverses options dans le but de se doter d'un régime de réglementation

²² Voir <http://securitiescanada.org/> (dernière visite le 30 septembre 2008) (« La première phase du régime de passeport a été mise en œuvre par les autorités de réglementation sous la forme d'une règle (Règlement 11-101 sur le régime de l'autorité principale) et des changements de réglementation et de politiques qui s'y rapportent en septembre 2005, mais sa portée était limitée par un manque d'harmonisation de la législation. »)

optimale, ils ont divergé sur l'option à privilégier. D'ailleurs, la plupart ont adopté, ou envisagent d'adopter, des variations de deux modèles différents de régimes de réglementation – l'autorité unique de réglementation et le modèle à deux pôles – mais dans plusieurs cas, ils n'ont pas su mettre en œuvre toutes les réformes nécessaires pour s'assurer tous les bienfaits de l'un ou de l'autre modèle.

A. Royaume-Uni

Le Royaume-Uni a opté pour le modèle d'une autorité unique de réglementation, concentrant tous les pouvoirs au sein de la UK FSA. La création de cet organisme a coïncidé avec l'extraordinaire croissance de la bourse de Londres comparativement aux autres places financières (y compris New York), à tel point que certains observateurs en concluent que la version du modèle d'autorité unique choisi par le Royaume-Uni s'est avéré supérieur aux autres régimes de réglementation.

Jusqu'en 1997, les marchés financiers du Royaume-Uni étaient assujettis à la surveillance d'une variété d'organismes de réglementation et d'OAR. La Bank of England était responsable de la réglementation des banques. Le Securities Investment Board (SIB), la bourse de Londres (à titre d'autorité responsable des inscriptions), la Securities and Futures Authority, l'Investment Managers' Regulatory Organization et la Personal Investment Authority avaient chacune un rôle à jouer dans la réglementation des offres de valeurs mobilières et des sociétés de placement. Le Insurance Brokers Registration Council réglementait les sociétés d'assurance. Le glas a sonné pour cette panoplie d'organismes et d'OAR au Royaume-Uni en mai 1997 peu après la victoire électorale du parti travailliste, dirigé par Tony Blair. Dix-neuf jours après l'arrivée au pouvoir du nouveau gouvernement, le chancelier de l'Échiquier à l'époque, Gordon Brown, a annoncé la consolidation, au sein de la UK FSA, de toutes les activités de réglementation des banques, du commerce des valeurs mobilières et de l'assurance, qui relevaient de neuf organismes de réglementation différents.

Trois observations peuvent être formulées à l'égard de la UK FSA. Premièrement, la décision du Royaume-Uni d'adopter le modèle de l'autorité unique de réglementation a pris tout le monde par surprise. Avant l'élection générale, le parti travailliste avait annoncé son intention de n'apporter que des modifications modestes au régime de réglementation du Royaume-Uni. Les propositions pré-électorales se limitaient essentiellement à la recommandation d'un déplacement de la responsabilité réglementaire qui passerait des OAR à des organismes gouvernementaux. L'annonce de la création de la UK FSA, le 20 mai 1997, par le chancelier de l'Échiquier laissait entrevoir pour la première fois que le parti travailliste penchait en faveur du modèle de l'autorité unique de réglementation. Étant donné l'absence de toute discussion publique avant l'annonce, il est difficile de savoir pourquoi le gouvernement a décidé qu'une autorité unique de réglementation était nécessaire, voire essentielle. Selon certains observateurs, la décision de concentrer les pouvoirs entre les mains de la UK FSA tenait davantage du

calendrier parlementaire que d'une analyse raisonnée qu'aurait faite le gouvernement des mérites incontournables du modèle d'autorité unique de réglementation²³. C'est le chancelier, dans son énoncé de proposition, qui a offert la plus solide justification du choix du modèle d'autorité unique de réglementation, à savoir que l'organisation du régime de réglementation devait être réformée pour refléter le fait que les distinctions entre les banques, les maisons de courtage et les sociétés d'assurance s'étaient brouillées²⁴. Or, les mêmes motifs peuvent être invoqués en défense du modèle à deux pôles mais rien ne permet de croire que le chancelier ait examiné cette option. Fait étrange, ceux qui considèrent que la UK FSA démontre clairement la supériorité du modèle d'autorité unique de réglementation évoquent rarement les origines politiques de cet organisme. D'ailleurs, un observateur plus cynique pourrait même conclure que la réussite de la UK FSA est due davantage à la chance qu'à un choix délibéré.

Deuxièmement, bien que la UK FSA soit l'autorité de réglementation financière dominante au Royaume-Uni, elle partage la responsabilité de l'encadrement du système financier avec la Bank of England et HM Treasury (ministère des finances et de l'économie britannique). La UK FSA, la Bank of England et HM Treasury ont détaillé leurs responsabilités respectives dans un protocole d'entente²⁵. La Bank of England a pour mandat de veiller à la stabilité du marché. Autrement dit, c'est à la Bank of England qu'il incombe de veiller à ce que le système financier fonctionne sans heurts en ce qui a trait au règlement des transactions financières, à la préservation de la liquidité des marchés pour faciliter l'échange d'instruments financiers et à l'intermédiation entre les épargnants et les emprunteurs. Pour sa part, HM Treasury est le principal vecteur des politiques financières et économiques et est responsable de la structure institutionnelle du système de réglementation financière et des lois connexes. Selon le protocole

²³ Voir, p. ex. Eilís Ferran, « Examining the United Kingdom's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model, 28 *Brook. J. Int'l L.* 271-72 (2003).

²⁴ Selon Clive Briault, les raisons complètes incluent : [traduction] « (i) les évolutions du marché, dont l'augmentation du nombre de conglomerats financiers, et le brouillage des frontières entre les produits rendent la réglementation sectorielle de moins en moins visible; (ii) un organisme de réglementation intégré apporte des économies d'échelle et de portée et il est utile de pouvoir affecter des ressources rares de façon efficiente et efficace; (iii) il est avantageux de confier à un organisme unique de réglementation des objectifs et des responsabilités clairs et cohérents et de faire les arbitrages entre les uns et les autres au sein d'un organisme unique; et (iv) il est avantageux d'exiger d'un organisme unique de réglementation qu'il rende compte de son rendement, au regard d'objectifs législatifs, pour le régime de réglementation, de ses coûts et de ses ratés. » Clive Briault, « FSA Revisited, and Some Issues for European Securities Market Regulation » dans *Financial Markets in Europe* 323 (Mads Adenas & Yannis Avgerinos eds., 2003).

²⁵ Memorandum of Understanding between the Bank of England, the Financial Services Authority, and HM Treasury (1997, updated March 22, 2006), à : http://www.hm-treasury.gov.uk/documents/financial_services/regulating_financial_services/fin_rfs_mou.cfm.

d'entente, en période de crise, la UK FSA serait responsable de [traduction] « la conduite des opérations advenant des difficultés susceptibles de se répercuter sur les sociétés, le marché et les systèmes de règlement et de compensation, dans les limites de ses responsabilités » qu'elle peut exercer en [traduction] « modifiant les exigences relatives aux fonds propres de solvabilité ou autres et en facilitant une solution de marché comportant, par exemple, l'injection dans une société en difficulté de capitaux frais apportés par un ou plusieurs tiers²⁶. » Toutefois, la Bank of England resterait responsable des [traduction] « opérations financières officielles... afin de limiter le risque de propagation à d'autres secteurs du système financier des problèmes dans, ou touchant, des institutions en particulier²⁷. »

Troisièmement, la UK FSA a une structure interne complexe qui semble être basée sur une réglementation axée à la fois sur l'activité et le secteur financiers et la clientèle. Comme le démontre l'organigramme de la UK FSA (voir l'annexe A), la responsabilité réglementaire est partagée entre deux directions, l'une chargée des marchés au détail et l'autre, des marchés de gros et institutionnels. Cette structure laisse croire que le degré de réglementation devrait être différent pour les activités et les services financiers offerts aux investisseurs au détail et ceux offerts aux investisseurs institutionnels plus avertis. Au sein de chaque direction, il existe des sections qui exercent la surveillance d'activités financières précises. Par exemple, au sein du groupe responsable des marchés de détail, il existe des bureaux distincts pour l'assurance, les activités bancaires et les crédits hypothécaires, la gestion des actifs et les coopératives de crédit. La UK FSA a aussi des « responsables transsectoriels » qui s'occupent à la fois des marchés au détail et des marchés de gros et institutionnels. Les responsables transsectoriels se concentrent sur des secteurs financiers précis, y compris la gestion des actifs, les marchés de capitaux, l'assurance, le crédit hypothécaire et la stabilité financière. La structure interne de la UK FSA ne semble pas permettre qu'un groupe de responsables de la réglementation mette l'accent sur les objectifs de la réglementation prudentielle tandis qu'un autre mettrait l'accent sur ceux de la réglementation des pratiques du marché. Il semblerait plutôt que ces deux objectifs sont gérés simultanément par des responsables de la réglementation de niveau intermédiaire. Une telle structure se démarque de façon sensible du modèle à deux pôles où la coordination de la réglementation prudentielle et de la réglementation des pratiques du marché se fait à un niveau plus élevé.

L'organisation déroutante de la UK FSA permet de douter que l'organisme ait réussi à intégrer sous un seul toit les divers objectifs de la réglementation ou encore, de soupçonner que les problèmes associés aux organismes de réglementation distincts continuent d'exister. Le fait que la UK FSA n'ait pas réussi à empêcher la déconfiture de la banque Northern Rock, ou du moins à limiter les dégâts, a fait couler beaucoup d'encre. Certains observateurs ont rappelé sévèrement que la Northern Rock relevait de surveillants de la UK FSA dont le savoir-faire

²⁶ *Idem.* (cité par le Treasury Committee, The run on the Rock, 2007-08, H.C. 56-I, at 105).

²⁷ *Idem.*

concernait l'assurance et non les banques. D'autres encore ont reproché à la UK FSA d'avoir attendu trop longtemps avant de faire une analyse en profondeur de la situation de la banque²⁸. Par ailleurs, d'autres ont fait valoir que des exigences bureaucratiques avaient gêné l'exercice des responsabilités en matière de surveillance²⁹. Pour sa part, le comité des finances du parlement britannique a reproché à la UK FSA et à la Bank of England de n'avoir pas su coordonner leurs interventions quand les problèmes de la banque Northern Rock ont été mis en lumière, ce qui fait ressortir de sérieuses lacunes dans le protocole d'entente entre la UK FSA, la Bank of England et HM Treasury³⁰. L'affaire de la Northern Rock ternit le bilan autrement plutôt reluisant de la UK FSA en matière de réglementation.

L'une des réalisations les plus dignes de mention de la UK FSA a été son adoption d'une réglementation axée sur des principes³¹. Selon la UK FSA, la réglementation axée sur des principes est un régime dans lequel les résultats réglementaires souhaitables sont énoncés sous forme de principes et de règles axées sur des résultats, plutôt que sur des règles détaillées. La UK FSA croit que l'un des principaux avantages de la réglementation axée sur des principes c'est qu'elle permet aux entreprises de choisir le moyen le plus rentable d'obtenir les résultats réglementaires souhaités par la UK FSA. Cette dernière est d'avis que le déplacement de la responsabilité vers l'entreprise favorisera la compétitivité et l'innovation sur le marché et, partant, la mise en œuvre plus efficace de la réglementation du marché. Par ailleurs, au fur et à mesure que les industries réglementées réussiront mieux à interpréter les attentes de la UK FSA, les principes eux-mêmes deviendront plus efficaces que de simples normes de conduite minimales puisqu'il sera plus difficile pour les entreprises de se soustraire à l'esprit et à la lettre des règlements grâce à des astuces d'avocat et à une conformité technique de pure forme.

²⁸ Une étude interne réalisée par la UK FSA a révélé que l'autorité n'a pas su faire respecter des normes minimales de surveillance bancaire dans le cas de la Northern Rock. Selon les auteurs de l'étude, les ratés incluaient un nombre inadéquat de personnels chargés de surveiller les activités de la Northern Rock, les réunions trop infrequentes avec les dirigeants de la Northern Rock (huit réunions seulement comparativement à 74, en moyenne, avec les dirigeants d'autres banques du Royaume-Uni), et la décision de la haute direction de la UK FSA – faisant fi de l'avis du personnel – d'espacer les examens officiels de la Northern Rock, portant la fréquence de deux à trois ans. Voir Jennifer Hughes, « FSA admits failings over Northern Rock » *Fin. Times* (Mar. 26, 2008), à : <http://www.ft.com/cms/s/0/0833a416-fb0d-11dc-8c3e-000077b07658.html>.

²⁹ *Ibid.*

³⁰ Treasury Committee, *The run on the Rock, 2007-08*, H.C. 56-I, at 105, à : <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200708/cmselect/cmtreasy/56/56i.pdf>.

³¹ Financial Services Authority, *Principles-based regulation: Focusing on the outcomes that matter* (2007), à : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf>.

L'approche réglementaire axée sur des principes de la UK FSA comporte 11 « principes pour affaires » :

1. L'entreprise doit mener ses activités avec intégrité.
2. L'entreprise doit faire preuve de compétence et de diligence raisonnable dans la conduite de ses activités.
3. L'entreprise doit prendre des mesures raisonnables pour organiser et contrôler ses activités de manière responsable et efficace et se doter de systèmes adéquats de gestion du risque.
4. L'entreprise doit conserver des ressources financières suffisantes.
5. L'entreprise doit observer des normes adéquates de comportement sur le marché.
6. L'entreprise doit tenir dûment compte des intérêts de ses clients et traiter ces derniers avec équité.
7. L'entreprise doit tenir dûment compte des besoins en information de ses clients et leur transmettre des renseignements d'une manière claire, équitable et non trompeuse.
8. L'entreprise doit gérer équitablement les conflits d'intérêts, tant ceux survenant entre elle et ses clients que ceux entre deux clients.
9. L'entreprise doit prendre des mesures raisonnables pour veiller à ce que ses conseils et ses décisions discrétionnaires soient adaptés à ses clients, qui sont en droit de compter sur son jugement.
10. L'entreprise doit assurer une protection satisfaisante des actifs dont ses clients lui confient la responsabilité.
11. L'entreprise doit traiter avec l'autorité de réglementation avec franchise et coopération et communiquer à la UK FSA tout renseignement la concernant que la UK FSA s'attendrait raisonnablement à recevoir³².

Dans la mesure où ces principes expliquent de façon suffisamment claire ce que la UK FSA juge une conduite appropriée des affaires, cette dernière compte compléter ces principes par des bulletins d'interprétation et des règles énoncées [traduction] « en mettant le plus possible l'accent sur les résultats³³ ». Les entreprises qui conduisent leurs activités selon les lignes directrices publiées par la UK FSA seront réputées se conformer aux règles. Par ailleurs, la UK FSA publiera un guide pour expliciter ce qu'elle considère des « normes acceptables minimales » de conformité aux principes. Bien que la UK FSA encourage les entreprises à aller au-delà des lignes directrices et des exigences minimales, elle estime qu'il ne leur appartient pas de décider ce qu'elles feront de plus.

³² *Ibid.* p. 8-9.

³³ *Ibid.* p. 9.

La UK FSA est l'autorité de réglementation la mieux connue au monde à avoir mis en œuvre à grande échelle une réglementation axée sur des principes. Le choix de la réglementation axée sur des principes est important parce que la UK FSA et le gouvernement du Royaume-Uni estiment qu'elle peut contribuer à rendre les marchés financiers du Royaume-Uni plus attrayants pour les entreprises financières internationales³⁴. Ainsi, ce choix repose sur l'hypothèse qu'elle rendra les marchés financiers britanniques plus compétitifs par rapport à ceux d'autres pays. Faut-il alors s'étonner d'apprendre que la réglementation axée sur des principes paraît attrayante aux sociétés qui ont été récemment la cible d'enquêtes gouvernementales rigoureuses et de poursuites au privé aux États-Unis ou encore que les sociétés financières américaines ont recommandé que les États-Unis remplacent leur système complexe axé sur des règles par un régime axé sur des principes³⁵. Pour leur part, les contradicteurs notent que la UK FSA conserve un répertoire de règles plutôt volumineux et que les nombreux bulletins d'interprétation sont difficiles à distinguer des traditionnelles règles. Ils ajoutent par ailleurs que les sociétés en viendront peut-être à regretter la réglementation axée sur des principes quand elles comprendront qu'elles doivent accepter une part plus grande du fardeau (et du risque) puisqu'il leur incombe de déterminer ce qui constitue une application appropriée des principes. Néanmoins, la décision de la UK FSA d'adopter une réglementation axée sur des principes mérite qu'on s'y attarde puisqu'elle pourrait à terme conférer au régime de réglementation britannique un avantage compétitif.

B. Australie

Le régime de réglementation australien est un excellent exemple du modèle à deux pôles. Les deux principaux organismes de réglementation sont la Australian Securities and Investment Commission (ASIC) et la Australian Prudential Regulatory Authority (APRA). L'ASIC réglemente les pratiques du marché particulièrement en ce qui a trait au commerce des valeurs mobilières et aux fournisseurs de services financiers. Elle est notamment habilitée à imposer des sanctions pénales ou civiles aux sociétés et aux professionnels financiers. Elle réglemente les dirigeants et les administrateurs des sociétés, les levées de capitaux, les prises de contrôle, les rapports financiers, la divulgation par les marchés, les fonds d'investissement gérés, le droit des actionnaires, la gouverne des entreprises et les liquidations. L'ASIC accorde par ailleurs l'inscription à toutes les sociétés émettrices, réglemente les marchés et attribue les licences aux sociétés de services financiers qu'elle surveille. Enfin, l'ASIC est chargée de protéger les

³⁴ Voir Allocution du secrétaire économique au Trésor, Ed Balls, député, à Bloomberg (14 juin 2006), à : http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/2006/press_42_06.cfm (décrivant le régime réglementaire du Royaume-Uni comme un « avantage compétitif » pour la bourse de Londres).

³⁵ Voir, p. ex. Financial Services Roundtable, *The Blueprint for US Financial Competitiveness* (2008), à : <http://www.fsround.org/cec/pdfs/FINALCompetitivenessReport.pdf>.

consommateurs contre les pratiques mensongères ou trompeuses en ce qui a trait aux produits et aux services financiers.

L'APRA est chargé de la réglementation prudentielle des institutions de dépôt, des sociétés d'assurance et des caisses de retraite. Elle agit d'abord et avant tout comme organisme de surveillance, veillant à ce que [traduction] « les promesses financières faites par les entités réglementées soient tenues sur des marchés financiers stables, efficaces et compétitifs³⁶. » L'APRA atteint cet objectif en mesurant et en gérant divers risques associés aux activités d'une société de services financiers y compris, notamment, en établissant des exigences de suffisance de fonds propres de solvabilité). Elle dispose à cette fin de trois outils réglementaires : pouvoirs d'autorisation ou de délivrance de licences, pouvoirs de surveillance et de contrôle et pouvoirs relatifs à la prise de contrôle de sociétés insolvables ou en difficulté.

Soucieuses de régler les conflits qui pourraient survenir entre elles, l'ASIC et l'APRA ont créé un groupe de travail mixte chargé de déceler et de corriger les chevauchements réglementaires et d'assurer l'échange d'informations entre les deux organismes.

Tout comme la UK FSA partage les responsabilités en matière de surveillance du système financier britannique avec la Bank of England et HM Treasury, l'ASIC et l'APRA partagent la responsabilité de surveiller le système financier australien avec la Réserve et le Trésor australiens. La Réserve australienne est responsable de la politique monétaire nationale et veille à préserver la stabilité de l'ensemble du système financier australien. Le gouvernement de l'Australie a créé le Council of Financial Regulators, composé de représentants de la Réserve, de l'APRA, de l'ASIC et du Trésor australien, qu'il a chargé de veiller à la coordination de la réglementation financière des divers organes du gouvernement.

C. États-Unis

1. Système courant

Aux États-Unis, une foule d'organismes fédéraux se partagent la responsabilité en matière de réglementation financière, chacun s'occupant de réglementer des secteurs précis du système financier – institutions de dépôt (c.-à-d. les banques, les sociétés d'épargne et de crédit et les coopératives de crédit), les marchés à terme et le commerce des valeurs mobilières – en parallèle avec les organismes étatiques qui assurent souvent une réglementation complémentaire des mêmes secteurs en plus de la réglementation primaire du secteur des assurances. Une série de diagrammes illustrent la structure actuelle du régime de réglementation aux États-Unis (voir l'annexe B). La coordination de la réglementation et l'échange d'informations se font de façon informelle parmi la plupart des organismes fédéraux et sont davantage ponctuels entre les organismes fédéraux et étatiques. Par conséquent, les États-Unis ont la réputation peu enviable

³⁶ Voir <http://www.treasury.gov.au/documents/1197/HTML/docshell.asp?URL=Preconditions-08.asp>.

d'avoir l'une des structures réglementaires les plus complexes et les moins coordonnées au monde.

Cinq organismes fédéraux se partagent la responsabilité primaire de réglementer les institutions de dépôt aux États-Unis : l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), la Réserve fédérale, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), l'Office of Thrift Supervision (OTS) et la National Credit Union Administration (NCUA). Une institution de dépôt peut, selon sa structure organisationnelle, être réglementée par trois de ces organismes fédéraux et par une autorité de réglementation étatique.

L'OCC est une entité autonome du département américain du Trésor dont le rôle est de délivrer des chartes aux banques nationales et de réglementer et d'examiner les activités de ces dernières³⁷. L'OCC effectue régulièrement l'examen des banques nationales afin de déterminer si elles se conforment aux lois et aux règlements fédéraux. Lorsqu'il décele une infraction, l'OCC a de vastes pouvoirs d'application qui lui permettent d'imposer des sanctions aux contrevenants³⁸.

Toutes les banques nationales qui détiennent une charte délivrée par l'OCC sont aussi tenues d'adhérer à la Réserve fédérale et sont assujetties à ses contrôles. En outre, la Réserve fédérale réglemente les banques étatiques qui ont décidé de ne pas obtenir une charte de l'OCC mais qui souhaitent avoir accès aux facilités de paiement et de concours de trésorerie de la Réserve fédérale. Cette dernière assume la responsabilité primaire de la réglementation au niveau fédéral des banques à charte étatiques qui décident de ne pas adhérer à l'OCC. La Réserve fédérale est aussi l'autorité de réglementation nationale chargée de surveiller les sociétés de portefeuille bancaires³⁹.

La FDIC administre le Système fédéral d'assurance dépôts. La quasi-totalité des institutions de dépôt aux États-Unis doivent être membres de la FDIC. Les banques membres de la Réserve fédérale doivent aussi être assurées par la FDIC⁴⁰. Même les banques qui ne sont pas affiliées à Réserve fédérale (p. ex. les banques étatiques sans charte de l'OCC et qui n'ont pas accès aux facilités de paiement et de concours de trésorerie de la Réserve fédérale) sont toutefois

³⁷ Une « banque nationale » est une banque qui a choisi d'obtenir sa charte du gouvernement fédéral plutôt que d'une autorité étatique locale.

³⁸ Parmi les sanctions possibles notons les accords négociés avec la banque, les engagements à modifier leurs pratiques, les ordonnances d'interdiction, l'imposition d'amendes et la révocation des dirigeants et des administrateurs de la banque.

³⁹ La Réserve fédérale est devenue la principale autorité de réglementation de Goldman Sachs et de Morgan Stanley lorsqu'elle a approuvé la conversion des deux banques d'investissement en sociétés de portefeuille bancaires.

⁴⁰ Ces banques incluent les banques nationales à charte délivrée par l'OCC de même que les banques à charte étatiques qui décident d'adhérer à la Réserve fédérale.

tenues de s'assurer auprès de la FDIC puisque la loi fédérale exige que toutes les institutions de dépôt, sauf les coopératives de crédit, qui acceptent des dépôts au détail qu'elles souscrivent l'assurance dépôt fédérale. Toutes les institutions de dépôt assurées par la FDIC sont assujetties à ses règlements. La FDIC est le principal organisme de réglementation fédérale des banques à charte étatiques qui n'ont pas adhéré à la Réserve fédérale.

L'OTS a pour mandat de surveiller les associations d'épargne et de crédit à charte fédérale. Ces associations, plus couramment appelées en anglais savings and loan associations ou building and loan associations, sont des institutions de dépôt qui offrent pour l'essentiel des prêts hypothécaires résidentiels. L'OTS délivre les chartes à toutes les associations d'épargne et de crédit fédérales et encadre tous les aspects de leurs activités grâce aux pouvoirs qu'il a d'édicter des règles et de donner des interprétations juridiques.

La NCUA délivre les chartes à toutes les coopératives de crédit fédérales et en assure la surveillance. Elle offre aussi une assurance dépôts aux coopératives de crédit fédérales et à la plupart des coopératives de crédit à charte étatique grâce au National Credit Union Share Insurance Fund.

Créé en 1979 par une loi du Congrès, le Federal Financial Institutions Examination Council (FFIEC) est un comité de coordination qui a pour mandat d'harmoniser la politique réglementaire des diverses autorités de réglementation des institutions de dépôt. Le FFIEC se compose de l'OCC, la Réserve fédérale, la FDIC, l'OTS, la NCUA et le comité de liaison étatique auquel siègent les représentants de la Conference of State Bank Supervisors, du American Council of State Savings Supervisors et de la National Association of State Credit Union Supervisors. Il convient de rappeler que le FFIEC ne possède en propre aucun pouvoir de réglementation. Il ne peut que formuler des recommandations et espérer que ses membres les mettent en œuvre dans leurs domaines de compétence respectifs.

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC), les bourses individuelles de produits dérivés et de matières premières et la National Futures Association, une OAR, se partagent la responsabilité de la réglementation des marchés à terme. Ces dernières années, la CFTC s'est distinguée par rapport à son organisme sœur plus important et mieux connu, la SEC, en adoptant en matière de réglementation une approche par paliers axée sur les risques et en privilégiant la réglementation axée sur des principes. La CFTC a aussi été l'un des premiers organismes à adopter les principes de la reconnaissance mutuelle, permettant aux bourses de marchés à terme étrangères d'avoir directement accès aux clients américains aux États-Unis⁴¹.

⁴¹ Voir, p. ex. Jerry W. Markham, « Super Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom, and Japan », 28 *Brook. J. Int'l L.* 341-46 (2003) (qui décrit les différences de philosophies réglementaires de la SEC et de la CFTC).

Pour sa part, la SEC est la principale autorité de réglementation des marchés nationaux de valeurs mobilières et le gendarme des lois fédérales en matière de commerce de valeurs mobilières. Son mandat législatif, tel qu'énoncé dans la Securities Exchange Act of 1934, comporte trois volets, à savoir (i) protéger les investisseurs, (ii) préserver l'intégrité et la stabilité des marchés des valeurs mobilières et (iii) promouvoir l'efficacité de la formation de capital. S'il est vrai que la SEC édicte une quantité appréciable de règles, elle s'en remet aussi largement au travail effectué par les OAR qui sont habilitées à adopter des règles et des politiques à l'intention des courtiers-négociants et des marchés. Toutes les entreprises de commerce de valeurs mobilières actives aux États-Unis sont membres de la FINRA. Les marchés sont assujettis aux mesures d'application de la FINRA (dans le cas du Nasdaq) et au NYSE Regulation (dans le cas de la bourse de New York (NYSE)).

Par contraste avec les autres secteurs de l'industrie des services financiers aux États-Unis, le secteur de l'assurance est surtout réglementé par les autorités étatiques. La réglementation de l'assurance par les États se ventile en deux grandes catégories. Le premier volet de la réglementation – solvabilité ou réglementation financière – vise d'abord la prévention de l'insolvabilité des assureurs et l'atténuation des pertes des consommateurs le cas échéant. Le deuxième volet – protection des consommateurs et réglementation du marché – cible surtout les pratiques commerciales déloyales, y compris la publicité trompeuse, les modalités abusives des polices et le traitement injuste des porteurs de polices.

Après la correction qu'ont subi les marchés boursiers en octobre 1987, le président des États-Unis a créé le President's Working Group on Financial Markets (PWG) (groupe de travail du président sur les marchés financiers). Le PWG a reçu pour mandat de diagnostiquer les problèmes systémiques du système financier américain et de coordonner les interventions réglementaires. Il est présidé par le secrétaire au Trésor et regroupe les présidents de la Réserve fédérale, de la CFTC et de la SEC. Le PWG en tant qu'entité ne possède pas de pouvoirs propres et ses membres sont habilités uniquement à réglementer les activités qui relèvent de leur mandat respectif. Par conséquent, le PWG est surtout une enceinte où sont examinées des questions financières stratégiques.

2. Appels à la réforme

En juin 2007, le secrétaire au Trésor américain Henry Paulson a annoncé que le département du Trésor allait amorcer l'élaboration d'un plan de restructuration du régime de réglementation financière⁴². Avant même l'annonce faite par le secrétaire Paulson, un certain nombre de comités d'experts et d'auteurs d'études indépendantes avaient exprimé leurs craintes que le régime de réglementation aux États-Unis ne soit en passe de devenir ingérable, coûteux et

⁴² Voir Communiqué du département du Trésor américain, « Paulson Announces Next Steps to Bolster US Markets' Global Competitiveness » (27 juin 2007), à : <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp476.htm>

inefficace et qu'il mine la compétitivité des marchés financiers américains⁴³. Les commentateurs ont formulé quatre critiques sévères à l'égard du régime de réglementation américain.

Premièrement, le régime de réglementation aux États-Unis est trop complexe. Un trop grand nombre d'organismes de réglementation aux niveaux fédéral et étatique réglementent les mêmes institutions financières. Les émetteurs de valeurs mobilières et les sociétés de services financiers se plaignent des coûts élevés de conformité aux règles et aux règlements du gouvernement fédéral et des États. En raison de ces coûts élevés, les sociétés, particulièrement celles de petite et de moyenne taille, ont du mal à se financer sur les marchés et les sociétés de services financiers doivent consacrer davantage de ressources à la conformité et au contentieux, ou encore renoncer à toute présence sur certains marchés. L'absence de coordination entre les organismes fédéraux et étatiques a parfois amené certains organismes étatiques à prendre l'initiative dans certains dossiers qui auraient idéalement été traités au niveau national ou encore abouti à d'importantes incohérences réglementaires entre les États.

Deuxièmement, le manque de coordination entre les autorités de réglementation étatiques et fédérales suscite de l'hostilité entre les autorités et les entités réglementées. Ces dernières années, les sociétés financières se sont vu imposer des sanctions civiles par la SEC, des poursuites pénales par le ministère de la Justice, des accusations au criminel et au civil par les autorités de réglementation étatiques, en plus d'être victimes de poursuites privées. Puisque les autorités de réglementation fédérales et étatiques et les procureurs prennent souvent des mesures d'application sans coordonner leurs interventions, les sociétés financières risquent d'avoir à se défendre contre de multiples organismes et d'être incapables de négocier des règlements ou de proposer des correctifs qui leur permettraient d'éviter d'être la cible d'autres recours.

Troisièmement, la concurrence entre les autorités de réglementation fait obstacle à l'élaboration de produits et de services financiers nouveaux. Citons à titre d'exemple le conflit entre la SEC et la CFTC concernant la réglementation des contrats à terme sur titres⁴⁴. Étant donné que la SEC réglemente les valeurs mobilières et la CFTC, les contrats à terme, les deux organismes ont défendu leurs rôles dans la réglementation des contrats à terme sur titres. Ces

⁴³ Voir, p. ex. Rapport provisoire, Committee on Capital Markets Regulation, 30 novembre 2006, à : <http://www.capmktreg.org/index.html>; Committee on Capital Markets Regulation, *The Competitive Position of the US Public Equity Market*, 4 décembre 2007, à : http://www.capmktreg.org/pdfs/The_Competitive_Position_of_the_US_Public_Equity_Market.pdf; *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, à http://www.senate.gov/~schumer/SchumerWebsite/pressroom/special_reports/2007/NY_REPORT%20FINAL.pdf; *Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century - Report and Recommendations*, à : <http://www.uschamber.com/publications/reports/0703capmarketscomm.htm>.

⁴⁴ Eric J. Pan, « Single Stock Futures and Cross-Border Access for US Investors » 14 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* (2008) (à paraître).

contrats à terme sur titres s'échangent en volume considérable en Europe, en Afrique et en Extrême-Orient depuis le début des années 1980 mais cela n'a pas empêché la SEC d'interdire le commerce de marchés à terme sur titres aux États-Unis, jugeant qu'ils faisaient directement concurrence aux titres de participation. Une loi adoptée par le Congrès en 2000 a amené la SEC à retirer son opposition à la commercialisation de contrats à terme sur des actions individuelles et de contrats à terme restreints sur indices boursiers mais elle continue de gêner le développement d'un marché pour ces produits. Il y a fort à parier que la SEC ne se serait pas opposée à l'offre de contrats à terme sur titres si elle avait aussi été chargée de surveiller le marché des contrats à terme.

Quatrièmement, le régime de réglementation n'a pas les outils voulus pour réglementer les nouveaux conglomerats financiers qui font des affaires dans de nombreux pays. Les plus grandes institutions financières américaines, tout comme leurs pendants étrangers, sont actives dans le secteur bancaire, le commerce de valeurs mobilières et l'assurance. L'adoption de la Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 ayant permis la consolidation des banques commerciales et des banques d'investissement aux États-Unis, il est vite apparu que le régime de réglementation américain devait trouver le moyen d'encadrer ces nouveaux conglomerats financiers.

Compte tenu de toutes ces préoccupations, le département du Trésor a entrepris l'élaboration d'un plan de restructuration du régime de réglementation financière américain.

3. Plan directeur du Trésor américain pour la modernisation de la structure de la réglementation financière

Le département du Trésor américain a publié, le 31 mars 2008, son *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. Il propose dans ce plan directeur la consolidation des nombreux organismes fédéraux de réglementation qui existent actuellement en trois organismes qui seraient organisés en fonction d'objectifs; le premier ciblerait ses interventions sur la stabilité des marchés; le deuxième, sur la réglementation prudentielle et le troisième, sur la réglementation des pratiques du marché.

Réglementation pour la stabilité du marché. Le plan directeur recommande de confier à la Réserve fédérale la responsabilité de protéger la stabilité du marché. La Réserve fédérale s'acquitterait de ce rôle en mettant en œuvre la politique monétaire et en agissant, au besoin, comme fournisseur de liquidités au marché, en plus d'exercer les pouvoirs de surveillance officiels.

Les attributions de la Réserve fédérale s'en trouveraient grandement élargies. Le plan directeur recommande que toutes les institutions financières soient tenues de présenter des rapports à la Réserve fédérale afin que cette dernière puisse évaluer en détail l'ensemble du marché financier. Par ailleurs, les autres organismes de réglementation seraient tenus de transmettre à la Réserve fédérale tous les rapports qu'ils produisent à sa demande et cette dernière serait habilitée à imposer de nouvelles obligations déclaratives si elle le jugeait nécessaire. Ainsi, les organismes de réglementation seraient tenus d'échanger de l'information en vertu de la loi plutôt qu'à leur gré ou dans le cadre d'arrangements informels. Enfin, le plan directeur préconise d'habiliter la Réserve fédérale à imposer les mesures correctives qu'elle juge

utiles au maintien de la stabilité du marché, y compris de rendre accessible aux institutions autres que de dépôt le guichet d'escompte de la Réserve fédérale. Cette réforme normaliserait bon nombre des mesures prises récemment par la Réserve fédérale pour renflouer la trésorerie des banques et des banques d'investissement américaines.

Réglementation prudentielle. Le plan directeur recommande la création d'une Prudential Financial Regulatory Agency (PFRA) (agence de réglementation prudentielle des institutions financières) dotée du pouvoir de décision. Selon le plan directeur, la PFRA réglementerait les institutions financières dont les activités commerciales bénéficient d'une garantie explicite du gouvernement quelle qu'elle soit. Quand le gouvernement garantit certaines des activités de l'institution financière, il a tout intérêt à préserver la santé financière de cette dernière. Par conséquent, la PFRA garantirait, entre autres choses, que l'institution a un niveau suffisant de fonds propres de solvabilité, s'astreint à respecter certains plafonds pour ses investissements et a mis en place des mécanismes adéquats de contrôle des risques. En l'absence de ces mesures, la garantie du gouvernement, non assortie d'une réglementation prudentielle, créerait un risque d'aléa moral et risquerait du même coup de provoquer l'érosion de la discipline de marché.

La description des divers types d'institutions qui seraient assujetties à la surveillance de la PFRA que l'on trouve dans le plan directeur laisse croire que certaines institutions jusqu'alors non réglementées pourraient dorénavant être assujetties à la réglementation prudentielle dans la mesure où le gouvernement américain élargit la portée de ses garanties. Or, le plan directeur ne répond pas, entre autres, à la question de savoir comment les banques d'investissement (et d'autres institutions financières non bancaires) seront réglementées. Étant donné que le gouvernement s'est montré prêt à accorder des garanties limitées dans des cas tels l'acquisition de Bear Stearns par JP Morgan Chase, il serait raisonnable de supposer que ces banques d'investissement, qui échappent normalement au périmètre de la surveillance bancaire, seraient assujetties aux nouvelles normes de réglementation prudentielle⁴⁵.

Réglementation des pratiques des affaires. Le plan directeur propose de consolider toutes les activités de réglementation des pratiques du marché sous les auspices de la nouvelle Conduct of Business Regulatory Agency (CBRA) (agence de réglementation des pratiques du marché) qui serait le pendant de la PFRA. La CBRA aurait pour mandat de surveiller les pratiques de toutes les institutions financières, d'édicter des normes de divulgation et de pratiques du marché et de délivrer les chartes et les licences aux institutions financières. L'une des principales missions de la CBRA serait d'élaborer des normes appropriées pour encadrer l'entrée sur le marché des institutions financières ainsi que la vente de leurs produits et services. À cet égard, la CBRA assumerait bon nombre des responsabilités actuellement confiées à plusieurs organismes de

⁴⁵ La déclaration de faillite de Lehman Brothers, la vente de Merrill Lynch à Bank of America et la conversion de Goldman Sachs et de Morgan Stanley en sociétés de portefeuille bancaires réduisent la probabilité que l'on ait à s'attaquer à cette question dans un avenir prochain.

réglementation des institutions de dépôt, aux autorités étatiques de réglementation de l'assurance, à la SEC, à la CFTC et à la Federal Trade Commission (Commission du commerce américaine).

Conscient du fait que la mise en œuvre intégrale du plan directeur exigera plusieurs années et un débat public aux niveaux tant fédéral qu'étatique, le département américain du Trésor recommande par ailleurs une série de mesures à court et à moyen terme destinées à rationaliser les réformes structurelles et à corriger dans l'immédiat les lacunes réglementaires mises en lumière par l'actuelle crise du crédit.

La création d'un organisme national de réglementation de l'assurance compte parmi les recommandations. À l'heure actuelle, les sociétés d'assurance sont réglementées uniquement par les États. Étant donné le peu d'harmonisation des normes réglementaires adoptées par les États, les sociétés d'assurance constatent qu'il est difficile et coûteux d'offrir des services d'assurance dans de multiples États, ce qui freine la croissance des sociétés d'assurance nationales. Ces dernières années, il est devenu plus urgent de trouver une solution au foisonnement des règles et des règlements adoptés par les États pour encadrer le secteur de l'assurance. L'Union européenne a protesté contre le fait que plusieurs États américains imposent aux sociétés d'assurance étrangères qui tentent d'offrir des services d'assurance et de réassurance aux États-Unis des exigences de nantissement discriminatoires. Si certains États se sont dits prêts à faire droit aux doléances des sociétés d'assurance étrangères, d'autres États continuent de refuser d'accorder aux assureurs étrangers des conditions d'accès égales à celles de leurs concurrents américains. La Commission européenne a informé le département du Trésor de la possibilité que les sociétés d'assurance américaines aient à satisfaire à des exigences additionnelles quand elles voudront faire des affaires dans l'Union européenne. Cette menace doit inciter le gouvernement fédéral à se donner un rôle dans la réglementation des sociétés d'assurance.

Le plan directeur recommande la création d'une « charte fédérale facultative » pour les sociétés d'assurance. Ce programme de charte fédérale, qui serait administré par le nouvel Office of National Insurance intégré au département américain du Trésor, favoriserait l'élaboration de normes nationales uniformes pour la délivrance de licences aux sociétés d'assurance et pour l'encadrement de leurs activités. Les assureurs qui obtiendraient une charte fédérale ne seraient plus assujettis à la réglementation des États. Pour leur part, les assureurs étrangers pourraient demander une charte fédérale et offrir des produits d'assurance dans plusieurs régions des États-Unis et éviteraient d'avoir à se conformer aux exigences locales promulguées par les États.

Or, le plan directeur prévoit que la mise en place d'un système national de réglementation de l'assurance pourra se heurter à une vive résistance de la part des États. La solution de compromis serait de créer un Office of Insurance Oversight (OIO) qui serait intégré au département du Trésor, doté du pouvoir législatif de résoudre les différends réglementaires

internationaux⁴⁶ et chargé de conseiller le département du Trésor sur les enjeux stratégiques touchant le secteur des assurances. L'OIO serait habilité à obliger les organismes étatiques de réglementation de l'assurance de déployer les efforts voulus pour atteindre de façon uniforme les objectifs stratégiques internationaux qu'il aurait fixés. Bien que les États continueraient d'être largement responsables de la délivrance des chartes, le gouvernement fédéral pourrait intervenir pour contraindre les autorités de réglementation étatiques à modifier au besoin leurs exigences réglementaires pour satisfaire aux exigences fédérales quant à l'accès des prestataires d'assurance étrangers et nationaux au marché américain de l'assurance.

Enfin, la distinction entre les secteurs des valeurs mobilières et des marchés à terme s'estompant rapidement, le plan directeur recommande la consolidation de la SEC et de la CFTC en un seul organisme. Cet objectif étant arrêté, il faudra, selon le plan directeur, procéder en plusieurs étapes pour harmoniser la réglementation du commerce des valeurs mobilières et des marchés à terme. Dans un premier temps, le plan directeur recommande à la SEC d'adopter des principes réglementaires contraignants en vue de la protection des investisseurs, de la préservation de l'intégrité du marché et de la réduction du risque systémique et cela afin de doter le nouvel organisme d'une philosophie réglementaire unifiée. Ces principes auraient pour socle les principes fondamentaux actuels sur lesquels repose l'approche réglementaire de la CFTC⁴⁷. Le plan directeur recommande ensuite que les OAR soient autorisées à homologuer leurs propres règles. Cette proposition accroîtrait l'autonomie des OAR afin qu'elles puissent réagir plus agilement aux évolutions du marché et aux décisions réglementaires prises par les autorités de réglementation étrangères. Le plan directeur préconise enfin la création d'un groupe de travail de la CFTC et de la SEC chargé de déterminer la façon optimale d'harmoniser la réglementation du commerce des valeurs mobilières et des marchés à terme. La SEC et la CFTC seraient ultérieurement intégrées à la CBRA.

Le plan directeur du Trésor a reçu un accueil mitigé aux États-Unis jusqu'à maintenant. Les organismes de réglementation étatiques ont critiqué les propositions du plan directeur qui tendraient à réduire le rôle qu'ils jouent dans le système financier. Les associations professionnelles des milieux bancaires ont mal accueilli le projet annoncé dans le plan directeur de confier la réglementation bancaire à une seule autorité de réglementation prudentielle. Elles sont d'avis qu'une telle autorité serait insensible aux intérêts des institutions de dépôt plus petites et plus spécialisées, dont les associations d'épargne de crédit et les banques communautaires. D'autres ont critiqué le fait que le plan directeur ne recommande pas une surveillance plus rigoureuse des banques d'investissement et des fonds de couverture, entités qui sont perçues

⁴⁶ Le plan directeur prévoit expressément que le nantissement pour la réassurance – au cœur de la doléance de l'Union européenne qui allègue que les règlements des États sont discriminatoires – relèverait de l'OIO.

⁴⁷ Les principes fondamentaux de la CFTC sont énumérés dans la loi et dans les règles. *Voir* 7 U.S.C. § 7; 17 C.F.R. parts 37 & 38.

comme les principales coupables de l'« exubérance irrationnelle »⁴⁸ qui a fait grimper les marchés jusqu'à des sommets irréalistes puis retomber brutalement. Cette opposition, qui se manifeste pendant les derniers jours de l'administration présidentielle et alors que d'autres priorités législatives s'imposent, explique que peu ait été fait pour mettre en œuvre les recommandations du plan directeur. Les événements de septembre 2008, dont la faillite de AIG, Washington Mutual, Wachovia et Lehman Brothers, et les pressions qu'ils exercent sur le gouvernement pour qu'il mette en place un plan de sauvetage sans précédent assorti d'une somme de 700 milliards de dollars qui servira à racheter les créances douteuses des institutions financières américaines, pousseront vraisemblablement la réforme structurelle du régime de réglementation financière au haut de la liste des priorités de la prochaine administration présidentielle. Il est toutefois trop tôt pour dire dans quelle mesure le plan directeur sera l'un des enjeux du débat national à venir.

D. France

L'actuel régime de réglementation de la France résulte d'une tentative, contrecarrée en partie, de réformer l'ancien régime. Le but au départ était d'implanter en France le modèle de réglementation à deux pôles. Le premier pôle devait être occupé par un nouvel organisme issu de la fusion des commissions chargées de réglementer les banques et les assurances. Or, la Banque de France a refusé d'être dessaisie de son rôle de régulateur des banques⁴⁹. Il est utile de rappeler les raisons qui expliquent que le gouvernement du Royaume-Uni ne se soit pas heurté à la même opposition de la part de la Bank of England quand il lui a retiré la responsabilité de la réglementation des banques pour la confier à la UK FSA. La Bank of England a cédé plus aisément son rôle comme principale autorité de réglementation des banques quand le chancelier de l'Échiquier lui a confié l'entière responsabilité de la politique monétaire. Cette possibilité était exclue dans le cas de la Banque de France puisqu'elle avait déjà cédé la politique monétaire à la Banque centrale européenne. Par conséquent, la Banque de France a défendu fermement les responsabilités réglementaires qui lui restaient.

Voilà ce qui explique que seul le deuxième pôle ait été mis en place. En 2003, le gouvernement français a fusionné l'ancienne Commission des opérations de bourse, le Conseil des marchés financiers et le Conseil de discipline de la gestion financière pour créer l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'AMF a trois missions : la protection de l'épargne investie dans

⁴⁸ Expression d'abord utilisée par Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale, en 1996, pour décrire le danger que posent les bulles sur le prix des actifs. Voir Alan Greenspan, président, Réserve fédérale, *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, Conférence Francis Boyer devant l'American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, DC (5 décembre 1996), à : <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/19961205.htm>

⁴⁹ Davies & Green, *supra* note 4, p. 174.

les instruments financiers, la diffusion de toute information pertinente aux investisseurs et le maintien du bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

Par contre, la réglementation prudentielle continue d'être assurée par plusieurs organismes. D'abord, la structure réglementaire en France continue de refléter une distinction inhabituelle entre l'autorisation/agrément et la surveillance continue. Dans le secteur bancaire, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) a pour mission d'approuver les nouvelles licences bancaires tandis que la surveillance est du ressort de la Commission bancaire de la Banque de France. La réglementation des assurances est comparable à celle des banques. La réglementation prudentielle des assurances relève de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles tandis qu'un comité distinct est responsable de l'agrément des nouvelles sociétés d'assurance. Enfin, il y a le Conseil des marchés financiers qui réunit les présidents des divers organismes de réglementation mais n'est pas doté de pouvoirs officiels.

E. Allemagne

En 2002, l'Allemagne a réformé son régime de réglementation financière en fusionnant les autorités de réglementation du commerce des valeurs mobilières, des banques et de l'assurance en un seul organisme, le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). La BaFin est responsable de la surveillance de toutes les institutions financières en Allemagne et elle a créé des groupes internes chargés de la surveillance des conglomérats, des dossiers internationaux et d'autres enjeux transsectoriels susceptibles d'intéresser chacun des groupes.

À première vue la BaFin semble être un bon exemple d'une autorité de réglementation unique. En réalité, l'Allemagne n'a pas su saisir l'occasion pour tirer le maximum d'avantages du modèle d'autorité de réglementation unique puisqu'elle n'a pas profité de la création de la BaFin pour restructurer ses modes de réglementation du système financier allemand. La BaFin semble plutôt être le résultat d'une réforme de façade de l'ancien système. Ses autorités de réglementation continuent de fonctionner en mode silos – banques, valeurs mobilières, assurances – au lieu de s'occuper les unes de réglementation prudentielle, les autres de réglementation des pratiques du marché. Il convient de dire à sa décharge que la BaFin a tenté de s'affranchir de ces limites en créant des groupes sectoriels destinés à favoriser la coopération entre les silos mais l'existence d'autorités de réglementation distinctes pour les banques, le commerce des valeurs mobilières et l'assurance est renforcée du fait que les autorités de réglementation de la BaFin sont physiquement isolées les unes des autres, les groupes responsables des banques et de l'assurance étant situés à Bonn tandis que l'organisme de réglementation du commerce des valeurs mobilières est situé à Francfort.

Par ailleurs, le gouvernement allemand n'a pas confié à la BaFin la totalité des pouvoirs réglementaires en matière de banque ou de commerce des valeurs mobilières. En effet, la BaFin partage la responsabilité en matière de surveillance des banques avec la Bundesbank. Quand le ministre des finances allemand a annoncé la création de la BaFin, la Bundesbank a soutenu qu'il serait peu judicieux de retirer totalement à la banque centrale le pouvoir de surveiller les banques. Par conséquent, la BaFin est tenue de consulter la Bundesbank avant d'édicter de nouvelles règles et la Bundesbank est responsable de l'essentiel de la surveillance continue du

secteur bancaire. En outre, la BaFin partage la responsabilité de la surveillance des bourses avec chacun des États allemands. Compte tenu de ces restrictions, la BaFin n'est pas, il s'en faut, une véritable autorité unique de réglementation.

F. Hong Kong

Le régime de réglementation de Hong Kong compte quatre principales autorités de réglementation : la Hong Kong Monetary Authority (HKMA), la Securities and Futures Commission (SFC), l'Office of the Commissioner of Insurance (OCI) et la Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA) (autorité des caisses de prévoyance et de retraite). La HKMA assure la réglementation prudentielle des banques, des maisons de courtage de valeurs mobilières et des sociétés d'assurance. La SFC veille à la réglementation du commerce des valeurs mobilières et des marchés à terme. L'OCI réglemente le marché des assurances. La MPFA règlemente les régimes de retraite. Dans le but d'assurer la coordination des interventions des diverses autorités de réglementation et favoriser l'échange d'informations, Hong Kong a créé le Cross-Market Surveillance Committee (comité de surveillance inter-marchés) qui réunit les membres du Financial Services and the Treasury Bureau (FSTB), de la HKMA, de la SFC, de la bourse de Hong Kong, de l'OCI et de la MPFA. Par ailleurs, la SFC et la HKMA ont signé un protocole d'entente qui précise lequel des deux organismes est chargé d'intervenir selon la nature des crises financières qui peuvent survenir.

La HKMA et la Hong Kong Association of Banks (HKAB) se partagent la responsabilité de la réglementation des banques. La HKMA est issue de la fusion, en 1993, de l'Office of the Exchange Fund et de l'Office of the Commissioner of Banking. Ainsi, la HKMA, tout comme la Réserve fédérale américaine, est responsable de la politique monétaire (y compris la gestion du Fonds des changes qui sert à préserver la stabilité de la devise) et de la surveillance du système bancaire de Hong Kong. La HKAB est issue de l'ancienne Exchange Banks Association, fondée en 1897 pour représenter les principales banques de Hong Kong. Bien que la HKMA délivre des licences bancaires, aucune banque universelle ne peut poursuivre ses activités à Hong Kong sans adhérer à la HKAB et se conformer à ses règles. Gouvernée par ses membres, la HKAB édicte des règles relatives aux pratiques du marché et des pratiques exemplaires applicables dans toute l'industrie. La HKMA consulte aussi la HKBA lors de l'élaboration de règles.

L'essentiel de la réforme de la réglementation a touché le commerce des valeurs mobilières et des matières premières. Avant l'effondrement des marchés boursiers en 1973 et 1974, les marchés boursiers et les marchés des matières premières à Hong Kong étaient peu réglementés. Après la tourmente boursière, le gouvernement a créé deux commissions, l'une chargée de réglementer le commerce des valeurs mobilières et l'autre, les bourses de matières premières. Après le nouveau coup dur subi par les bourses de Hong Kong en octobre 1987, un comité d'experts créé par le gouvernement a conclu qu'à elles seules les deux commissions n'avaient pas les ressources voulues pour réglementer adéquatement les marchés de Hong Kong et ont reproché aux autorités de réglementation d'avoir été trop passives face aux évolutions du marché. C'est alors que le gouvernement a décidé de fusionner la commission des valeurs mobilières et la commission des matières premières pour former la SFC. Cette dernière comporte quatre divisions opérationnelles : financement des entreprises, intermédiation et produits de placement, application et surveillance des marchés. Par ailleurs, la bourse de Hong Kong

fonctionne comme une OAR responsable de l'inscription, des admissions à la cote et de la surveillance des marchés.

De toutes les grandes places financières du monde, Hong Kong semble avoir la structure réglementaire la plus fragmentée, exception faite des États-Unis. Cela n'a rien d'étonnant étant donné la création circonstancielle des autorités de réglementation à Hong Kong. Selon un observateur, le régime de réglementation à Hong Kong témoigne d'un tâtonnement qui a abouti à [traduction] « une matrice déroutante de lois et d'organismes sectoriels qui laisse exister de nombreuses lacunes et incohérences⁵⁰. » Malgré la structure complexe et inefficace de sa réglementation, Hong Kong n'a toujours pas annoncé son intention de la restructurer dans la même mesure que d'autres pays dont le cas est examiné dans le présent rapport de recherche.

G. Japon

Le Japon a réformé son régime de réglementation quand ses marchés financiers ont connu des ratés dans les années 1990. Jusqu'en 1998, le ministère des finances (MOF) surveillait la quasi-totalité du système financier de sorte qu'il était à toutes fins utiles l'autorité unique de réglementation au Japon. Les difficultés financières qui ont bouleversé le Japon dans les années 1990, et les premières tentatives faites pour corriger ces problèmes ont toutefois révélé qu'il arrivait à l'occasion que le MOF subordonne à des considérations d'ordre politique sa responsabilité de préserver la sécurité et la solidité des institutions financières du pays⁵¹. L'expérience qu'a vécue le Japon avec un MOF très puissant montre la voie à ne pas suivre aux autres pays qui tenteraient de concentrer le pouvoir entre les mains d'une autorité unique de réglementation sans garde-fou adéquats contre l'ingérence politique.

La persistance des difficultés financières a incité le Japon à tenter à plusieurs reprises de réformer sa réglementation. En 1998, il a créé la Japanese Financial Supervisory Agency (JFSA). Au départ, la JFSA était responsable de l'inspection et de la surveillance de toutes les institutions financières. Elle est donc devenue l'autorité de réglementation prudentielle. En 2000, le gouvernement a élargi les pouvoirs de la JFSA au-delà de la surveillance prudentielle et lui a confié la réglementation des pratiques du marché. Rebaptisée Financial Services Agency, la JFSA a absorbé le Financial System Planning Bureau du MOF et a obtenu le pouvoir de rédiger des lois et d'édicter des règles relatives aux pratiques du marché, d'imposer aux institutions financières des obligations de divulgation, d'effectuer des inspections et de prendre des sanctions contre les institutions financières. Elle a par ailleurs été habilitée à réglementer le commerce des valeurs mobilières au Japon et à représenter le pays à l'OICV. Plus récemment, la JFSA a délégué la plupart de ses pouvoirs en matière de surveillance à la Securities Exchange Surveillance Commission (SESC). Cette dernière mène les enquêtes sur les activités illégales dont les délits d'initiés, la manipulation de marchés, l'indemnisation des pertes ou les garanties,

⁵⁰ Berry F.C. Hsu, et al., *Financial Markets in Hong Kong* 476 (2006).

⁵¹ Davies & Green, *supra* note 4, p. 175.

et les violations des règlements relatifs à la divulgation. Dotée de ces pouvoirs additionnels, la JFSA est devenue une autorité unique de réglementation très puissante – sans doute la plus puissante au monde après la UK FSA – chargée de réglementer tous les marchés financiers du Japon, à l'exception de certaines prérogatives en matière de surveillance prudentielle qu'elle partage avec la banque centrale du Japon. Fait à signaler, le Japon a toujours eu une autorité unique de réglementation. Le véritable progrès est venu quand le Japon a transféré les pouvoirs du MOF à la JFSA nouvellement créée, se dotant du même coup d'une autorité unique de réglementation indépendante du pouvoir politique.

H. Hollande

En 2002, la Hollande se sont mis à envisager une réforme des dispositifs de réglementation financière alors même que la France et l'Allemagne y songeaient aussi. Ayant pris conscience du fait que le système financier néerlandais était mal outillé pour encadrer la croissance des marchés transfrontaliers, de la multiplication des sociétés financières dont les activités englobaient les banques, l'assurance et le commerce des valeurs mobilières, de la croissance d'un marché de services financiers unique au sein de l'Union européenne et de l'obligation des autorités existantes de répondre aux nouvelles demandes résultant de la mise en œuvre du Plan d'action sur les services financiers de l'UE, la Hollande ont décidé qu'une réforme s'imposait.

La Hollande ont opté pour le modèle à deux pôles et confié à la De Nederlandsche Bank (DNB), banque centrale de la Hollande, la protection de la stabilité du marché. Avant 2004, la DNB et la Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) assuraient toutes deux la surveillance prudentielle tandis que l'Authority for Financial Markets (AFM) était responsable de la réglementation des pratiques du marché. Les trois autorités de surveillance avaient signé une entente commune assortie de règles régissant la coopération et la coordination. En 2004, la Hollande ont adopté intégralement le modèle à deux pôles intégrant la PVK à la DNB et confiant à cette dernière l'entière responsabilité en matière de surveillance prudentielle. L'AFM reste le deuxième pôle responsable de la réglementation des pratiques du marché.

Deux raisons ont incité la Hollande à choisir le modèle à deux pôles. Les Néerlandais étaient d'avis que ce modèle permettrait de surveiller plus efficacement les conglomérats financiers dont les activités chevauchaient plus d'un secteur. Ils ont aussi conclu que la réduction du nombre d'autorités de réglementation limiterait les risques de nomadisme réglementaire qui permettait aux sociétés d'exploiter les incohérences entre les approches et les normes d'autorités de réglementation en concurrence les unes avec les autres. Enfin, la décision d'adopter le modèle à deux pôles découlait de la nécessité d'explicitier le rôle de la DNB qui avait cessé d'être responsable de la politique monétaire lors de la création de la Banque centrale européenne. Par contraste avec la Banque de France et la Bundesbank, la DNB a assumé un rôle de leadership explicite dans la réglementation des marchés financiers. Une fois achevée la restructuration du régime de réglementation financière, la Hollande et l'Australie sont devenus les exemples les mieux connus de pays ayant adopté le modèle de réglementation à deux pôles.

IV. Recommandations

Les structures organisationnelles des diverses autorités de réglementation financière reflètent les circonstances uniques de leurs pays respectifs. La leçon la plus frappante (mais le moins d'étonnante) que l'on puisse tirer de l'expérience de ces autres pays tient à la mesure dans laquelle les intérêts politiques fortement enracinés (qu'il s'agisse des banques centrales, des gouvernements ou des autorités de réglementation en place) ont contrecarré même les plans les plus ambitieux de réforme de la réglementation. La deuxième leçon à retenir c'est que la réforme de la réglementation financière a souvent été entreprise en raison de facteurs externes qui la rendaient urgente, notamment les tourmentes financières (corrections sur les marchés ou crises financières) ou encore en raison d'événements survenus dans les pays étrangers ou sur les marchés internationaux (création de la Banque centrale européenne, menace de mesures de rétorsion réglementaires de la part de pays étrangers ou crainte d'une perte de « parts de marché » au profit de places financières étrangères). Néanmoins, l'expérience de ces divers pays et le degré de satisfaction ou de déception qu'a suscité leur réforme de la réglementation offre au Canada des données qui l'aideront à orienter ses propres réformes structurelles.

Le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières et le gouvernement du Canada trouveront dans ce rapport quatre recommandations concernant les façons d'améliorer la structure du régime canadien de réglementation financière : (i) l'autorité primaire en matière de réglementation des marchés financiers doit relever du gouvernement fédéral plutôt que des provinces; (ii) les responsabilités de chacun des organismes de réglementation doivent être réorganisées en fonction d'objectifs; (iii) un nouvel organisme de coordination de la réglementation doit être habilité à diriger les interventions réglementaires, ordonner l'échange en temps réel d'informations et à gérer les mesures d'application; et (iv) les ressources consacrées à l'application et à la surveillance doivent être accrues pour rendre les marchés financiers canadiens plus attrayants.

A. Parler d'une voix : Promotion de la réglementation nationale

Le Canada a tout intérêt à tenter de conférer, non plus aux provinces, mais au gouvernement fédéral, les pouvoirs de réglementation. Cette recommandation vaut particulièrement dans le cas de la réglementation du commerce des valeurs mobilières où le gouvernement fédéral ne joue actuellement aucun rôle. La réglementation du commerce des valeurs mobilières par les provinces est inefficace et crée de l'incertitude. Les différences dans les réglementations provinciales créent une situation indésirable puisque les sociétés canadiennes sont assujetties à des exigences différentes en matière de divulgation et de rapports. En raison de ces différences, les investisseurs ont du mal à faire l'analyse comparative des sociétés et à comprendre les implications d'exigences réglementaires différentes. Le marché canadien est d'autant plus déroutant pour les investisseurs et les émetteurs étrangers que le Canada est le seul grand pays à avoir un régime si fragmenté.

Étant donné que d'autres ont déjà recommandé la consolidation des autorités provinciales de réglementation du commerce des valeurs mobilières en un organisme national unique, le présent rapport ne s'arrête qu'à deux raisons qui militent en faveur du remplacement des autorités provinciales par une autorité nationale de réglementation. Premièrement, les provinces ne sont pas les mieux placées pour assurer une réglementation adéquate du commerce des valeurs mobilières à l'échelle nationale. Il n'est pas du tout certain que toutes les provinces

consacrent à la réglementation du commerce des valeurs mobilières les ressources voulues de sorte qu'il existe des différences dans la portée et la sophistication des régimes provinciaux. Il va sans dire que les quatre provinces qui s'intéressent le plus activement à la réglementation des valeurs mobilières – l'Ontario, le Québec, la Colombie-Britannique et l'Alberta – consacrent des ressources appréciables à l'amélioration de la réglementation du commerce des valeurs mobilières et à la concertation avec d'autres autorités de réglementation au Canada et ailleurs dans le monde. Il n'est pas du tout aussi certain que les autres provinces aient le même intérêt à agir, voire la volonté de le faire. L'idée que les marchés de valeurs mobilières d'un pays puissent être réglementés au niveau provincial semble désuète et va à l'encontre de la volonté de créer un marché des valeurs mobilières plus vaste et plus intégré afin d'accroître la liquidité et d'abaisser le coût du capital. D'aucuns diraient que le fait qu'un grand nombre de sociétés canadiennes inscrivent aussi leurs titres au NYSE ou au Nasdaq démontre que les marchés canadiens des valeurs mobilières ne réalisent pas leur plein potentiel.

L'importance croissante de la réglementation financière internationale constitue une raison tout aussi convaincante de confier au gouvernement fédéral le pouvoir de réglementer le commerce des valeurs mobilières. Ces dernières années, des initiatives lancées par des instances multilatérales et bilatérales, dont l'OICV et le Conseil économique transatlantique États-Unis-UE, ont abouti à la révision des règles relatives aux notices d'offre, à l'acceptation de nouvelles normes comptables, à une surveillance plus stricte des conglomérats financiers, à une nouvelle réglementation des marchés boursiers et au resserrement de la coopération en matière d'application. Les États-Unis, l'Union européenne et d'autres pays, conscients de l'intégration de plus en plus poussée des marchés financiers et de la mobilité des capitaux, réclament l'adoption de normes internationales. Les différences dans la réglementation freinent la croissance des marchés financiers ou encore provoquent une fuite des capitaux. Le Canada et ses marchés n'échappent pas à cette réalité.

Les États-Unis eux-mêmes, dont le marché des valeurs mobilières est deuxième en importance au monde, ne sont pas à l'abri de ces pressions. Au cours des dernières années, les États-Unis ont dû à plusieurs reprises modifier leurs normes réglementaires pour les aligner sur les normes étrangères ou pour satisfaire aux exigences d'émetteurs étrangers. La SEC insistait depuis toujours pour que les investisseurs étrangers fassent le rapprochement de leurs états financiers selon les principes comptables généralement reconnus aux États-Unis (US GAAP) mais a dû se raviser étant donné l'acceptation de plus en plus répandue au sein de l'Union européenne et ailleurs des Normes internationales d'information financière (IFRS) et la possibilité que certains pays étrangers obligent les sociétés américaines à faire le rapprochement de leurs états financiers préparés selon les US GAAP en fonction des normes IFRS. La SEC a assumé la responsabilité de surveiller les entreprises dites « entités surveillées sur une base consolidée » quand l'Union européenne a menacé d'exiger que les grandes banques d'investissement américaines se soumettent à la surveillance d'un État membre de l'UE si les

États-Unis n'assuraient pas une surveillance équivalente⁵². D'ailleurs, comme indiqué ci-dessus, le gouvernement américain tente de transférer des États au gouvernement fédéral la responsabilité de la réglementation des sociétés d'assurance depuis que l'Union européenne s'est plainte du fait que les sociétés d'assurance européennes n'ont pas droit aux États-Unis à un traitement équivalent à celui qui est réservé aux sociétés d'assurance américaines en Europe. Ces exemples démontrent clairement que les pays ne peuvent plus prendre des règlements sans tenir compte de l'incidence de ces règlements sur les entreprises étrangères présentes sur leur territoire ou encore sur les entreprises nationales qui souhaitent s'implanter à l'étranger.

Le Canada doit s'assurer d'une voix aussi forte que possible sur la scène internationale s'il veut pouvoir défendre au mieux ses intérêts en participant pleinement à l'élaboration de ces nouvelles normes internationales. Si le Canada ne participe pas pleinement aux discussions en cours, il risque de devoir adopter des normes élaborées à Washington, Bruxelles ou dans d'autres capitales. Si le Canada doit faire entendre sa voix par le truchement des gouvernements provinciaux – qui n'agissent pas dans l'intérêt du pays tout entier mais défendent plutôt leurs intérêts – il n'aura qu'une influence limitée sur les autorités de réglementation d'autres pays.

Étant donné que le transfert de l'autorité en matière de réglementation des provinces au gouvernement fédéral serait controversé au plan tant juridique que politique, la deuxième meilleure solution serait d'encourager les autorités de réglementation provinciales à poursuivre la mise en œuvre de leur système de passeport dans l'espoir qu'elles en arrivent à l'avenir à élaborer un régime de réglementation commun. Le système de passeport qui favorise la concurrence réglementaire a le mérite d'inciter les provinces à réagir aux pressions concurrentielles et à travailler de concert, par l'entremise du Conseil des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières et des ACVM, pour éliminer les différences dans leur réglementation respective. Les ACVM (avec le concours du Conseil) pourraient tout naturellement diriger cet exercice et pourraient aussi représenter le Canada dans le cadre des négociations internationales. Étant donné le rôle que joue le gouvernement fédéral en matière de commerce international, il pourrait être invité à se joindre aux ACVM afin que ces dernières soient mieux en mesure de s'acquitter de leur rôle de porte-parole du Canada dans les instances internationales⁵³. Or, comme nous l'enseigne l'expérience de l'UE, le système de passeport est délicat puisqu'il exige la coopération et la participation entières des divers adhérents. L'Union

⁵² Le 26 septembre 2008, la SEC a annoncé l'abandon du programme des entités surveillées sur une base consolidée pour corriger des faiblesses détectées par l'inspecteur général de la SEC et pour refléter le fait que toutes les banques d'investissement qui avaient participé volontairement au programme avaient soit cessé leurs opérations soit étaient devenues des sociétés de portefeuille bancaires assujetties à la surveillance de la Réserve fédérale. Voir communiqué de la SEC, « Chairman Cox Announces End of Consolidated Supervised Entities Program » (26 septembre 2008), à : <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-230.htm>

⁵³ La question de savoir si la constitution canadienne prescrit que le gouvernement fédéral fasse partie d'une telle délégation internationale relève du droit canadien et échappe à la compétence de l'auteur du présent rapport.

européenne a mis plus de vingt ans à élaborer le cadre juridique du marché unique européen des valeurs mobilières. Le Canada peut sans doute faire mieux mais le modèle de l'autorité de réglementation nationale a de meilleures chances de succès.

B. Réglementation axée sur des objectifs

Le Canada devrait prendre appui sur son régime actuel pour réformer sa réglementation et adopter sans ambages un modèle de réglementation financière axé sur des objectifs. Les autorités de réglementation dont l'activité est axée sur un secteur financier donné risquent de tenter d'atteindre deux cibles en même temps : protéger la sécurité et la solidité de l'institution financière afin de réduire les problèmes systémiques tout en offrant des garanties suffisantes aux clients de détail et institutionnels. Comme indiqué ci-dessus, ces deux objectifs sont souvent difficiles à poursuivre en même temps sans que l'un prime sur l'autre et les autorités de réglementation à vocation plus étroite ont de plus en plus de mal à trouver un juste équilibre entre les deux. Il est donc plus opportun d'organiser les ressources réglementaires de façon que l'une des autorités veille à la réglementation prudentielle des banques, du commerce des valeurs mobilières et de l'assurance tandis que l'autre s'occupe de la réglementation des pratiques du marché dans ces mêmes secteurs.

C'est le choix qu'ont fait plusieurs des pays pairs du Canada. L'Australie et la Hollande ont adopté le modèle à deux pôles et ont créé des organismes distincts pour la réglementation prudentielle d'une part et la réglementation des pratiques du marché, d'autre part. La France a tenté de réorganiser son régime de réglementation selon le même schéma mais ses tentatives ont échoué, contrecarrées par l'opposition politique. Pour leur part les États-Unis, dans le Blueprint (plan directeur) du Trésor appuient expressément l'approche axée sur des objectifs. Heureusement, le Canada a déjà une longueur d'avance. En effet, en créant le BSIF et l'ACFC, le Canada a jeté les bases du modèle axé sur des objectifs pour les secteurs des banques et de l'assurance.

C. Choix entre l'autorité unique et le modèle à deux pôles

L'acceptation du modèle axé sur des objectifs ne signifie toutefois pas que le Canada doit automatiquement adopter le modèle à deux pôles. D'ailleurs, le gouvernement du Canada ne devrait pas tomber dans le piège qui l'amènerait à choisir entre les deux. Il doit plutôt veiller à ce qu'il y ait entre les autorités de réglementation suffisamment de coordination et d'échanges d'informations et une affectation judicieuse des ressources.

Faute de coordination suffisante entre les autorités de réglementation, aucun des modèles n'assurera une protection adéquate des marchés financiers. L'une des caractéristiques les plus attrayantes du modèle de l'autorité unique de réglementation c'est qu'elle est responsable de la surveillance de tous les aspects des marchés financiers. Or, une autorité unique risque de connaître les mêmes problèmes et les mêmes ratés que les autres modèles si sa structure interne n'assure pas la coordination voulue entre les diverses équipes de réglementation. Par exemple, à première vue, l'Allemagne semble avoir une autorité unique de réglementation mais quand on examine de plus près la structure interne de la BaFin, on constate que les équipes de la BaFin continuent de fonctionner en semi-autonomie. De la même façon, un examen de la structure

interne de la UK FSA révèle que les équipes restent organisées en fonction du secteur financier plutôt qu'en fonction d'objectifs. Le modèle à deux pôles n'apportera pour sa part qu'une amélioration minimale en l'absence de mécanismes de coordination des décisions réglementaires entre l'autorité de réglementation prudentielle et celle responsable de l'encadrement des pratiques du marché.

Que le Canada choisisse le modèle de l'autorité unique de réglementation ou le modèle à deux pôles, il doit avant tout veiller à mettre en place un mécanisme juridique pour garantir la coordination de la politique réglementaire, l'échange d'informations en temps réel et la coopération en matière d'application. Pour ce faire, le Canada doit éviter les comités de contact comme le President's Working Group aux États-Unis et le Collège des autorités financières en France qui se composent de représentants du ministère des Finances, de la banque centrale et des principales autorités de réglementation mais qui ne possèdent aucun véritable pouvoir juridique. Le Canada devrait aussi éviter de s'en remettre à des ententes entre les organismes au lieu de mettre en place un cadre juridique régissant l'échange d'informations et la coordination de la réglementation. Il devrait plutôt opter pour la création d'un organisme de coordination permanent pour tirer le maximum de bénéfices du modèle axé sur des objectifs tout en garantissant que l'autorité de réglementation prudentielle, l'autorité de réglementation des pratiques du marché et l'autorité responsable de la stabilité du marché auront automatiquement accès aux rapports des autres organismes, travailleront ensemble à l'élaboration de la réglementation et coopéreront dans les dossiers liés à l'application et à la surveillance.

D. Le dilemme de l'application : privilégier la surveillance ou la réglementation axée sur des principes

L'ultime recommandation appuie l'idée d'étayer la réforme de la réglementation par une affectation de ressources additionnelles afin de renforcer les capacités d'application et de surveillance. Ayant pris connaissance du débat aux États-Unis au sujet de la compétitivité des marchés financiers et du bilan de la réglementation axée sur des principes au Royaume-Uni, le Canada devrait à son tour repenser sa façon de réglementer ses marchés et chercher des moyens de rendre les marchés financiers canadiens plus attrayants pour les prestataires de services financiers tout autant que pour les clients au détail et institutionnels. Aux États-Unis, l'industrie financière s'est prononcée résolument en faveur de l'abandon de l'application des obligations inconditionnelles au profit de mécanismes de surveillance⁵⁴. Cette revendication part du fait que les sociétés financières s'estiment écrasées par la menace des poursuites privées et de poursuites intentées par les autorités de réglementation fédérales et étatiques. Une société qui déclare elle-même une infraction s'expose à des sanctions et à des amendes lourdes. Il en résulte que les sociétés consacrent énormément de temps et d'argent au programme de conformité et à la défense contre les poursuites. L'option de rechange serait d'adopter un cadre de surveillance qui

⁵⁴ Voir, p. ex. Financial Services Roundtable Report, *supra* note 35.

permettrait aux sociétés de recenser les cas de non conformité, de consulter les autorités de réglementation et de convenir avec elles d'une solution qui empêcherait que de tels cas se reproduisent à l'avenir. La surveillance comporte bon nombre des mêmes avantages que la réglementation axée sur des principes. Or, cette dernière permet mieux aux sociétés réglementées de s'acquitter de leurs obligations réglementaires de façon économique. Par contraste, elles estiment que la réglementation axée sur des règles est trop rigide et pardonne mal l'erreur. La surveillance et la réglementation axée sur des principes offrent ensemble la possibilité de réduire les coûts de conformité réglementaires des sociétés.

Pour l'autorité de réglementation, la surveillance et la réglementation axée sur des principes supposent qu'elle mette moins l'accent sur l'application et les poursuites et privilégie davantage la consultation et la prestation de conseils. Dans un régime axé sur des règles, énormément d'effort est consacré à l'élaboration des règles après quoi l'autorité de réglementation se fait discrète et n'intervient qu'en cas de non-conformité. Dans un régime axé sur des principes, l'autorité de réglementation est appelée à travailler avec l'entreprise afin de trouver les meilleurs moyens d'assurer la conformité à chaque principe. Par exemple, la UK FSA a l'intention de publier périodiquement des lignes directrices et de rendre son personnel disponible pour la consultation. Afin d'être en mesure d'assurer de tels services aux institutions financières, les autorités de réglementation devront recruter de nouveaux effectifs ou donner la formation voulue à leur personnel. La réorganisation du régime de réglementation financière du Canada serait donc l'occasion de réaffecter les ressources pour faciliter la mise en place d'un cadre de surveillance et l'instauration d'une réglementation axée sur des principes.

V. Conclusion

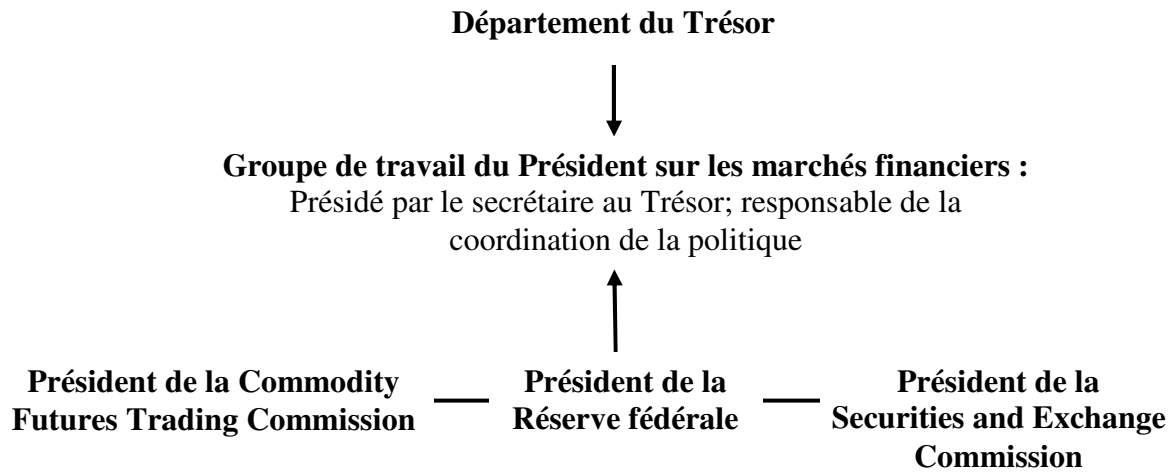
Ce rapport vise à alimenter la réflexion du Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières et du gouvernement canadien sur les façons d'améliorer le régime de réglementation canadien pour faciliter l'atteinte des objectifs qui sont de protéger la sécurité et la solidité des marchés financiers et de rendre le Canada plus attrayant pour les participants au marché financier international. Le Canada n'est pas le seul à repenser son régime de réglementation. Les États-Unis, le Royaume-Uni et les autres concurrents du Canada ont engagé une réflexion semblable. Il convient de rappeler que le Canada se démarque de ces autres pays – son économie est vigoureuse et ses institutions financières sont en bonne santé. Le moment est propice pour le Canada de réfléchir à l'essor futur de ses marchés et de procéder à des modifications de sa réglementation qui permettront au Canada d'attirer de nouvelles activités financières et de jouer un rôle plus important au sein d'un système financier mondialisé.

Annexe A :
Organigramme de la Financial Services Authority du Royaume-Uni

Disponible à [www. http://www.fsa.gov.uk/pages/About/Who/PDF/orgchart.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pages/About/Who/PDF/orgchart.pdf)

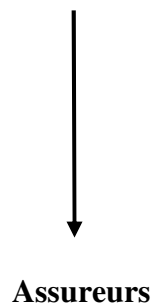
**Annexe B :
Régime de réglementation financière des États-Unis**

Groupe de travail du Président sur les marchés financiers

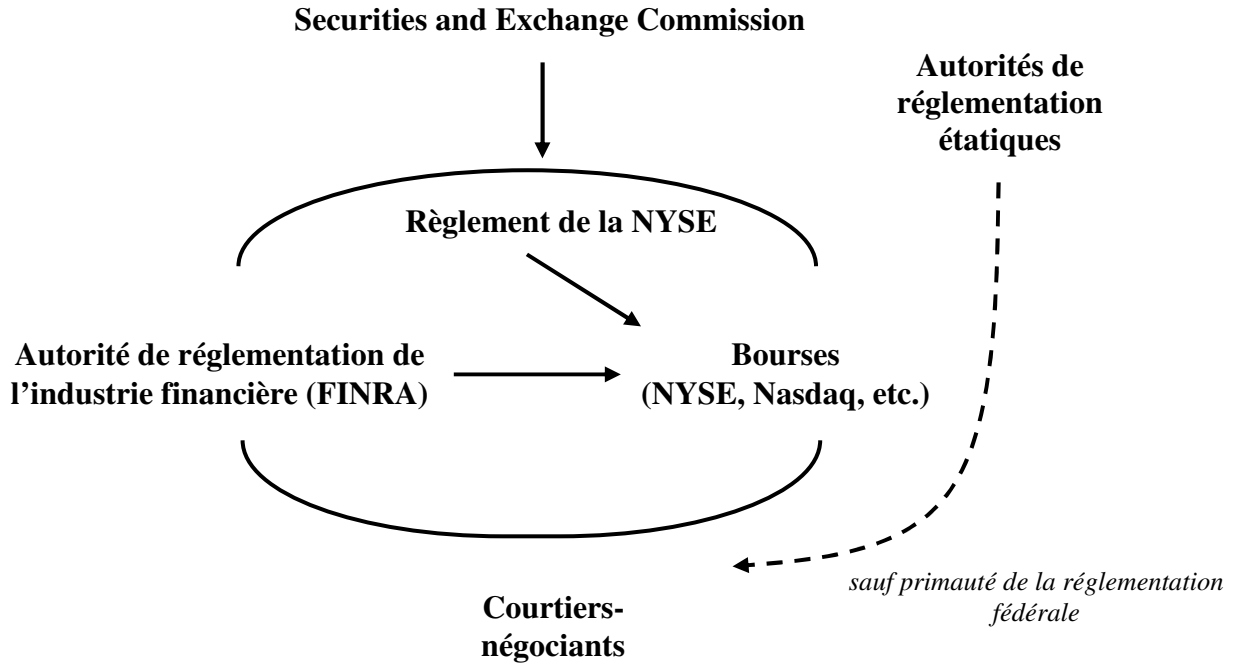


Réglementation de l'assurance

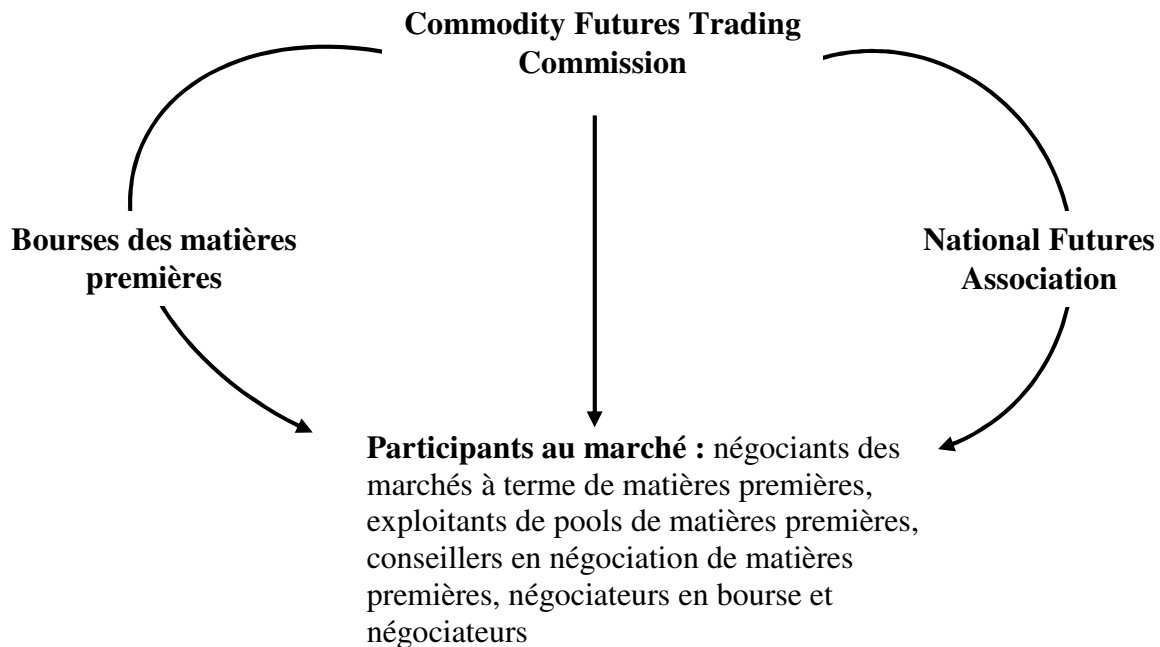
**Autorités étatiques de
réglementation de
l'assurance**



Réglementation du commerce des valeurs mobilières



Réglementation des contrats à terme



Réglementation des institutions de dépôts

Federal Financial Institutions Examination Council :
 organisme de coordination habilité à prescrire des principes, des normes et des présentations de rapports uniformes aux fins de la surveillance fédérale des institutions financières et à formuler des recommandations pour promouvoir l'harmonisation de la surveillance des institutions financières

