

**IN THE MATTER OF a Reference by the Governor in Council pursuant to section 53 of the *Supreme Court Act*, R.S.C. 1985, c. S-26, as set out in Order in Council P.C. 2010-667, dated May 26, 2010, concerning the *Proposed Canadian Securities Act***

**INDEXED AS: REFERENCE RE *SECURITIES ACT***

**2011 SCC 66**

File No.: 33718.

2011: April 13, 14; 2011: December 22.

Present: McLachlin C.J. and Binnie, LeBel, Deschamps, Fish, Abella, Charron, Rothstein and Cromwell JJ.

REFERENCE BY GOVERNOR IN COUNCIL

*Constitutional law — Division of powers — Trade and commerce — Securities — Whether proposed legislation valid under general branch of federal power to regulate trade and commerce — Constitution Act, 1867, s. 91(2).*

Pursuant to s. 53 of the *Supreme Court Act*, the Governor in Council has sought an advisory opinion from the Court as to whether the proposed *Securities Act* set out in Order in Council P.C. 2010-667 falls within the legislative authority of the Parliament of Canada.

The preamble of the proposed Act states that its purpose is to create a single Canadian securities regulator. More broadly, s. 9 states that the purposes of the Act are to provide investor protection, to foster fair, efficient and competitive capital markets and to contribute to the integrity and stability of Canada's financial system. The Act includes registration requirements for securities dealers, prospectus filing requirements, disclosure requirements, specific duties for market participants, a framework for the regulation of derivatives, civil remedies and regulatory and criminal offences pertaining to securities. The Act does not unilaterally impose a unified system, but permits provinces and territories to opt in, with the hope

**DANS L'AFFAIRE DU renvoi soumis par le Gouverneur en conseil, en vertu de l'article 53 de la *Loi sur la Cour suprême*, L.R.C. 1985, ch. S-26, aux termes du décret C.P. 2010-667, daté du 26 mai 2010, portant sur la *Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières***

**RÉPERTORIÉ : RENVOI RELATIF À LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES**

**2011 CSC 66**

N° du greffe : 33718.

2011 : 13, 14 avril; 2011 : 22 décembre.

Présents : La juge en chef McLachlin et les juges Binnie, LeBel, Deschamps, Fish, Abella, Charron, Rothstein et Cromwell.

RENOI PAR LE GOUVERNEUR EN CONSEIL

*Droit constitutionnel — Partage des compétences — Trafic et commerce — Valeurs mobilières — La loi proposée est-elle valide comme relevant du volet général du pouvoir fédéral de réglementation en matière de trafic et de commerce? — Loi constitutionnelle de 1867, art. 91(2).*

Le gouverneur en conseil, en vertu de l'art. 53 de la *Loi sur la Cour suprême*, a sollicité l'avis consultatif de la Cour sur la question de savoir si la *Loi sur les valeurs mobilières* proposée, qui est annexée au décret C.P. 2010-667, relève de la compétence législative du Parlement du Canada.

Le préambule de la loi proposée énonce que son objet consiste à créer un organisme canadien unique de réglementation des valeurs mobilières. De manière plus générale, l'art. 9 énonce qu'elle a pour objets de protéger les investisseurs, de favoriser l'existence de marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs et de contribuer à l'intégrité et à la stabilité du système financier canadien. La Loi prévoit notamment des exigences quant à l'inscription des courtiers en valeurs mobilières, quant au dépôt des prospectus et quant à la communication de renseignements; elle impose des obligations précises aux acteurs du marché des valeurs mobilières; elle établit un cadre réglementaire pour les instruments dérivés; et elle crée des recours civils ainsi

of creating an effective unified national securities regulation system.

Canada, joined by Ontario and several interveners, argues that the Act, viewed in its entirety, falls within the general branch of Parliament's power to regulate trade and commerce under s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867*. Alberta, Quebec, Manitoba, New Brunswick and other interveners argue that the scheme falls under the provincial power over property and civil rights under s. 92(13) of the *Constitution Act, 1867* and trenches on provincial legislative jurisdiction over matters of a merely local or private nature (s. 92(16)), namely the regulation of contracts, property and professions.

*Held:* The *Securities Act* as presently drafted is not valid under the general branch of the federal power to regulate trade and commerce under s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867*.

To determine the constitutional validity of legislation from a division of powers perspective, the pith and substance analysis requires the courts to look at the purpose and effects of the law. The inquiry then turns to whether the legislation falls under the head of power said to support it. If the pith and substance of the legislation is classified as falling under a head of power assigned to the adopting level of government, the legislation is valid. When a matter possesses both federal and provincial aspects, the double aspect doctrine may allow for the concurrent application of both federal and provincial legislation.

Parliament's power over the regulation of trade and commerce under s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867* has two branches — the power over interprovincial commerce and the general trade and commerce power. Only the general trade and commerce power is invoked by Canada in this reference. This power, while on its face broad, is necessarily circumscribed. It cannot be used in a way that denies the provincial legislatures the power to regulate local matters and industries within their boundaries. Nor can the power of the provinces to regulate property and civil rights within the provinces deprive the federal Parliament of its powers under s. 91(2) to legislate on matters of genuine national

que des infractions réglementaires et criminelles relatives aux valeurs mobilières. La Loi n'impose pas unilatéralement un régime unifié, mais donne aux provinces et aux territoires le libre choix de participer au régime, dans l'espoir de créer, dans les faits, un régime de réglementation national des valeurs mobilières.

Le Canada, auquel se sont joints l'Ontario ainsi que plusieurs intervenants, prétend que la Loi, considérée dans son ensemble, relève du volet général de la compétence de légiférer en matière de trafic et de commerce que le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* confère au Parlement. L'Alberta, le Québec, le Manitoba et le Nouveau-Brunswick ainsi que d'autres intervenants soutiennent que le régime relève de la compétence des provinces en matière de propriété et de droits civils prévue au par. 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, et crée une brèche dans le pouvoir législatif provincial quant à des sujets de nature purement locale ou privée (par. 92(16)), à savoir la réglementation des contrats, de la propriété et des professions.

*Arrêt :* La *Loi sur les valeurs mobilières*, dans sa version actuelle, n'est pas valide, car elle ne relève pas du pouvoir général de réglementation en matière de trafic et de commerce conféré au Parlement par le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*.

Pour juger de la validité constitutionnelle des lois du point de vue du partage des compétences, les tribunaux utilisent l'analyse du « caractère véritable », qui suppose de se pencher sur l'objet et les effets de la loi, avant d'examiner la question de savoir si la loi relève du chef de compétence qui est invoqué pour en soutenir la validité. Si le caractère véritable de la loi est classé comme relevant d'un des chefs de compétence du gouvernement qui l'a adoptée, la loi est valide. Lorsqu'une matière possède à la fois un aspect provincial et un autre fédéral, la doctrine du double aspect peut ouvrir la voie à l'application concurrente de législations fédérale et provinciales.

Le pouvoir de réglementer le trafic et le commerce conféré au Parlement par le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* comporte deux volets : le pouvoir quant au commerce interprovincial et le pouvoir général en matière de trafic et de commerce. Seul ce dernier est invoqué par le Canada dans le présent renvoi. Ce pouvoir, bien qu'à première vue large, est nécessairement circonscrit. Il ne peut servir à priver les législatures provinciales du pouvoir de réglementer les affaires de nature locale et l'industrie à l'intérieur de leurs frontières, pas plus que le pouvoir des législatures de réglementer la propriété et les droits civils dans la province ne peut priver le Parlement du pouvoir que lui confère

importance and scope — matters that transcend the local and concern Canada as a whole.

As held in *General Motors of Canada Ltd. v. City National Leasing*, [1989] 1 S.C.R. 641, to fall under the general branch of s. 91(2), legislation must engage the national interest in a manner that is qualitatively different from provincial concerns. Whether a law is validly adopted under the general trade and commerce power may be ascertained by asking (1) whether the law is part of a general regulatory scheme; (2) whether the scheme is under the oversight of a regulatory agency; (3) whether the legislation is concerned with trade as a whole rather than with a particular industry; (4) whether it is of such a nature that provinces, acting alone or in concert, would be constitutionally incapable of enacting it; and (5) whether the legislative scheme is such that the failure to include one or more provinces or localities in the scheme would jeopardize its successful operation in other parts of the country. These indicia of validity are not exhaustive, nor is it necessary that they be present in every case.

Here, the main thrust of the Act is to regulate, on an exclusive basis, all aspects of securities trading in Canada, including the trades and occupations related to securities in each of the provinces. The purpose of the Act is to implement a comprehensive Canadian regime to regulate securities with a view to protect investors, to promote fair, efficient and competitive capital markets and to ensure the integrity and stability of the financial system. Its effects would be to duplicate and displace the existing provincial and territorial securities regimes.

Applying the settled case law, the Act, viewed in its entirety, cannot be classified as falling within the general trade and commerce power. Its main thrust does not address a matter of genuine national importance and scope going to trade as a whole in a way that is distinct and different from provincial concerns. Canada has not established that the area of securities has been so transformed that it now falls to be regulated under the federal head of power. The preservation of capital markets to fuel Canada's economy and maintain Canada's financial stability is a matter that goes beyond a specific industry and engages trade as a whole. However, the Act is chiefly concerned with the day-to-day regulation of all aspects of contracts for securities within the provinces, including all aspects of public protection

le par. 91(2) de légiférer sur des questions d'importance et de portée véritablement nationales qui transcendent la nature locale et concernent tout le pays.

Comme il a été conclu dans l'arrêt *General Motors of Canada Ltd. c. City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641, pour relever du volet général du par. 91(2), la loi doit mettre en jeu l'intérêt national d'une manière qui est, sur le plan qualitatif, différente des enjeux provinciaux. La validité d'une loi adoptée en vertu du pouvoir général en matière de trafic et de commerce peut être jugée en fonction des critères suivants : (1) La mesure législative s'inscrit-elle dans un régime général de réglementation? (2) Le régime fait-il l'objet de surveillance par un organisme de réglementation? (3) La mesure législative porte-t-elle sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier? (4) Le régime est-il d'une nature telle que la Constitution n'habiliterait pas les provinces, seules ou de concert, à l'adopter? (5) L'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités dans le régime législatif en compromettrait-elle l'application dans d'autres parties du pays? Cette liste de critères de validité n'est pas exhaustive, et la présence de tous les éléments qui la constituent n'est pas nécessaire dans chaque cas.

En l'espèce, le caractère véritable de la loi consiste à réglementer, à titre exclusif, tous les aspects du commerce des valeurs mobilières au Canada, y compris les occupations et les professions relatives à ce domaine dans chaque province. L'objet de la Loi consiste à mettre sur pied un régime canadien complet de réglementation des valeurs mobilières, en vue de protéger les investisseurs, de favoriser l'existence de marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs ainsi que d'assurer l'intégrité et la stabilité du système financier. Elle aurait pour effets de dédoubler et d'évincer les régimes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières actuels.

Suivant la jurisprudence établie, la Loi, si elle est considérée dans son ensemble, ne saurait être classée parmi celles qui relèvent du pouvoir général en matière de trafic et de commerce. Son caractère véritable n'intéresse pas une matière d'importance et de portée véritablement nationales touchant le commerce dans son ensemble et distincte des enjeux provinciaux. Le Canada n'a pas établi que le domaine des valeurs mobilières a évolué au point qu'il doive dorénavant être réglementé en vertu d'un chef de compétence fédérale. Le maintien des marchés des capitaux pour nourrir l'économie canadienne et assurer la stabilité financière du pays est une question qui va au-delà d'un secteur en particulier et met en jeu le commerce dans son ensemble. Cependant, la Loi se préoccupe principalement de la réglementation

and professional competences. These matters remain essentially provincial concerns falling within property and civil rights in the provinces and are not related to trade as a whole. Specific aspects of the Act aimed at addressing matters of genuine national importance and scope going to trade as a whole in a way that is distinct from provincial concerns, including management of systemic risk and national data collection, appear to be related to the general trade and commerce power. With respect to these aspects of the Act, the provinces, acting alone or in concert, lack the constitutional capacity to sustain a viable national scheme. Viewed as a whole, however, the Act is not chiefly aimed at genuine federal concerns. It is principally directed at the day-to-day regulation of all aspects of securities and, in this respect, it would not founder if a particular province failed to participate in the federal scheme.

In sum, the proposed Act overreaches genuine national concerns. While the economic importance and pervasive character of the securities market may, in principle, support federal intervention that is qualitatively different from what the provinces can do, they do not justify a wholesale takeover of the regulation of the securities industry which is the ultimate consequence of the proposed federal legislation. A cooperative approach that permits a scheme recognizing the essentially provincial nature of securities regulation while allowing Parliament to deal with genuinely national concerns remains available and is supported by Canadian constitutional principles and by the practice adopted by the federal and provincial governments in other fields of activities.

### Cases Cited

**Applied:** *General Motors of Canada Ltd. v. City National Leasing*, [1989] 1 S.C.R. 641; **referred to:** *Reference re Securities Act (Canada)*, 2011 ABCA 77, 41 Alta. L.R. (5th) 145; *Québec (Procureure générale) v. Canada (Procureure générale)*, 2011 QCCA 591 (CanLII); *Lymburn v. Mayland*, [1932] A.C. 318; *Multiple Access Ltd. v. McCutcheon*, [1982] 2 S.C.R. 161; *Global Securities Corp. v. British Columbia (Securities Commission)*, 2000 SCC 21, [2000] 1 S.C.R. 494; *R. v. W. McKenzie Securities Ltd.* (1966), 56 D.L.R. (2d) 56, leave to appeal refused, [1966] S.C.R. ix (*sub nom. West & Dubros v. The Queen*); *Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission*, [1961] S.C.R.

courante de tous les aspects des contrats portant sur les valeurs mobilières dans les provinces, y compris la protection du public et la compétence professionnelle. Ces matières demeurent essentiellement des enjeux provinciaux intéressant la propriété et les droits civils dans les provinces et ne ressortissent pas au commerce dans son ensemble. Certains éléments de la Loi concernant des matières d'importance et de portée véritablement nationales touchant le commerce dans son ensemble et distinctes des enjeux provinciaux, comme la prévention des risques systémiques et la collecte de données nationale, semblent liés au pouvoir général en matière de trafic et de commerce. En ce qui a trait à ces éléments de la Loi, les provinces, agissant seules ou de concert, sont dépourvues de la capacité constitutionnelle de maintenir un régime national viable. Toutefois, si on la considère dans sa totalité, la Loi ne porte pas principalement sur des enjeux véritablement fédéraux. Elle intéresse surtout la réglementation courante de tous les aspects du commerce des valeurs mobilières et, à cet égard, elle ne serait pas compromise si une province n'adhérait pas au régime fédéral.

En somme, la loi proposée excède les enjeux véritablement nationaux. Certes, l'importance économique et l'omniprésence du marché des valeurs mobilières pourraient, en principe, justifier une intervention fédérale différente de celle des provinces sur le plan qualitatif, mais elles ne justifient pas la supplantation intégrale de la réglementation du secteur des valeurs mobilières, résultat auquel mènerait, en définitive, la loi fédérale proposée. Rien n'interdit une démarche coopérative qui, tout en reconnaissant la nature essentiellement provinciale de la réglementation des valeurs mobilières, habiliterait le Parlement à traiter des enjeux véritablement nationaux. En outre, une telle approche s'inscrit dans le droit fil des principes constitutionnels canadiens et des pratiques adoptées par le fédéral et les provinces dans d'autres sphères d'activité.

### Jurisprudence

**Arrêt appliqué :** *General Motors of Canada Ltd. c. City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641; **arrêts mentionnés :** *Reference re Securities Act (Canada)*, 2011 ABCA 77, 41 Alta. L.R. (5th) 145; *Procureur général du Québec c. Procureur général du Canada*, 2011 QCCA 591, [2011] R.J.Q. 598; *Lymburn c. Mayland*, [1932] A.C. 318; *Multiple Access Ltd. c. McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S. 161; *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, 2000 CSC 21, [2000] 1 R.C.S. 494; *R. c. W. McKenzie Securities Ltd.* (1966), 56 D.L.R. (2d) 56, autorisation d'appel refusée, [1966] R.C.S. ix (*sub nom. West & Dubros c. The Queen*); *Gregory & Co. c. Quebec Securities*

584; *Québec (Sa Majesté du Chef) v. Ontario Securities Commission* (1992), 10 O.R. (3d) 577, leave to appeal refused, [1993] 2 S.C.R. x (*sub nom. R. du chef du Québec v. Ontario Securities Commission*); *Bennett v. British Columbia (Securities Commission)* (1992), 94 D.L.R. (4th) 339; *Bell Canada v. Québec (Commission de la santé et de la sécurité du travail)*, [1988] 1 S.C.R. 749; *Smith v. The Queen*, [1960] S.C.R. 776; *Citizens Insurance Co. of Canada v. Parsons* (1881), 7 App. Cas. 96; *Re Wakim; Ex parte McNally*, [1999] HCA 27, 198 C.L.R. 511; *R. v. Hughes*, [2000] HCA 22, 202 C.L.R. 535; *Reference re Secession of Québec*, [1998] 2 S.C.R. 217; *Reference re Remuneration of Judges of the Provincial Court of Prince Edward Island*, [1997] 3 S.C.R. 3; *Northern Telecom Canada Ltd. v. Communication Workers of Canada*, [1983] 1 S.C.R. 733; *Attorney-General for Canada v. Attorney-General for Ontario*, [1937] A.C. 326; *Hodge v. The Queen* (1883), 9 App. Cas. 117; *Edwards v. Attorney-General for Canada*, [1930] A.C. 124; *Reference re Employment Insurance Act (Can.)*, ss. 22 and 23, 2005 SCC 56, [2005] 2 S.C.R. 669; *OPSEU v. Ontario (Attorney General)*, [1987] 2 S.C.R. 2; *P.E.I. Potato Marketing Board v. H. B. Willis Inc.*, [1952] 2 S.C.R. 392; *Lord's Day Alliance of Canada v. Attorney General of British Columbia*, [1959] S.C.R. 497; *Coughlin v. Ontario Highway Transport Board*, [1968] S.C.R. 569; *Fédération des producteurs de volailles du Québec v. Pelland*, 2005 SCC 20, [2005] 1 S.C.R. 292; *Canadian Western Bank v. Alberta*, 2007 SCC 22, [2007] 2 S.C.R. 3; *RJR-MacDonald Inc. v. Canada (Attorney General)*, [1995] 3 S.C.R. 199; *Québec (Attorney General) v. Lacombe*, 2010 SCC 38, [2010] 2 S.C.R. 453; *Kitkatla Band v. British Columbia (Minister of Small Business, Tourism and Culture)*, 2002 SCC 31, [2002] 2 S.C.R. 146; *Reference re Firearms Act (Can.)*, 2000 SCC 31, [2000] 1 S.C.R. 783; *Re the Initiative and Referendum Act*, [1919] A.C. 935; *Lawson v. Interior Tree Fruit and Vegetable Committee of Direction*, [1931] S.C.R. 357; *Attorney General of Canada v. Canadian National Transportation, Ltd.*, [1983] 2 S.C.R. 206; *MacDonald v. Vapor Canada Ltd.*, [1977] 2 S.C.R. 134; *John Deere Plow Co. v. Wharton*, [1915] A.C. 330; *Kirkbi AG v. Ritvik Holdings Inc.*, 2005 SCC 65, [2005] 3 S.C.R. 302; *Ontario Hydro v. Ontario (Labour Relations Board)*, [1993] 3 S.C.R. 327; *Duplain v. Cameron*, [1961] S.C.R. 693.

#### Statutes and Regulations Cited

*Bank Act*, S.C. 1991, c. 46.  
*Bankruptcy and Insolvency Act*, R.S.C. 1985, c. B-3,  
 Part XII.

*Commission*, [1961] R.C.S. 584; *Québec (Sa Majesté du Chef) c. Ontario Securities Commission* (1992), 10 O.R. (3d) 577, autorisation d'appel refusée, [1993] 2 R.C.S. x (*sub nom. R. du chef du Québec c. Ontario Securities Commission*); *Bennett c. British Columbia (Securities Commission)* (1992), 94 D.L.R. (4th) 339; *Bell Canada c. Québec (Commission de la santé et de la sécurité du travail)*, [1988] 1 R.C.S. 749; *Smith c. The Queen*, [1960] R.C.S. 776; *Citizens Insurance Co. of Canada c. Parsons* (1881), 7 App. Cas. 96; *Re Wakim; Ex parte McNally*, [1999] HCA 27, 198 C.L.R. 511; *R. c. Hughes*, [2000] HCA 22, 202 C.L.R. 535; *Renvoi relatif à la sécession du Québec*, [1998] 2 R.C.S. 217; *Renvoi relatif à la rémunération des juges de la Cour provinciale de l'Île-du-Prince-Édouard*, [1997] 3 R.C.S. 3; *Northern Telecom Canada Ltée c. Syndicat des travailleurs en communication du Canada*, [1983] 1 R.C.S. 733; *Attorney-General for Canada c. Attorney-General for Ontario*, [1937] A.C. 326; *Hodge c. The Queen* (1883), 9 App. Cas. 117; *Edwards c. Attorney-General for Canada*, [1930] A.C. 124; *Renvoi relatif à la Loi sur l'assurance-emploi (Can.)*, art. 22 et 23, 2005 CSC 56, [2005] 2 R.C.S. 669; *SEFPO c. Ontario (Procureur général)*, [1987] 2 R.C.S. 2; *P.E.I. Potato Marketing Board c. H. B. Willis Inc.*, [1952] 2 R.C.S. 392; *Lord's Day Alliance of Canada c. Attorney General of British Columbia*, [1959] R.C.S. 497; *Coughlin c. Ontario Highway Transport Board*, [1968] R.C.S. 569; *Fédération des producteurs de volailles du Québec c. Pelland*, 2005 CSC 20, [2005] 1 R.C.S. 292; *Banque canadienne de l'Ouest c. Alberta*, 2007 CSC 22, [2007] 2 R.C.S. 3; *RJR-MacDonald Inc. c. Canada (Procureur général)*, [1995] 3 R.C.S. 199; *Québec (Procureur général) c. Lacombe*, 2010 CSC 38, [2010] 2 R.C.S. 453; *Bande Kitkatla c. Colombie-Britannique (Ministre des Petites et moyennes entreprises, du Tourisme et de la Culture)*, 2002 CSC 31, [2002] 2 R.C.S. 146; *Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu (Can.)*, 2000 CSC 31, [2000] 1 R.C.S. 783; *Re the Initiative and Referendum Act*, [1919] A.C. 935; *Lawson c. Interior Tree Fruit and Vegetable Committee of Direction*, [1931] R.C.S. 357; *Procureur général du Canada c. Transports Nationaux du Canada, Ltée*, [1983] 2 R.C.S. 206; *MacDonald c. Vapor Canada Ltd.*, [1977] 2 R.C.S. 134; *John Deere Plow Co. c. Wharton*, [1915] A.C. 330; *Kirkbi AG c. Gestions Ritvik Inc.*, 2005 CSC 65, [2005] 3 R.C.S. 302; *Ontario Hydro c. Ontario (Commission des relations de travail)*, [1993] 3 R.C.S. 327; *Duplain c. Cameron*, [1961] R.C.S. 693.

#### Lois et règlements cités

*Code criminel*, L.R.C. 1985, ch. C-46, art. 380(2), 382, 382.1, 383, 384, 400.  
 Constitution des États-Unis, art. I, § 8, cl. 3, VI, cl. 2.



- Basic Law (F.R.G.), art. 72(1), (2).  
*Budget Implementation Act, 2009*, S.C. 2009, c. 2.  
*Canada Business Corporations Act*, R.S.C. 1985, c. C-44.  
*Constitution Act, 1867*, ss. 91, 91(2), (15), (17), (18), (21), (27), 92, 92(10)(a), (13), (16), 95.  
*Criminal Code*, R.S.C. 1985, c. C-46, ss. 380(2), 382, 382.1, 383, 384, 400.  
*Investment Canada Act*, R.S.C. 1985, c. 28 (1st Supp.).  
*National Securities Markets Improvement Act of 1996*, Pub. L. 104-290, § 102, 110 Stat. 3416, 3417 [amending *Securities Act of 1933*, s. 18 (now 15 U.S.C. § 77r)].  
*Payment Clearing and Settlement Act*, S.C. 1996, c. 6, Sch.  
*Proposed Canadian Securities Act*, Order in Council P.C. 2010-667, preamble, ss. 9, Parts 1 to 3, 64, 66, Part 4, 73, 74, Part 5, 76, Parts 6 and 7, 89, 90, Parts 8 to 10, 109 to 113, 114, 116, 117(1), (2), 126(1), Part 11, 224, 228(4)(c).  
*Securities Act of 1933*, s. 18 [now 15 U.S.C. § 77r].  
*Supreme Court Act*, R.S.C. 1985, c. S-26, s. 53.  
*Telecommunications Act*, S.C. 1993, c. 38.  
 United States Constitution, arts. I, § 8, cl. 3, VI, cl. 2.
- Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, ch. C-44.  
*Loi constitutionnelle de 1867*, art. 91, 91(2), (15), (17), (18), (21), (27), 92, 92(10)a), (13), (16), 95.  
*Loi d'exécution du budget de 2009*, L.C. 2009, ch. 2.  
 Loi fondamentale (R.F.A.), art. 72(1), (2).  
*Loi sur Investissement Canada*, L.R.C. 1985, ch. 28 (1<sup>er</sup> suppl.).  
*Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, L.C. 1996, ch. 6, ann.  
*Loi sur la Cour suprême*, L.R.C. 1985, ch. S-26, art. 53.  
*Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, L.R.C. 1985, ch. B-3, partie XII.  
*Loi sur les banques*, L.C. 1991, ch. 46.  
*Loi sur les télécommunications*, L.C. 1993, ch. 38.  
*National Securities Markets Improvement Act of 1996*, Pub. L. 104-290, § 102, 110 Stat. 3416, 3417 [modifiant *Securities Act of 1933*, art. 18 (maintenant 15 U.S.C. § 77r)].  
*Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières*, décret C.P. 2010-667, préambule, art. 9, parties 1 à 3, 64, 66, partie 4, 73, 74, partie 5, 76, parties 6 et 7, 89, 90, parties 8 à 10, 109 à 113, 114, 116, 117(1), (2), 126(1), partie 11, 224, 228(4)(c).  
*Securities Act of 1933*, art. 18 [maintenant 15 U.S.C. § 77r].

### Authors Cited

- Canada. Consumer and Corporate Affairs. *Proposals for a Securities Market Law for Canada*, vol. 2 — Commentary. Ottawa: Minister of Supply and Services Canada, 1979.
- Canada. *Memorandum of Understanding Regarding the Regulation of Securities in Canada* (draft), reproduced at (1994), 17 OSCB 4401.
- Canada. Royal Commission on Banking and Finance. *Report of the Royal Commission on Banking and Finance*. Ottawa: Queen's Printer, 1964.
- Canada. Royal Commission on Price Spreads. *Report of the Royal Commission on Price Spreads*. Ottawa: King's Printer, 1935.
- Canada. Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada. *Report*, vol. 3. Ottawa: Minister of Supply and Services Canada, 1985.
- Crawford Panel on a Single Canadian Securities Regulator. *Blueprint For A Canadian Securities Commission — Final Paper*. Ottawa: Government of Ontario, 2006.
- Expert Panel on Securities Regulation. *Creating an Advantage in Global Capital Markets — Final Report and Recommendations*. Ottawa: Department of Finance, 2009.

### Doctrine citée

- Canada. Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier. *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*. Ottawa : Imprimeur de la Reine, 1964.
- Canada. Commission royale d'enquête sur les écarts de prix. *Rapport de la Commission royale d'enquête sur les écarts de prix*. Ottawa : Imprimeur du Roi, 1935.
- Canada. Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada. *Rapport*, vol. 3. Ottawa : Ministre des Approvisionnements et Services Canada, 1985.
- Canada. Consommation et Corporations. *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol. 2 — Commentaire. Ottawa : Ministre des Approvisionnements et Services Canada, 1979.
- Canada. *Protocole d'entente concernant la réglementation régissant les valeurs mobilières au Canada* (ébauche), juin 1994.
- Comité de personnes averties — Comité pour examiner la structure de la réglementation de valeurs mobilières au Canada. *C'est le temps d'agir*. Ottawa : Ministère des Finances, 2003.
- Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. « CANSEC : Legal and Administrative Concepts » (November 1967), OSCB 61.

- Gillen, Mark R. *Securities Regulation in Canada*, 3rd ed. Toronto: Thomson/Carswell, 2007.
- Hogg, Peter W. *Constitutional Law of Canada*, 5th ed. Supp., vol. 1. Scarborough, Ont.: Thomson/Carswell, 2007 (updated 2010, release 1).
- Howard, John L. “Securities Regulation: Structure and Process”, in *Proposals for a Securities Market Law for Canada*, vol. 3 — Background Papers. Ottawa: Minister of Supply and Services Canada, 1979, 1607.
- Ontario Securities Commission. “CANSEC: Legal and Administrative Concepts” (November 1967), OSCB 61.
- Wise Persons’ Committee — Committee to Review the Structure of Securities Regulation in Canada. *It’s Time*. Ottawa: Department of Finance, 2003.

REFERENCE by the Governor in Council, pursuant to s. 53 of the *Supreme Court Act*, concerning the constitutional validity of the proposed *Securities Act*. The question referred to was answered as follows: The *Securities Act* as presently drafted is not valid under the general branch of the federal power to regulate trade and commerce under s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867*.

*Robert J. Frater, Peter W. Hogg, Q.C., Claude Joyal and Alexander Pless*, for the Attorney General of Canada.

*Janet E. Minor, Jennifer A. August and S. Zachary Green*, for the intervener the Attorney General of Ontario.

*Jean-Yves Bernard, France Bonsaint and Hugo Jean*, for the intervener the Attorney General of Quebec.

*Gaétan Migneault*, for the intervener the Attorney General of New Brunswick.

*Eugene B. Szach and Nathaniel Carnegie*, for the intervener the Attorney General of Manitoba.

*George H. Copley, Q.C., Nancy E. Brown and Donald Sutherland*, for the intervener the Attorney General of British Columbia.

- Gillen, Mark R. *Securities Regulation in Canada*, 3rd ed. Toronto : Thomson/Carswell, 2007.
- Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada. *Ébauche d’une Commission canadienne des valeurs mobilières — Document définitif*. Ottawa : Gouvernement de l’Ontario, 2006.
- Groupe d’experts sur la réglementation des valeurs mobilières. *Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux — Rapport final et recommandations*. Ottawa : Ministère des Finances, 2009.
- Hogg, Peter W. *Constitutional Law of Canada*, 5th ed. Supp., vol. 1. Scarborough, Ont. : Thomson/Carswell, 2007 (updated 2010, release 1).
- Howard, John L. « Réglementation des valeurs mobilières : structure et fonctionnement », dans *Avant-projet d’une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol. 3 — Documentation de base. Ottawa : Ministre des Approvisionnements et Services Canada, 1979, 1815.

RENVOI par le Gouverneur en conseil, en vertu de l’art. 53 de la *Loi sur la Cour suprême*, au sujet de la validité constitutionnelle de la *Loi sur les valeurs mobilières* proposée. La Cour donne la réponse suivante à la question posée : la *Loi sur les valeurs mobilières*, dans sa version actuelle, n’est pas valide, car elle ne relève pas du pouvoir général de réglementation en matière de trafic et de commerce conféré au Parlement par le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*.

*Robert J. Frater, Peter W. Hogg, c.r., Claude Joyal et Alexander Pless*, pour le procureur général du Canada.

*Janet E. Minor, Jennifer A. August et S. Zachary Green*, pour l’intervenant le procureur général de l’Ontario.

*Jean-Yves Bernard, France Bonsaint et Hugo Jean*, pour l’intervenant le procureur général du Québec.

*Gaétan Migneault*, pour l’intervenant le procureur général du Nouveau-Brunswick.

*Eugene B. Szach et Nathaniel Carnegie*, pour l’intervenant le procureur général du Manitoba.

*George H. Copley, c.r., Nancy E. Brown et Donald Sutherland*, pour l’intervenant le procureur général de la Colombie-Britannique.

*Graeme G. Mitchell, Q.C.*, for the intervener the Attorney General for Saskatchewan.

*E. David D. Tavender, Q.C., D. Brian Foster, Q.C., L. Christine Enns and Jordan C. Milne*, for the intervener the Attorney General of Alberta.

*Andrew K. Lokan, Massimo C. Starnino and Michael Fenrick*, for the intervener the Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights.

*Luis Sarabia, Matthew Milne-Smith and David Stolow*, for the intervener the Canadian Coalition for Good Governance.

*John B. Laskin and Darryl C. Patterson*, for the intervener the Investment Industry Association of Canada.

*Mahmud Jamal, Éric Préfontaine and Raphael T. Eghan*, for the intervener the Canadian Bankers Association.

*Kelley M. McKinnon and Brent J. Arnold*, for the intervener the Ontario Teachers' Pension Plan Board.

*Guy Paquette and Vanessa O'Connell-Chrétien*, for the intervener Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires.

*Raymond Doray and Mathieu Quenneville*, for the intervener Barreau du Québec.

*Sébastien Grammond and Luc Giroux*, for the intervener the Institute for Governance of Private and Public Organizations.

The following is the opinion delivered by

THE COURT —

## I. Overview of the Court's Opinion

[1] This reference under s. 53 of the *Supreme Court Act*, R.S.C. 1985, c. S-26, requires the Court to determine whether the proposed *Securities Act* set out in Order in Council P.C. 2010-667 falls within the legislative authority of the Parliament of Canada.

*Graeme G. Mitchell, c.r.*, pour l'intervenant le procureur général de la Saskatchewan.

*E. David D. Tavender, c.r., D. Brian Foster, c.r., L. Christine Enns et Jordan C. Milne*, pour l'intervenant le procureur général de l'Alberta.

*Andrew K. Lokan, Massimo C. Starnino et Michael Fenrick*, pour l'intervenante la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs.

*Luis Sarabia, Matthew Milne-Smith et David Stolow*, pour l'intervenante la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises.

*John B. Laskin et Darryl C. Patterson*, pour l'intervenante l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières.

*Mahmud Jamal, Éric Préfontaine et Raphael T. Eghan*, pour l'intervenante l'Association des banquiers canadiens.

*Kelley M. McKinnon et Brent J. Arnold*, pour l'intervenant le Conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario.

*Guy Paquette et Vanessa O'Connell-Chrétien*, pour l'intervenant le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires.

*Raymond Doray et Mathieu Quenneville*, pour l'intervenant le Barreau du Québec.

*Sébastien Grammond et Luc Giroux*, pour l'intervenant l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques.

Version française de l'avis rendu par

LA COUR —

## I. Aperçu de l'opinion de la Cour

[1] Dans le cadre du présent renvoi présenté en vertu de l'art. 53 de la *Loi sur la Cour suprême*, L.R.C. 1985, ch. S-26, la Cour est appelée à décider si la Proposition concernant une loi canadienne intitulée *Loi sur les valeurs mobilières* (la « loi proposée » ou « Loi ») qui est annexée au décret C.P. 2010-667 relève de la compétence législative du Parlement du Canada.



[2] The proposed *Securities Act* represents a comprehensive foray by Parliament into the realm of securities regulation. If validly adopted, it will create a single scheme governing the trade of securities throughout Canada subject to the oversight of a single national securities regulator.

[3] The government of Canada (“Canada”), supported by the Attorney General of Ontario (“Ontario”) and other interveners, argues that the entirety of the Act can be sustained as a proper exercise of the general branch of Parliament’s legislative power to regulate trade and commerce, grounded in s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867*. The Attorney General of Alberta, the Attorney General of Quebec and other provincial attorneys general and interveners oppose the Act, arguing that securities regulation is a matter falling within s. 92(13) of the *Constitution Act, 1867*, which gives the provinces legislative jurisdiction over property and civil rights within their borders. Certain opponents of the Act also submit that securities regulation relates to provincial jurisdiction over matters of a merely local or private nature, under s. 92(16) of the *Constitution Act, 1867*.

[4] Canada does not challenge the proposition that certain aspects of securities regulation fall within provincial authority in relation to property and civil rights in the provinces. Nor does Canada argue that any provisions of the Act fall within federal legislative authority because they are necessarily incidental to the exercise of federal powers. Canada’s contention is simply that the securities market has evolved from a provincial matter to a national matter affecting the country as a whole and that, as a consequence, the federal general trade and commerce power gives Parliament legislative authority over all aspects of securities regulation. This authority, Canada argues, is concurrent with

[2] La loi proposée consiste en une intrusion massive par le Parlement dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Si elle est validement adoptée, elle créera un régime unique de gestion du commerce des valeurs mobilières pour l’ensemble du Canada, un régime assujéti à la surveillance d’un organisme national unique chargé de la réglementation des valeurs mobilières.

[3] Le gouvernement du Canada (« Canada »), soutenu par le procureur général de l’Ontario (« Ontario ») et par d’autres intervenants, fait valoir que l’ensemble de la Loi peut être jugé valide en tant qu’exercice approprié du volet général de la compétence législative du Parlement en matière de réglementation du trafic et du commerce prévu au par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* (ce pouvoir est également parfois désigné comme celui en matière de réglementation des échanges et du commerce). Le procureur général de l’Alberta, le procureur général du Québec ainsi que d’autres procureurs généraux provinciaux et intervenants contestent la validité de la Loi. Ils font valoir que la réglementation des valeurs mobilières relève de la compétence visée au par. 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867* qui confère aux provinces le pouvoir de légiférer en matière de propriété et de droits civils sur leur territoire. Certains des opposants à la Loi soutiennent, en outre, que la réglementation des valeurs mobilières tient de la compétence provinciale relative aux matières d’une nature purement locale ou privée prévue au par. 92(16) de la *Loi constitutionnelle de 1867*.

[4] Le Canada ne conteste pas l’affirmation selon laquelle certains aspects de la réglementation des valeurs mobilières relèvent de la compétence provinciale en matière de propriété et de droits civils dans la province. Il ne soutient pas non plus qu’une ou l’autre des dispositions de la Loi relève de la compétence législative du gouvernement fédéral parce qu’elles sont nécessairement accessoires à l’exercice de pouvoirs conférés au fédéral. Le Canada fait simplement valoir que le marché des valeurs mobilières a évolué, passant d’une matière provinciale à une matière nationale qui touche l’ensemble du pays et que, en conséquence, la compétence générale du fédéral en matière de trafic et de

that of the provincial legislatures over all aspects of securities presently regulated by the provinces.

[5] The propriety of such a constitutional realignment cannot simply be assumed. The shift in regulatory authority that the proposed Act seeks to achieve requires justification. Canada asserts that this justification is found under the “general” branch of the trade and commerce power. However, it has failed to show that this power, interpreted as required by the case law, supports the proposed Act.

[6] Canada has shown that aspects of the securities market are national in scope and affect the country as a whole. However, considered in its entirety, the proposed Act is chiefly directed at protecting investors and ensuring the fairness of capital markets through the day-to-day regulation of issuers and other participants in the securities market. These matters have long been considered local concerns subject to provincial legislative competence over property and civil rights within the province. Canada has not shown that the securities market has so changed that the regulation of all aspects of securities now falls within the general branch of Parliament’s power over trade and commerce under s. 91(2). Applying the settled test, we conclude that the proposed Act does not fall within the general trade and commerce power.

[7] It is a fundamental principle of federalism that both federal and provincial powers must be respected, and one power may not be used in a manner that effectively eviscerates another. Rather, federalism demands that a balance be struck, a balance that allows both the federal Parliament and the provincial legislatures to act effectively in their respective spheres. Accepting Canada’s interpretation of the general trade and commerce power would disrupt rather than maintain that balance.

commerce l’autorise à réglementer tous les aspects du secteur des valeurs mobilières. Selon le Canada, ce pouvoir est concurrent avec celui exercé par les provinces sur tous les aspects du commerce des valeurs mobilières qui sont présentement réglementés par les provinces.

[5] L’à-propos d’un tel réalignement constitutionnel ne peut être tout simplement tenu pour acquis. En effet, le transfert du pouvoir de réglementation que vise la loi proposée doit être justifié. Le Canada affirme que le volet « général » du pouvoir en matière de trafic et de commerce constitue le fondement en question. Or, il n’a pas démontré que ce pouvoir, interprété comme l’exige la jurisprudence, autorise l’adoption de la loi proposée.

[6] Le Canada a démontré que certains aspects du marché des valeurs mobilières ont une portée nationale et touchent l’ensemble du pays. Toutefois, considérée dans son ensemble, la loi proposée vise principalement à protéger les investisseurs et à assurer l’équité des marchés des capitaux en réglementant la conduite au quotidien des émetteurs et des autres participants au marché des valeurs mobilières. Or, ces matières sont considérées depuis longtemps comme des questions locales qui relèvent du pouvoir législatif des provinces en matière de propriété et de droits civils sur leur territoire et le Canada n’a pas démontré que le marché des valeurs mobilières a changé au point que la réglementation de tous les aspects du commerce des valeurs mobilières relève désormais du volet général du pouvoir du Parlement en matière de trafic et de commerce prévu au par. 91(2). Après avoir appliqué le test établi, nous concluons que la loi proposée ne relève pas du pouvoir général en matière de trafic et de commerce.

[7] La proposition suivant laquelle tant les pouvoirs fédéraux que ceux des provinces doivent être respectés et qu’un pouvoir ne peut être utilisé d’une manière telle que cela revienne en réalité à en vider un autre de son essence constitue un principe fondamental du fédéralisme. En effet, ce dernier exige plutôt d’établir un équilibre qui permet tant au Parlement qu’aux législatures d’agir efficacement dans leurs sphères de compétence respectives. Accepter l’interprétation que propose le fédéral de

Parliament cannot regulate the whole of the securities system simply because aspects of it have a national dimension.

[8] We therefore answer the reference question in the negative.

[9] It is open to the federal government and the provinces to exercise their respective powers over securities harmoniously, in the spirit of cooperative federalism. The experience of other federations in the field of securities regulation, while a function of their own constitutional requirements, suggests that a cooperative approach might usefully be explored, should our legislators so choose, to ensure that each level of government properly discharges its responsibility to the public in a coordinated fashion.

[10] At this juncture, it is important to stress that this advisory opinion does not address the question of what constitutes the optimal model for regulating the securities market. While the parties presented evidence and arguments on the relative merits of federal and provincial regulation of securities, the policy question of whether a single national securities scheme is preferable to multiple provincial regimes is not one for the courts to decide. Accordingly, our answer to the reference question is dictated solely by the text of the Constitution, fundamental constitutional principles and the relevant case law.

## II. The Proposed Act and the Parties' Positions

### A. *National Securities Proposals in Canada*

[11] Recommendations for national securities regulation in Canada are not new. Over the years,

la compétence générale en matière de trafic et de commerce romprait cet équilibre plutôt que de le maintenir. Le Parlement ne peut pas réglementer l'ensemble du système des valeurs mobilières du seul fait que certains aspects de ce domaine ont une dimension nationale.

[8] Par conséquent, nous répondons par la négative à la question qui nous est posée par le présent renvoi.

[9] Il est possible que les gouvernements fédéral et provinciaux exercent harmonieusement leurs pouvoirs respectifs quant aux valeurs mobilières, dans l'esprit du fédéralisme coopératif. L'expérience d'autres fédérations en matière de réglementation des valeurs mobilières, bien qu'elle soit fonction des impératifs de leur propre régime constitutionnel, suggère qu'il pourrait être utile d'envisager une approche coopérative, si nos législateurs choisissaient de le faire, pour garantir que chaque ordre de gouvernement s'acquitte adéquatement de ses responsabilités envers le public, et ce, de façon coordonnée.

[10] À ce stade, il est important de souligner que le présent avis consultatif ne traite pas de la question de savoir ce qui constitue un modèle optimal pour réglementer le marché des valeurs mobilières. Même si les parties ont présenté des éléments de preuve et des arguments quant aux mérites respectifs d'une réglementation fédérale et provinciale des valeurs mobilières, il ne revient pas aux tribunaux de trancher la question politique de savoir si un régime national unique de gestion des valeurs mobilières est préférable à de multiples régimes provinciaux. En conséquence, notre réponse à la question posée par le présent renvoi n'est dictée que par le texte de la Constitution, par les principes fondamentaux de notre droit constitutionnel ainsi que par la jurisprudence pertinente.

## II. La loi proposée et les positions des parties

### A. *Les propositions visant une gestion nationale des valeurs mobilières au Canada*

[11] Les recommandations pour une réglementation nationale des valeurs mobilières au Canada ne

many proposals have been put forward, but none implemented. The various proposals, in different ways, attempted to come to grips with the problem underlying this reference — how to achieve national securities regulation within the constitutional division of powers between Parliament and the provincial legislatures. Not surprisingly, the proposals generally envisaged cooperation between the provinces and the federal government as the route to achieving national standards and regulation.

[12] The first proposal dates to 1935, when the Royal Commission on Price Spreads recommended the formation of an investment securities board to oversee the issuance of securities by companies incorporated under federal legislation (*Report of the Royal Commission on Price Spreads*, at pp. 41-42).

[13] In the 1960s, various recommendations and proposals were mooted. The 1964 Royal Commission on Banking and Finance (the “Porter Commission”) accepted the desirability of uniform legislation and administration of the Canadian securities industry and recommended the creation of an additional regulatory body, based on cooperation between the federal and provincial governments (*Report of the Royal Commission on Banking and Finance*). The body, to be headed by a federal regulator, would have set uniform standards for securities distributed interprovincially and internationally, while permitting existing provincial regulators to continue to govern “local matters such as the licensing of security dealers and their salesmen and the registration of issues to be offered only within their own province” (p. 348).

[14] The Porter Commission hoped that the establishment of a federal agency would lead to greater agreement and cooperation, eliminating the duplication that the Commission saw as hampering effective securities regulation. In particular,

sont pas nouvelles. Au fil des ans, de nombreuses propositions ont été formulées, mais aucune n’a été mise en œuvre. Ces diverses propositions tentaient, de différentes façons, de résoudre le problème qui sous-tend le présent renvoi — soit celui de savoir comment parvenir à une réglementation nationale relative aux valeurs mobilières qui soit conforme au partage constitutionnel des pouvoirs entre le Parlement et les législatures. Il n’est pas surprenant de constater que les propositions envisageaient généralement que les provinces et le fédéral coopèrent pour aboutir à des normes et à une réglementation nationales de ce secteur d’activités.

[12] La première proposition remonte à 1935, quand la Commission royale d’enquête sur les écarts de prix a recommandé la création d’une commission des titres pour superviser l’émission des actions par les personnes morales constituées en vertu des lois fédérales (*Rapport de la Commission royale d’enquête sur les écarts de prix*, p. 42-44).

[13] Dans les années 60, diverses recommandations et propositions ont été faites. La Commission royale d’enquête sur le système bancaire et financier de 1964 (la « Commission Porter ») a admis qu’il aurait été souhaitable que l’industrie canadienne des valeurs mobilières fasse l’objet d’une législation et d’une gestion uniformes et elle a recommandé la création d’un organisme de réglementation supplémentaire, fondé sur la coopération entre les gouvernements fédéral et provinciaux (*Rapport de la Commission royale d’enquête sur le système bancaire et financier*). L’organisme en question, qui aurait eu à sa tête un régulateur fédéral, aurait établi des normes uniformes applicables aux valeurs mobilières distribuées dans plusieurs provinces ou à l’échelle internationale, tout en permettant aux régulateurs provinciaux existants de continuer à gérer les « questions de caractère local, comme les permis des vendeurs et l’enregistrement des émissions à distribuer sur leur seul territoire » (p. 396).

[14] La Commission Porter avait espoir que la mise en place d’une agence fédérale susciterait davantage d’ententes et de coopération, en éliminant le double emploi qui, à ses yeux, faisait obstacle à la réglementation efficace des valeurs mobilières. Plus

the Commission hoped that the introduction of uniform federal standards would foster the adoption of similar standards in the provinces and free the provinces to focus on purely local matters by automatically clearing federally regulated issues. In its view, a single federal agency would improve cooperation with the United States Securities and Exchange Commission and “would be responsible for and interested in the growth, development and efficiency of the whole Canadian securities industry” (p. 348).

[15] In 1967, just three years after the release of the Porter Commission’s report, the Ontario Securities Commission (“OSC”) circulated a very different proposal for a single, highly decentralized, national securities regulator. CANSEC — the “Canada Securities Commission” — was to be a three-tiered structure (a council of ministers, CANSEC and administrative staff) designed to achieve uniformity in Canadian securities regulation through cooperation by the federal and provincial governments, rather than by forcing each province to surrender its regulatory activity in the field to a federal body. CANSEC would operate on an opt-in basis: no province would be required to join or remain in CANSEC. Moreover, participation by provinces would not involve a permanent surrender of power: “A government which has passed an amendment in order to bring themselves into the scheme can repeal that amendment” (“CANSEC: Legal and Administrative Concepts” (November 1967), OSCB 61, at p. 66). Provinces would have been able to join CANSEC, then withdraw and regulate independently as before.

[16] The OSC anticipated that CANSEC would be brought into existence through the passage of

particulièrement, la Commission avait espoir que la mise en place de normes fédérales uniformes favorise l’adoption de normes similaires dans les provinces et permette à ces dernières de se concentrer sur les questions purement locales en les déchargeant automatiquement des questions réglementées par le fédéral. Selon la Commission Porter, l’existence d’un organisme fédéral unique aurait favorisé la coopération avec la Securities and Exchange Commission des États-Unis et « aurait [eu] pour mission et comme intérêt d’aider le monde canadien du placement à grandir, à évoluer et à devenir plus efficace » (p. 397).

[15] En 1967, seulement trois ans après la publication du rapport de la Commission Porter, la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario (« CVMO ») a présenté une proposition très différente qui suggérait la mise sur pied d’un seul organisme national de réglementation des valeurs mobilières très décentralisé. La Commission canadienne des valeurs mobilières et des marchés boursiers (« CCVMMB ») aurait été constituée suivant une structure à trois niveaux (un conseil des ministres, la CCVMMB et du personnel administratif) vouée à l’uniformisation de la réglementation du marché canadien des valeurs mobilières grâce à la coopération des gouvernements fédéral et provinciaux, plutôt qu’en forçant la renonciation par chacune des provinces à son activité réglementaire dans le domaine au profit d’un organisme fédéral. La CCVMMB aurait ainsi fonctionné sur la base d’une participation volontaire : aucune province n’aurait été tenue d’adhérer au régime en question ou d’y maintenir sa participation. En outre, cette participation n’aurait pas reposé sur un renoncement permanent de pouvoir : [TRADUCTION] « Un gouvernement qui a adopté une mesure visant son adhésion au régime peut abroger la mesure en question » (« CANSEC : Legal and Administrative Concepts » (novembre 1967), OSCB 61, p. 66). Les provinces auraient pu participer au régime, puis se retirer et continuer à réglementer le secteur des valeurs mobilières en toute indépendance, comme elles le faisaient auparavant.

[16] La CVMO avait prévu que la CCVMMB verrait le jour grâce à l’adoption par le gouvernement



an organizational statute by the federal government and the subsequent commitment by participating jurisdictions to have the new commission administer their own securities acts. In bringing CANSEC into existence, the OSC did not consider it necessary that the provincial laws themselves be substantively uniform; rather, similar schemes of administration and “some modest degree of uniformity” in securities legislation would suffice (p. 66). The provinces would retain jurisdiction over “nearly all substantive issues”, delegating to the commission authority only to deal with federal corporate, international and criminal matters not clearly within provincial jurisdiction (J. L. Howard, “Securities Regulation: Structure and Process”, in *Proposals for a Securities Market Law for Canada* (1979), vol. 3, 1607, at p. 1693).

[17] The discussion over securities regulation continued in the 1970s and 1980s. In 1979, the federal Department of Consumer and Corporate Affairs produced a three-volume study entitled *Proposals for a Securities Market Law for Canada*, which contemplated a national securities commission working in cooperation with the provinces. The study recommended the creation of a federal securities commission and the enactment of federal securities legislation and envisioned a “nationally coordinated system of regulation that involves cooperation between a federal commission with federal jurisdiction and provincial and foreign commissions” (vol. 2, at p. 5). It contemplated administration either by a federal commission, by a cooperative body developed through negotiations among the federal and provincial governments, or a body lying on the spectrum between that and a single federal agency.

fédéral d’une loi-cadre et à l’engagement subséquent des provinces participantes à ce que la nouvelle commission applique leurs propres lois sur les valeurs mobilières. Lorsqu’elle a suggéré la création de la CCVMMB, la CVMO n’a pas jugé nécessaire d’exiger que les lois provinciales elles-mêmes soient uniformes quant au fond; elle était plutôt d’avis que des régimes d’administration similaires et des lois [TRADUCTION] « relativement uniforme[s] » suffiraient (p. 66). Les provinces auraient conservé la compétence quant à « pratiquement toutes les questions de fond », et n’auraient délégué à la commission que le pouvoir de traiter des questions corporatives, internationales et criminelles fédérales qui n’auraient pas relevé clairement de la compétence des provinces (J. L. Howard, « Réglementation des valeurs mobilières : structure et fonctionnement », dans *Avant-projet d’une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières* (1979), vol. 3, 1815, p. 1919).

[17] La question de la réglementation des valeurs mobilières a continué à susciter l’intérêt dans les années 70 et 80. En 1979, le ministère de la Consommation et des Corporations fédéral a publié une étude en trois volumes intitulée *Avant-projet d’une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières* qui envisageait la création d’une commission nationale des valeurs mobilières travaillant de concert avec les provinces. L’étude recommandait la création d’une commission fédérale des valeurs mobilières ainsi que l’adoption d’une loi fédérale en cette matière et prévoyait que soit « institué et coordonné un régime national de réglementation, ce qui suppose la coopération entre une commission fédérale, à compétence fédérale, et des commissions provinciales et étrangères » (vol. 2, p. 5). Elle envisageait, en outre, que l’administration du secteur des valeurs mobilières soit confiée soit à une commission fédérale, soit à un organisme fondé sur la coopération créé au terme de négociations entre les gouvernements fédéral et provinciaux, soit à un organisme qui aurait appartenu à la gamme des organismes se situant à un autre point du continuum qui sépare les deux modèles précédents.

[18] In 1985, the Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada concluded that there was no reason to tamper with the existing system of provincial regulation of stock markets, but noted that “[t]echnological change, the increasing international integration of capital markets, and the desire of provinces, especially Quebec, to regulate markets in pursuit of provincial development goals are all likely to place greater strains on the existing system in the near future” (*Report*, vol. 3, at p. 167).

[19] In 1994, the premiers of the Atlantic provinces asked the federal government to establish a national securities regulator. The proposal ultimately took the form of a draft memorandum of understanding (“MOU”) between the federal government and participating provinces, which was circulated among the provinces ((1994), 17 OSCB 4401). The MOU proposed the creation of a “Canadian Securities Commission” and envisioned a “uniform securities regulatory structure which [would] apply comprehensively within and across all participating provinces” (preamble).

[20] Like the proposal to establish CANSEC, the MOU was premised on opting in by the provinces and explicitly stated that no government would give up any jurisdiction by joining. Participating provinces were to have the ability to adopt regulations exempting certain securities from provisions of the federal legislation. The jurisdiction of provincial securities regulatory authorities in provinces which elected not to participate in the uniform securities regulatory structure would not be affected. Canada, however, committed to “developing consultation and coordination mechanisms between the Canadian Securities Commission and the securities commission or equivalent office of any province which is not a Party to [the] agreement to maintain the benefits of harmonization of securities regulation in Canada and to promote

[18] En 1985, la Commission royale sur l’union économique et les perspectives de développement du Canada a conclu qu’il n’y avait aucune raison de modifier le système provincial en place de réglementation des marchés des valeurs mobilières, mais a souligné que « l’évolution technologique, l’intégration internationale croissante des marchés de capitaux et le désir des provinces, en particulier du Québec, de réglementer les marchés pour réaliser des objectifs provinciaux de développement devraient soumettre dans un avenir proche le système à des pressions plus fortes » (*Rapport*, vol. 3, p. 187).

[19] En 1994, les premiers ministres des provinces atlantiques ont demandé au gouvernement fédéral de créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières. En fin de compte, la proposition a pris la forme d’un projet de protocole d’entente conclu entre le gouvernement fédéral et les provinces participantes (juin 1994). Ce projet de protocole, diffusé à l’intention des provinces, proposait la création d’une « Commission canadienne des valeurs mobilières » et envisageait l’établissement d’une « structure de réglementation des valeurs mobilières uniforme qui s’appliquera[it] globalement à l’intérieur et entre toutes les provinces participantes » (préambule).

[20] Comme la proposition qui prônait la création de la CCVMMB, le projet de protocole d’entente était fondé sur la prémisse de la participation volontaire des provinces et il énonçait explicitement qu’aucun gouvernement ne renoncerait à quelque compétence que ce soit en acceptant de participer au régime. Les provinces participantes auraient eu la possibilité d’édicter des mesures législatives qui auraient soustrait certaines valeurs mobilières à l’application de certaines dispositions de la loi fédérale. La compétence des organismes de réglementation des valeurs mobilières des provinces qui auraient choisi de ne pas prendre part à la structure réglementaire uniforme n’aurait pas été touchée. Cela étant dit, le Parlement, lui, s’était engagé à « mettre au point des mécanismes de consultation et de coordination entre la Commission canadienne

further such harmonization in the future” (MOU, at cl. 29).

[21] In the past decade, calls for a national securities regulator have intensified.

[22] The Wise Persons’ Committee (“WPC”) of 2003 recommended the adoption of a comprehensive scheme of capital markets regulation for Canada, to be accomplished by the passage of comprehensive federal securities legislation, followed by provincial legislation incorporating the federal law by reference and delegating administrative powers to a newly established “Canadian Securities Commission”.

[23] The WPC rejected the “dual structure” of securities market regulation recommended by the OSC proposal to establish CANSEC, the 1979 study by the Department of Consumer and Corporate Affairs and the 1994 MOU. In its view, “a dual structure, in which securities matters limited to a single province would be regulated provincially, while interprovincial and international matters would be regulated by a national body”, was not appropriate “[g]iven the nationally integrated nature of Canada’s capital markets and the history of provincial regulation of securities matters with incidental effect on matters outside the regulating province” (*It’s Time* (2003), at p. 59). In the WPC’s view, “efficient capital markets require that the federal legislation extend to all matters related to securities regulation” (p. 60).

des valeurs mobilières et les commissions des valeurs mobilières ou les organismes équivalents de toute province qui n’[allait pas être] partie au [. . .] protocole [en question], afin de préserver les avantages de l’harmonisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada et de promouvoir le développement de cette harmonisation à l’avenir » (projet de protocole d’entente, par. 29).

[21] Durant la dernière décennie, les appels à la création d’un organisme national de réglementation des valeurs mobilières se sont intensifiés.

[22] Le Comité de personnes averties (« CPA »), dont les travaux se sont déroulés en 2003, a recommandé la mise sur pied d’un mécanisme exhaustif de réglementation des marchés financiers pour le Canada grâce à l’adoption d’une réglementation fédérale complète de ce domaine, puis à celle d’une réglementation provinciale qui aurait incorporé les mesures législatives fédérales par renvoi et délégué les pouvoirs administratifs à la « Commission canadienne des valeurs mobilières » nouvellement créée.

[23] Le CPA a rejeté la « double structure » de la réglementation du marché des valeurs mobilières dont la mise en place avait été recommandée à la fois par la proposition visant la création de la CCVMMB, par l’étude de 1979 menée par le ministre de la Consommation et des Corporations fédéral et par le projet de protocole d’entente de 1994. Selon le CPA, « une double structure, dans laquelle les questions de valeurs mobilières qui seraient limitées à une seule province seraient réglementées à l’échelle provinciale, tandis que les questions interprovinciales et internationales seraient réglementées par un organisme national » ne convenait pas « [c]ompte tenu de la nature intégrée à l’échelle nationale des marchés financiers du Canada et de l’historique de la réglementation provinciale des questions de valeurs mobilières ayant un effet accessoire sur des questions ne relevant pas de la province réglementante » (*C’est le temps d’agir* (2003), p. 72). Selon le CPA, « pour avoir des marchés financiers efficaces, il faut que la législation fédérale s’applique à toutes les questions liées à la réglementation des valeurs mobilières » (p. 72).

[24] The WPC therefore recommended the enactment of a single, comprehensive code for the regulation of Canadian capital markets by the federal government. The single set of rules would cover “all securities regulatory matters in Canada” (p. 59). Provincial participation would be achieved through an obligation on the federal government to consult with the provinces before amending the legislation.

[25] The 2006 Crawford Panel on a Single Canadian Securities Regulator, established by the government of Ontario, endorsed the adoption of Canadian securities legislation (*Blueprint For A Canadian Securities Commission — Final Paper*). The Panel proposed that uniform regulation would be achieved by all jurisdictions incorporating, by reference, legislation enacted by one province as the *Canadian Securities Act* and establishing a “Canadian Securities Commission”. A common body of securities law would then apply across the country. However, like the WPC, the Crawford Panel viewed the participation of all provinces and territories and the federal government as “ideal” but not necessary for the Commission to be established. The key was “that there be an initial core group of Participating Jurisdictions that agrees to enact, or to enact through incorporation by reference, common legislation that establishes the [Commission] and delegates to it authority over capital markets regulation” (p. 16).

[26] Three years after the Crawford Panel presented its “blueprint”, the Expert Panel on Securities Regulation (the “Hockin Panel”) released a report that informed the *Securities Act* proposed by Canada in this reference (*Creating an Advantage in Global Capital Markets — Final Report and Recommendations* (2009) (the “Hockin Report”). Like the Crawford Panel, the Hockin Panel recommended the establishment of

[24] Le CPA a donc recommandé que le gouvernement fédéral édicte un code complet et unique réglementant les marchés des capitaux canadiens. L'ensemble unique de règles aurait visé « toutes les questions de réglementation des valeurs mobilières au Canada » (p. 72). La participation des provinces aurait découlé, pour sa part, d'une obligation qui aurait incombé au gouvernement fédéral de les consulter avant de modifier la réglementation en question.

[25] Le Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada, constitué en 2006 par le gouvernement de l'Ontario, a appuyé l'adoption d'une réglementation canadienne en matière de valeurs mobilières (*Ébauche d'une Commission canadienne des valeurs mobilières — Document définitif*). Les membres du groupe ont proposé qu'une réglementation uniforme soit le fruit de l'incorporation par renvoi par toutes les provinces d'une loi qui aurait été édictée par une d'entre elles, qui aurait été intitulée *Loi canadienne sur les valeurs mobilières* et qui aurait été à l'origine de la création d'une « Commission canadienne des valeurs mobilières » (« CCVM »). Un tronc commun de lois en cette matière se serait dès lors appliqué partout au pays. Cela étant dit, le Groupe Crawford, à l'instar du CPA, estimait que la participation de toutes les provinces, de tous les territoires et du fédéral aurait été « idéale », mais n'était pas nécessaire pour que la CCVM soit établie. Il aurait par contre été essentiel qu'« un noyau de [ressorts] participants s'engagent à promulguer ou à adopter par renvoi la loi commune qui [aurait] établ[i] la CCVM et qui lui [aurait délégué] le pouvoir de réglementer les marchés des capitaux » (p. 17).

[26] Trois ans après que le Groupe Crawford a présenté son « ébauche », le Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières (le « Groupe Hockin ») a publié un rapport qui a inspiré le législateur lors de l'élaboration de la loi dont l'adoption est proposée par le Canada et qui fait l'objet du présent renvoi (*Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux — Rapport final et recommandations* (2009) (le « Rapport Hockin »)). Comme

a “Canadian Securities Commission” to oversee a single “*Securities Act*” for Canada.

[27] The Hockin Panel envisioned the establishment of a “comprehensive national regime” of securities regulation (p. 60), to be brought into force in participating jurisdictions through the repeal of local legislation. However, the Panel acknowledged that not all provinces (at least initially) might be willing to participate. It therefore recommended that in the absence of unanimity on the part of the provinces, the Act should provide for voluntary provincial participation, limiting its application to participating jurisdictions during the transition to a comprehensive national regime (p. 60). The Panel foresaw that, faced with such circumstances, the federal government might consider a “market participant opt-in feature” (p. 61), and proposed that the Commission consider negotiating memoranda of understanding with non-participating jurisdictions to coordinate securities regulation.

[28] In response to the Hockin Report, the federal government established the Canadian Securities Regulation Regime Transition Office in the *Budget Implementation Act, 2009*, S.C. 2009, c. 2, and prepared a draft Act implementing the Report’s proposals. On May 26, 2010, the Governor General in Council referred this draft legislation to the Court for an advisory opinion as to its constitutional validity.

#### B. *The Proposed Act*

[29] The preamble of the proposed Act states that its immediate purpose is to create a single Canadian securities regulator. More broadly, s. 9 states that the underlying purposes of the Act are to provide investor protection, to foster fair, efficient

le Groupe Crawford, le Groupe Hockin a recommandé la mise sur pied d’une « Commission canadienne des valeurs mobilières » qui aurait été chargée de veiller à l’application d’une « *Loi sur les valeurs mobilières* » unique pour le Canada.

[27] Le Groupe Hockin envisageait la mise en place d’un « régime national complet » de réglementation des valeurs mobilières (p. 66) dont la mise en vigueur dans les ressorts participants aurait résulté de l’abrogation des lois locales. Le Groupe a toutefois reconnu que ce n’était peut-être pas toutes les provinces (du moins initialement) qui souhaiteraient participer à ce régime. Il a donc recommandé que dans le cas où il n’y aurait pas unanimité au sujet du régime parmi les provinces, la Loi comporterait des dispositions prévoyant la participation volontaire des provinces et limitant son application aux administrations participantes durant la transition (p. 66). Le Groupe avait prévu que le gouvernement fédéral, s’il devait être aux prises avec une telle situation, pourrait envisager de créer un « mécanisme d’adhésion des participants au marché » (p. 67) et a proposé que la Commission envisage de négocier des protocoles d’entente avec des administrations non participantes pour coordonner la réglementation des valeurs mobilières.

[28] En réponse à la publication du Rapport Hockin, le gouvernement fédéral a créé le Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières au moyen de la *Loi d’exécution du budget de 2009*, L.C. 2009, ch. 2, et a préparé un projet de loi visant à mettre en œuvre les propositions du rapport. Ensuite, soit le 26 mai 2010, le gouverneur général en conseil a renvoyé le projet de loi en question à la Cour pour que cette dernière formule un avis consultatif quant à la validité constitutionnelle de ce texte législatif.

#### B. *La loi proposée*

[29] Le préambule de la loi proposée énonce que son objet immédiat consiste à créer un organisme canadien unique de réglementation des valeurs mobilières. De manière plus générale, l’art. 9 énonce qu’elle a pour objets de protéger les investisseurs, de



and competitive capital markets and to contribute to the integrity and stability of Canada's financial system.

[30] The Act includes registration requirements for securities dealers, prospectus filing requirements, disclosure requirements, specific duties for market participants, a framework for the regulation of derivatives, civil remedies and regulatory and criminal offences pertaining to securities. It provides for the comprehensive regulation of securities in Canada, under the oversight of a single national regulator. It also provides for a single set of laws and rules designed to permit uniform regulation and enforcement on a national basis, thus fostering the integrity and stability of Canada's capital markets at a national level. While various parties emphasize different facets of the scheme, advancing interesting arguments on the implication of words such as "national", "capital markets", "securities industry" and "securities trading", it seems uncontroversial that what the Act seeks is comprehensive national securities regulation, with the aim of fostering fair and efficient capital markets and contributing to the stability of Canada's financial system.

[31] The Act, as proposed, does not seek to unilaterally impose a unified system of securities regulation for the whole of Canada. Rather, it permits provinces to opt in, if and when they choose to do so. The hope is that, eventually, all or most provinces will opt in, creating an effective unified national securities regulation system for Canada. If this were to occur, it would represent a dramatic realignment in the manner in which securities have been regulated in this country.

favoriser l'existence de marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs et de contribuer à l'intégrité et à la stabilité du système financier canadien.

[30] La Loi prévoit notamment des exigences quant à l'inscription des courtiers en valeurs mobilières, quant au dépôt des prospectus et quant à la communication de renseignements; elle impose des obligations précises aux acteurs du marché des valeurs mobilières; elle établit un cadre réglementaire pour les instruments dérivés; et elle crée des recours civils ainsi que des infractions réglementaires et criminelles relatives aux valeurs mobilières. Les dispositions de la Loi visent aussi l'adoption d'une réglementation complète des valeurs mobilières au Canada, sous la surveillance d'un organisme de réglementation unique. Cet organisme appliquerait un ensemble unique de lois et de règles conçues pour permettre la réglementation de ce secteur d'activité et sa mise en œuvre uniformes dans l'ensemble du pays, favorisant ainsi l'intégrité et la stabilité des marchés des capitaux canadiens à l'échelle nationale. Même si certaines parties mettent l'accent sur divers aspects du régime et font ainsi valoir des arguments intéressants quant aux conséquences de l'utilisation de termes tels « nationale », « marchés des capitaux », « industrie des valeurs mobilières » et « commerce des valeurs mobilières », il semble incontestable que la Loi vise, en fait, la mise en œuvre d'une réglementation nationale complète des valeurs mobilières, avec pour objectif de favoriser l'existence de marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs et de contribuer à la stabilité du système financier canadien.

[31] La Loi, telle qu'elle est libellée, ne vise pas à imposer unilatéralement un régime unifié de réglementation des valeurs mobilières pour l'ensemble du Canada. Elle donne plutôt aux provinces le libre choix de participer au régime si elles le souhaitent et quand elles le souhaitent. On espère que, ultérieurement, toutes les provinces ou la plupart d'entre elles choisiront de participer au régime, ce qui créerait, dans les faits, un régime de réglementation nationale des valeurs mobilières pour le Canada. Si cela devait survenir, il s'agirait d'une métamorphose spectaculaire par rapport à la façon dont les valeurs mobilières ont été réglementées au pays.

### C. *The Parties' Positions*

[32] Canada, joined by Ontario and several interveners, argues that the proposed Act, viewed in its entirety, is a constitutional exercise of Parliament's general power to regulate trade and commerce under s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867*. It does not invoke other federal heads of power, such as legislative authority in relation to interprovincial and international trade and commerce (a separate branch of Parliament's s. 91(2) authority), the incorporation of federal companies or the criminal law power (s. 91(27) — except with respect to some offence provisions the constitutionality of which is not contested). Nor does Canada contend that provisions of the Act that might be viewed as falling within provincial legislative powers are valid because they are ancillary to the exercise of federal powers.

[33] Canada and those who support its position acknowledge the oft-affirmed power of the provinces to regulate securities within their borders. However, they argue that securities markets have undergone significant transformation in recent decades, evolving from local markets to markets that are increasingly national, indeed international. This has given rise to systemic risks and other concerns that can only be dealt with on the national level. The evolving national character of securities markets, Canada says, brings those markets within the general trade and commerce power, as defined by existing jurisprudence. In short, Canada contends that securities have evolved in a way that now brings all aspects of securities regulation under the general branch of the trade and commerce power, including those aspects which would also fall under provincial competence in relation to property and civil rights within the province.

### C. *Les positions des parties*

[32] Le Canada, auquel se sont joints l'Ontario ainsi que plusieurs intervenants, prétend que la loi proposée, considérée dans son ensemble, consiste en un exercice constitutionnel par le Parlement de la compétence générale que lui confère le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* de légiférer en matière de trafic et de commerce. Il n'invoque aucun autre chef de compétence fédérale, comme celui relatif au trafic et au commerce interprovinciaux et internationaux (un volet distinct du pouvoir que le par. 91(2) confère au Parlement), celui portant sur la constitution en sociétés sous le régime de lois fédérales ou celui qui lui est conféré en matière de droit criminel (par. 91(27) — sauf en ce qui a trait à certaines dispositions relatives à des infractions dont la constitutionnalité n'est pas contestée). Le Canada ne fait pas valoir non plus que les dispositions de la Loi qui portent sur des sujets qui pourraient relever de la compétence législative des provinces sont valides parce qu'elles sont accessoires à l'exercice de pouvoirs fédéraux.

[33] Le Canada et ceux qui soutiennent sa position reconnaissent le pouvoir souvent confirmé des provinces de réglementer les valeurs mobilières sur leur territoire. Cependant, ils font valoir que le commerce des valeurs mobilières a considérablement changé durant les dernières décennies, et que les transactions en cette matière qui s'effectuaient à l'échelle locale s'effectuent désormais de plus en plus à l'échelle nationale, voire internationale. Pour eux, cela pose des risques systémiques et soulève d'autres préoccupations dont on ne peut traiter qu'à l'échelle nationale. La nature nationale qui résulte de l'évolution des marchés des valeurs mobilières, dit le Canada, a pour effet que ceux-ci relèvent désormais du pouvoir général en matière de trafic et de commerce, tel qu'il a été défini par la jurisprudence. Bref, le Canada soutient que le commerce des valeurs mobilières a évolué de telle sorte que tous les aspects de la réglementation de ce secteur d'activité relèvent désormais du volet général du pouvoir en matière de trafic et de commerce, y compris les aspects qui relèveraient aussi de la compétence des provinces en matière de propriété et de droits civils sur leur territoire.

[34] The attorneys general of Alberta, Quebec, Manitoba and New Brunswick and other interveners oppose the Act. They argue that the scheme the Act sets up falls under the provincial power over property and civil rights under s. 92(13) of the *Constitution Act, 1867* and trenches on provincial legislative jurisdiction over matters of a merely local or private nature (s. 92(16)), namely the regulation of contracts, property and professions. They reject the contention that securities markets have evolved to become a matter of genuine national concern under the general federal trade and commerce power. Rather, they contend, the Act is a thinly disguised attempt to regulate a particular industry — the securities industry.

[35] The Attorney General of British Columbia and the Attorney General for Saskatchewan oppose the Act, but adopt a more nuanced approach to Parliament’s ability to regulate securities. Neither province opposes the idea of a national securities regulator, so long as it is achieved in a manner that respects the division of powers. However, these provinces contend that Parliament’s participation in securities regulation is best achieved through an exercise in federal-provincial cooperation, similar to the cooperation existing in the agricultural products marketing context.

### III. The Provincial References

[36] In provincial references, both the Alberta Court of Appeal (2011 ABCA 77, 41 Alta. L.R. (5th) 145) and the Quebec Court of Appeal (2011 QCCA 591 (CanLII)) concluded that the proposed Act is unconstitutional.

[37] The Alberta Court of Appeal (*per* Slatter J.A., Côté, Conrad, Ritter and O’Brien J.J.A., concurring) emphasized at para. 6 that the proposed Act “mirrors” provincial securities regimes by

[34] Les procureurs généraux de l’Alberta, du Québec, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick ainsi que d’autres intervenants contestent la validité de la Loi. Ils soutiennent que le régime qu’elle crée relève de la compétence des provinces en matière de propriété et de droits civils prévue au par. 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, et crée une brèche dans le pouvoir législatif provincial quant à des sujets de nature purement locale ou privée (par. 92(16)), à savoir la réglementation des contrats, de la propriété et des professions. Les opposants à la Loi rejettent l’argument selon lequel les marchés des valeurs mobilières ont évolué au point qu’ils sont devenus une matière véritablement nationale qui relève du pouvoir général fédéral en matière de trafic et de commerce. Ils soutiennent que la Loi constitue plutôt une tentative à peine voilée de réglementer un secteur en particulier — celui des valeurs mobilières.

[35] Le procureur général de la Colombie-Britannique et celui de la Saskatchewan contestent aussi la validité de la Loi, mais ils adoptent une approche plus nuancée quant au droit du Parlement de réglementer les valeurs mobilières. Ces deux provinces ne s’opposent ni l’une ni l’autre à l’idée de créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières, à condition qu’on parvienne à le faire dans le respect du partage des compétences. Cela étant dit, ces provinces font valoir qu’il serait préférable que la participation du Parlement à la réglementation des valeurs mobilières soit le fruit d’un exercice de coopération fédéral-provincial semblable à celui qui a cours dans le contexte de la mise en marché des produits de l’agriculture.

### III. Les renvois des provinces

[36] À la suite de renvois provinciaux, tant la Cour d’appel de l’Alberta (2011 ABCA 77, 41 Alta. L.R. (5th) 145) que la Cour d’appel du Québec (2011 QCCA 591, [2011] R.J.Q. 598) ont conclu que la loi proposée est inconstitutionnelle.

[37] La Cour d’appel de l’Alberta (dont les motifs auxquels ont souscrit les juges Côté, Conrad, Ritter et O’Brien ont été rédigés par le juge Slatter) a souligné au par. 6 de sa décision que la loi proposée

licensing and regulating the conduct of participants in the same fashion as the existing provincial legislation. While recognizing that securities products have changed over time, it held that securities regulation remains a matter of property and civil rights under s. 92(13) of the *Constitution Act, 1867*. As a result, the Act did not fall within Parliament's general trade and commerce power, as defined by the jurisprudence.

[38] A majority of the Quebec Court of Appeal, in two sets of reasons (*per* Robert C.J. and *per* Forget, Bich and Bouchard J.J.A.), also concluded that the proposed Act is unconstitutional. The majority held that the federal proposal would create a comprehensive regulatory scheme that pursued the same objectives through the same means as existing provincial securities laws and fell under provincial jurisdiction over property and civil rights. Like the Alberta Court of Appeal, they held that the jurisprudence on the general trade and commerce power did not support the conclusion that the Act was a valid exercise of federal power.

[39] Dalphond J.A., dissenting, argued that the Canadian securities market, as a single, integrated, pan-Canadian market, fell within the general branch of Parliament's trade and commerce power.

#### IV. The Regulation of Securities

##### A. *Overview*

[40] The term "securities" designates a class of assets that conventionally includes shares in corporations, interests in partnerships, debt instruments such as bonds and financial derivatives (F. Milne, *The Impact of Innovation and Evolution on the*

était la réplique de régimes provinciaux en matière de valeurs mobilières en ce qu'elle encadre et réglemente la conduite des participants à ces régimes comme le font les lois provinciales existantes. Tout en reconnaissant que les produits en cette matière ont changé avec le temps, la Cour d'appel a conclu que la réglementation des valeurs mobilières demeurait une question de propriété et de droits civils visée au par. 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. Par conséquent, elle a jugé que la Loi ne relève pas de la compétence générale du Parlement en matière de trafic et de commerce, telle qu'elle est définie par la jurisprudence.

[38] Les juges majoritaires de la Cour d'appel du Québec, dans deux opinions (une rédigée par le juge en chef Robert, l'autre par les juges Forget, Bich et Bouchard), ont également conclu que la loi proposée est inconstitutionnelle. Ils ont jugé que la proposition fédérale créerait un régime réglementaire complet qui poursuivrait les mêmes objectifs que les lois provinciales existantes en matière de valeurs mobilières, et ce, par les mêmes moyens, et que la matière dont elle traite relève de la compétence provinciale quant à la propriété et aux droits civils. À l'instar de la Cour d'appel de l'Alberta, les juges majoritaires de la Cour d'appel du Québec ont conclu que la jurisprudence sur le pouvoir général en matière de trafic et de commerce n'était pas la conclusion selon laquelle la Loi était le fruit d'un exercice valide du pouvoir législatif du fédéral.

[39] Le juge Dalphond de la Cour d'appel du Québec, dissident, a affirmé que le marché canadien des valeurs mobilières, en tant que marché unique, intégré et pancanadien, relevait du volet général du pouvoir fédéral en matière de trafic et de commerce.

#### IV. La réglementation des valeurs mobilières

##### A. *Aperçu*

[40] Le terme « valeurs mobilières » désigne une classe d'actifs qui comprend, par convention, les actions de sociétés, les intérêts dans des sociétés par actions, les titres de créance comme les obligations et les instruments financiers dérivés

*Regulation of Capital Markets* (2010), Reference Record, vol. I, 175, at para. 2.1; M. R. Gillen, *Securities Regulation in Canada* (3rd ed. 2007), at p. 1). The securities market channels savings in two basic ways: it allows demanders of investment capital (“issuers”) to receive investment capital from suppliers of capital (“investors”) in exchange for a security; and it allows investors to trade securities with one another. The first type of transaction occurs through the “primary” market, where issuers trade directly or indirectly with investors, while the second type of transaction is referred to as “secondary” market trading (Gillen, at pp. 32-33; Milne, at paras. 2.2-2.4).

[41] Every province and territory has its own securities laws and regulatory agency. These agencies exercise a variety of responsibilities, including prospectus review and clearance; oversight of disclosure requirements; takeover bids and insider trading; registration and regulation of market intermediaries; enforcement of compliance with the regime; recognition and supervision of exchanges and other self-regulated organizations; and public education.

[42] Since the beginning of the 21st century, efforts to increase interprovincial cooperation and to harmonize provincial and territorial securities laws have intensified. For example, the supervision and regulation of securities firms are presently carried out by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (“IIROC”) working under the authority of the Canadian Securities Administrators, a creature of the various provincial and territorial securities commissions. The provincially organized Canadian Investor Protection Fund insures investors’ funds in the event of the bankruptcy of an investment firm (in an analogous fashion to the federal Canada

(F. Milne, *The Impact of Innovation and Evolution on the Regulation of Capital Markets* (2010), dossier du renvoi, vol. I, 175, par. 2.1; M. R. Gillen, *Securities Regulation in Canada* (3<sup>e</sup> éd. 2007), p. 1). Le marché des valeurs mobilières canalise les épargnes principalement de deux façons : il autorise les demandeurs de capitaux de placement (les « émetteurs ») à recevoir ces capitaux de fournisseurs de capitaux (les « investisseurs ») en échange d’un titre de placement; il permet aussi aux investisseurs d’échanger ces titres financiers entre eux. Le premier de ces deux types de transactions se déroule dans le marché « primaire » où les émetteurs négocient directement ou indirectement avec les investisseurs tandis que le deuxième de ces deux types de transactions se déroule dans ce qu’on appelle le marché « secondaire » (Gillen, p. 32-33; Milne, par. 2.2-2.4).

[41] Chaque province et territoire est doté de ses propres lois et organisme de réglementation relatifs aux valeurs mobilières. Ces organismes s’acquittent de diverses responsabilités, dont celles d’examiner les prospectus et de les approuver; de s’assurer du respect des exigences quant à la communication de renseignements; de surveiller les offres publiques d’achat et les opérations d’initiés; de voir à l’enregistrement et à la réglementation des intermédiaires sur le marché; de s’assurer de la conformité au régime; de veiller à la reconnaissance et à la supervision des échanges ainsi que d’autres organismes d’autorégulation; et de renseigner le public.

[42] Depuis le début du 21<sup>e</sup> siècle, les efforts pour accroître la coopération entre les provinces et pour harmoniser les lois provinciales et territoriales sur les valeurs mobilières se sont intensifiés. Par exemple, c’est maintenant l’Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») qui est chargé de la supervision et de la réglementation des maisons de courtage. Cet organisme relève des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, une créature de diverses commissions provinciales et territoriales des valeurs mobilières. Le Fonds canadien de protection des épargnants créé par les provinces assure les fonds d’investissement advenant le cas où un courtier



Deposit Insurance Corporation for bank depositors). IIROC standards are national and directed at ensuring that investment firms are both liquid and solvent. Since 2008, all provincial and territorial jurisdictions except Ontario participate in a “passport regime” based on harmonized rules that allow issuers and market intermediaries to engage in activities in multiple jurisdictions while dealing with a single principal regulator. Nevertheless, distinctions remain between provincial securities regimes.

B. *Legislative Competence Over Securities: A Shared Field*

[43] Provinces have jurisdiction to regulate securities within their boundaries (intraprovincial jurisdiction) as a matter of property and civil rights, pursuant to s. 92(13) of the *Constitution Act, 1867*. As Lord Atkin stated in *Lymburn v. Mayland*, [1932] A.C. 318 (P.C.), “If [a company] is formed to trade in securities there appears no reason why it should not be subject to the competent laws of the Province as to the business of all persons who trade in securities” (p. 324).

[44] More recently, this Court, in *Multiple Access Ltd. v. McCutcheon*, [1982] 2 S.C.R. 161, per Dickson J. (as he then was), confirmed:

It is well established that the provinces have the power, as a matter of property and civil rights, to regulate the trade in corporate securities in the province, provided the statute does not single out federal companies for special treatment or discriminate against them in any way. . . . Since the decision of the Privy Council in *Lymburn v. Mayland*, [1932] A.C. 318 the provisions of provincial securities acts

en valeurs mobilières ferait faillite (il s’agit d’un mécanisme de protection qui agit en quelque sorte comme la Société d’assurance-dépôts du Canada le fait à l’intention des déposants bancaires). Les normes de l’OCRCVM s’appliquent à l’échelle nationale et visent à garantir que les maisons de courtage détiennent des liquidités et sont solvables. Depuis 2008, tous les territoires et toutes les provinces, sauf l’Ontario, participent à un « régime de passeport » fondé sur des règles harmonisées qui permettent aux émetteurs et aux intermédiaires d’échanger des titres dans plusieurs provinces ou territoires en faisant affaire avec un seul organisme principal de réglementation. En dépit de ces efforts, il subsiste des différences entre les régimes adoptés par les provinces relativement aux valeurs mobilières.

B. *La compétence législative en matière de valeurs mobilières : un domaine partagé*

[43] Les provinces ont le pouvoir de réglementer les valeurs mobilières à l’intérieur de leurs frontières (c’est la compétence intraprovinciale) en tant que question relevant de la propriété et des droits civils, des domaines visés au par. 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. Comme lord Atkin l’a affirmé dans *Lymburn c. Mayland*, [1932] A.C. 318 (C.P.), [TRADUCTION] « [s]i [une compagnie] est constituée pour pratiquer le négoce des valeurs mobilières, il ne semble y avoir aucune raison pour qu’elle ne soit pas assujettie aux lois valides de la province concernant l’entreprise de tous ceux qui se livrent à ce négoce » (p. 324).

[44] Plus récemment, dans *Multiple Access Ltd. c. McCutcheon*, [1982] 2 R.C.S. 161, la Cour a confirmé ce principe sous la plume du juge Dickson (plus tard Juge en chef) :

Il est bien établi que les provinces ont le pouvoir, en matière de propriété et de droits civils, de réglementer le commerce des actions des compagnies dans la province, pourvu que la loi ne distingue pas les compagnies constituées en vertu d’une loi fédérale en prévoyant à leur égard des mesures particulières ou discriminatoires. [. . .] Depuis l’arrêt du Conseil privé *Lymburn v. Mayland*, [1932] A.C. 318, les dispositions

have been given a wide constitutional recognition. [p. 183]

(See also *Global Securities Corp. v. British Columbia (Securities Commission)*, 2000 SCC 21, [2000] 1 S.C.R. 494, at para. 40.)

[45] The provincial power over securities extends to impacts on market intermediaries or investors outside a particular province (*Global Securities*, at para. 41; *R. v. W. McKenzie Securities Ltd.* (1966), 56 D.L.R. (2d) 56 (Man. C.A.), leave to appeal refused, [1966] S.C.R. ix (*sub nom. West & Dubros v. The Queen*); *Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission*, [1961] S.C.R. 584). The case law also recognizes provincial jurisdiction where the province's capital markets are engaged (*Québec (Sa Majesté du Chef) v. Ontario Securities Commission* (1992), 10 O.R. (3d) 577 (C.A.), leave to appeal refused, [1993] 2 S.C.R. x (*sub nom. R. du chef du Québec v. Ontario Securities Commission*); *Bennett v. British Columbia (Securities Commission)* (1992), 94 D.L.R. (4th) 339 (B.C.C.A.)).

[46] The Constitution gives Parliament powers that enable it to pass laws that affect aspects of securities regulation and, more broadly, to promote the integrity and stability of the Canadian financial system. These include Parliament's power to enact laws relating to criminal law (s. 91(27)), banks (s. 91(15)), bankruptcy (s. 91(21)), telecommunications (ss. 91 and 92(10)(a)), and peace, order and good government (s. 91) (*Multiple Access; Bell Canada v. Quebec (Commission de la santé et de la sécurité du travail)*, [1988] 1 S.C.R. 749, at pp. 765-66; *Smith v. The Queen*, [1960] S.C.R. 776, at p. 781). Parliament has exercised its powers by enacting, for example, the following statutes and provisions: the *Canada Business Corporations Act*, R.S.C. 1985, c. C-44; the *Criminal Code*, R.S.C. 1985, c. C-46, ss. 380(2), 382, 382.1, 383, 384 and 400; the *Bank Act*, S.C. 1991, c. 46; the *Investment Canada Act*, R.S.C. 1985, c. 28 (1st Supp.); the *Payment Clearing and Settlement Act*, S.C. 1996, c. 6, Sch.; the *Telecommunications Act*, S.C. 1993, c. 38;

des lois provinciales relatives aux valeurs mobilières ont été largement reconnues sur le plan constitutionnel. [p. 183-184]

(Voir également *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, 2000 CSC 21, [2000] 1 R.C.S. 494, par. 40.)

[45] Le pouvoir provincial en matière de valeurs mobilières s'étend aux incidences de leur commerce sur les intermédiaires du marché et sur les investisseurs situés à l'extérieur d'une province donnée (*Global Securities*, par. 41; *R. c. W. McKenzie Securities Ltd.* (1966), 56 D.L.R. (2d) 56 (C.A. Man.), autorisation d'appel refusée, [1966] R.C.S. ix (*sub nom. West & Dubros c. The Queen*); *Gregory & Co. c. Quebec Securities Commission*, [1961] R.C.S. 584). Ce pouvoir des provinces a aussi été confirmé par la jurisprudence dans les cas où les marchés des capitaux de la province concernée sont en cause (*Québec (Sa Majesté du Chef) c. Ontario Securities Commission* (1992), 10 O.R. (3d) 577 (C.A.), autorisation d'appel refusée, [1993] 2 R.C.S. x (*sub nom. R. du chef du Québec c. Ontario Securities Commission*); *Bennett c. British Columbia (Securities Commission)* (1992), 94 D.L.R. (4th) 339 (C.A.C.-B.)).

[46] La Constitution confère des pouvoirs au Parlement lui permettant d'adopter des lois qui touchent certains aspects de la réglementation des valeurs mobilières et, plus généralement, de promouvoir l'intégrité et la stabilité du système financier canadien. Il s'agit notamment du pouvoir du Parlement d'édicter des lois relatives au droit criminel (par. 91(27)), aux banques (par. 91(15)), aux faillites (par. 91(21)), aux télécommunications (art. 91 et al. 92(10)a) et à la paix, à l'ordre et au bon gouvernement (art. 91) (*Multiple Access; Bell Canada c. Québec (Commission de la santé et de la sécurité du travail)*, [1988] 1 R.C.S. 749, p. 765-766; *Smith c. The Queen*, [1960] R.C.S. 776, p. 781). Le Parlement a exercé ses pouvoirs en adoptant, par exemple, les lois et dispositions suivantes : la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, ch. C-44; le *Code criminel*, L.R.C. 1985, ch. C-46, par. 380(2) et art. 382, 382.1, 383, 384 et 400; la *Loi sur les banques*, L.C. 1991, ch. 46; la *Loi sur Investissement Canada*, L.R.C. 1985, ch. 28 (1<sup>er</sup> suppl.); la *Loi sur*

the *Bankruptcy and Insolvency Act*, R.S.C. 1985, c. B-3, Part XII. Finally, s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867* gives Parliament power over the regulation of trade and commerce. This power has two branches: the power over interprovincial and international commerce (*Citizens Insurance Co. of Canada v. Parsons* (1881), 7 App. Cas. 96 (P.C.) (“*Parsons*”)) and the general trade and commerce power that authorizes laws where the national interest is engaged in a manner that is qualitatively different from provincial concerns, as discussed more fully later in these reasons.

[47] Canada bases its argument that the proposed Act is constitutional entirely on the s. 91(2) general trade and commerce power. It does not rely on the s. 91(2) power over interprovincial trade which gives Parliament the power to legislate on interprovincial and international aspects of securities. Nor does it invoke other heads of powers under the Constitution. The only question before us therefore is whether the Act can be supported under the general trade and commerce power.

### C. *Securities Regulation in Other Federal States*

[48] Canada is not the only federation where the issue of the balance between local and national regulation of securities has arisen. While the solution arrived at in each country is a product of its own constitutional arrangements and imperatives, experience in other federal states suggests that power sharing between the central and local levels of government in this area can succeed.

[49] The German Constitution provides that the *Länder* may enact securities laws, but that the Federation may exercise its legislative power, “if

*la compensation et le règlement des paiements*, L.C. 1996, ch. 6, ann.; la *Loi sur les télécommunications*, L.C. 1993, ch. 38; la *Loi sur la faillite et l’insolvabilité*, L.R.C. 1985, ch. B-3, partie XII. Finalement, le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* confère au Parlement le pouvoir de réglementer le trafic et le commerce. Ce pouvoir comporte deux volets : d’une part, le pouvoir quant au commerce interprovincial et international (*Citizens Insurance Co. of Canada c. Parsons* (1881), 7 App. Cas. 96 (C.P.) (« *Parsons* »)) et, d’autre part, le pouvoir général en matière de trafic et de commerce qui autorise le Parlement à édicter des lois lorsqu’un intérêt national est mis en jeu d’une manière qui est, sur le plan qualitatif, différente des enjeux provinciaux, ce dont nous discuterons plus en détail ultérieurement dans les présents motifs.

[47] Le Canada fonde sa thèse, selon laquelle la loi proposée est valide sur le plan constitutionnel, entièrement sur le pouvoir général en matière de trafic et de commerce que lui confère le par. 91(2). Il ne se fonde pas sur le pouvoir relatif aux aspects interprovinciaux et internationaux du commerce des valeurs mobilières visés au même paragraphe. Il n’invoque pas non plus d’autres chefs de compétence prévus dans la Constitution. Par conséquent, la seule question dont nous sommes saisis est celle de savoir si la Loi peut être jugée valide en vertu du pouvoir général en matière de trafic et de commerce.

### C. *La réglementation des valeurs mobilières dans d’autres États fédératifs*

[48] Le Canada n’est pas la seule fédération où la question de l’équilibre entre les réglementations locales et nationale des valeurs mobilières a été soulevée. Bien que la solution retenue dans chaque pays soit le fruit de son propre régime constitutionnel et de ses propres impératifs, l’expérience d’autres États fédératifs suggère qu’un partage du pouvoir en cette matière, entre les échelons central et locaux de gouvernement, peut réussir.

[49] La Constitution allemande prévoit que les *Länder* peuvent édicter des lois sur les valeurs mobilières, mais que la Fédération peut exercer

and to the extent that . . . the maintenance of legal or economic unity renders federal regulation necessary in the national interest” (Basic Law, art. 72(1) and (2)). This division of responsibility has led to a three-tiered supervisory system. The federally empowered regulatory agency dominates the first tier of regulation. The *Länder* have a consultative role in the selection of the agency president, maintain control offices for securities trading and establish stock exchange regulatory agencies which exercise control over the registration or dissolution of a stock exchange located within their territory. Each stock exchange has a Trading Surveillance Office, whose task is to independently monitor the trading and settlement of trades at the exchange.

[50] In Australia, a period of discussion between the Commonwealth and the states culminated, in the early 1990s, in a cooperative scheme for corporate and securities law characterized by cross-vesting of jurisdiction. This national scheme faced constitutional setbacks following judgments of the High Court (*Re Wakim; Ex parte McNally*, [1999] HCA 27, 198 C.L.R. 511; *R. v. Hughes*, [2000] HCA 22, 202 C.L.R. 535). In the wake of the constitutional uncertainty that followed, all states agreed to refer sufficient powers to the Commonwealth to enact corporate and securities law, a process authorized by the Australian Constitution. Since 2001, the national scheme of securities regulation that presently exists in Australia is premised on powers referred by the states to the Commonwealth.

[51] The Commerce Clause in the United States Constitution gives the federal government the power to “regulate commerce . . . among the several states” (art. I, § 8, cl. 3). Owing to this language, while states may regulate all aspects of securities trading within their jurisdiction, the federal

son pouvoir législatif [TRADUCTION] « lorsque et pour autant que [. . .] la sauvegarde de l’unité juridique ou économique dans l’intérêt de l’ensemble de l’État ren[d] nécessaire une réglementation législative fédérale » (Loi fondamentale, par. 72(1) et (2)). Ce partage des responsabilités a mené à un système de supervision à trois paliers. L’agence de réglementation qui tient son pouvoir du gouvernement fédéral domine le premier de ces paliers. Les *Länder* assument un rôle consultatif quant au choix du président de l’agence, ils assurent l’existence de bureaux de contrôle du commerce des valeurs mobilières et ils créent les agences de réglementation des bourses des valeurs mobilières qui, elles, exercent un contrôle sur l’enregistrement ou la dissolution d’une bourse sur leur territoire. Chaque bourse est dotée d’un bureau de surveillance des échanges chargé de surveiller, en toute indépendance, les échanges et le règlement des transactions à la bourse.

[50] En Australie, une période de discussion entre le Commonwealth et les États a abouti, au début des années 90, à la mise en place d’un régime coopératif en ce qui a trait au droit des sociétés et des valeurs mobilières. Il s’agit d’un régime caractérisé par une attribution mutuelle de compétences. Ce régime national a subi une série de reculs par suite d’arrêts de la Haute Cour d’Australie fondés sur la Constitution (*Re Wakim; Ex parte McNally*, [1999] HCA 27, 198 C.L.R. 511; *R. c. Hughes*, [2000] HCA 22, 202 C.L.R. 535). Dans le contexte d’incertitude constitutionnelle qui a suivi, tous les États ont convenu de céder suffisamment de pouvoirs au Commonwealth pour qu’il édicte les lois sur les sociétés et sur les valeurs mobilières, un processus autorisé par la Constitution australienne. Ainsi, le régime national australien de réglementation des valeurs mobilières en place depuis 2001 est fondé sur les pouvoirs que les États ont cédés au Commonwealth.

[51] La clause commerciale de la Constitution des États-Unis confère au gouvernement fédéral le pouvoir de [TRADUCTION] « réglementer le commerce [. . .] entre les divers États » (art. I, § 8, cl. 3). Compte tenu du libellé de cette disposition, bien que les États puissent réglementer tous les

government may choose to regulate virtually all aspects of interstate securities trading. In the event of conflict, U.S. constitutional law has long recognized that state laws are of no effect and are “pre-empted” by federal law, owing to the Supremacy Clause in art. VI, cl. 2, of the Constitution.

[52] In 1996, the U.S. Congress passed the *National Securities Markets Improvement Act of 1996*, Pub. L. 104-290, § 102, 110 Stat. 3416, 3417, which amended s. 18 of the *Securities Act of 1933* (now 15 U.S.C. § 77r), and effectively pre-empted state securities law as it applied to the great majority of United States issuers. However, this pre-emption did not exclude state participation in securities regulation. Securities are typically subject to “local regulation in the state where the issuer is headquartered, the state from which any offering materials are dispatched or where any oral offers are made, the state where the offerees have their domicile, and the state to which offering materials are sent” (J. Macey, *An Analysis of the Canadian Federal Government’s Initiative to Create a National Securities Regulator* (2010), Reference Record, vol. XII, 37, at pp. 87-88). Local regulation manifests itself most prominently in the areas of local enforcement and policy.

#### V. Constitutional Principles

[53] Before answering the question at hand — whether the Act falls within the federal general trade and commerce power under s. 91(2) — it is necessary to canvass the main constitutional principles engaged in this case.

##### A. *The Federalism Principle: An Historic View*

[54] Sections 91 and 92 of the *Constitution Act, 1867* divide legislative powers between Parliament and the provincial legislatures. This division

aspects du commerce des valeurs mobilières qui a cours sur leur territoire, le gouvernement fédéral peut choisir de réglementer pratiquement tous les aspects du commerce des valeurs mobilières inter-États. Advenant un conflit, le droit constitutionnel américain a reconnu depuis longtemps que les lois fédérales l'emportent sur les lois des États qui sont alors sans effet, compte tenu de l'art. VI, cl. 2, de la Constitution qui consacre la primauté des lois du gouvernement central.

[52] En 1996, le Congrès américain a édicté la *National Securities Markets Improvement Act of 1996*, Pub. L. 104-290, § 102, 110 Stat. 3416, 3417, qui a modifié l'art. 18 de la *Securities Act of 1933* (maintenant 15 U.S.C. § 77r). Dans les faits, cette nouvelle loi a supplanté les mesures législatives des États sur les valeurs mobilières, puisqu'elle s'appliquait à la vaste majorité des émetteurs états-unis. Cependant, cette primauté n'excluait pas la participation des États dans la réglementation des valeurs mobilières. En effet, celles-ci sont, en règle générale, assujetties à la [TRADUCTION] « réglementation locale de l'État où l'émetteur a son siège social, de l'État d'où émane tout matériel offert ou d'où sont faites des offres verbales, de l'État où les offrants sont domiciliés et de l'État vers lequel le matériel offert est expédié » (J. Macey, *An Analysis of the Canadian Federal Government’s Initiative to Create a National Securities Regulator* (2010), dossier du renvoi, vol. XII, 37, p. 87-88). La réglementation locale se manifeste de la façon la plus évidente dans les domaines de la mise en application et de la politique locales.

#### V. Principes constitutionnels

[53] Avant de répondre à la question en litige — soit celle de savoir si la Loi relève du pouvoir général du fédéral en matière de trafic et de commerce prévu au par. 91(2) — il est utile de décrire les principaux principes constitutionnels en jeu en l'espèce.

##### A. *Le principe du fédéralisme : un aperçu historique*

[54] Les articles 91 et 92 de la *Loi constitutionnelle de 1867* partagent les pouvoirs législatifs entre le Parlement et les législatures provinciales.



remains the “primary textual expression of the principle of federalism in our Constitution, agreed upon at Confederation” (*Reference re Secession of Quebec*, [1998] 2 S.C.R. 217 (“*Secession Reference*”), at para. 47).

[55] Inherent in a federal system is the need for an impartial arbiter of jurisdictional disputes over the boundaries of federal and provincial powers (*Reference re Remuneration of Judges of the Provincial Court of Prince Edward Island*, [1997] 3 S.C.R. 3, at para. 124). That impartial arbiter is the judiciary, charged with “control[ling] the limits of the respective sovereignties” (*Northern Telecom Canada Ltd. v. Communication Workers of Canada*, [1983] 1 S.C.R. 733, at p. 741). Courts are guided in this task by foundational constitutional principles, which assist in the delineation of spheres of jurisdiction. Among these, the principle of federalism “has exercised a role of considerable importance in the interpretation of the written provisions of our Constitution” (*Secession Reference*, at para. 57).

[56] The Judicial Committee of the Privy Council, which was the final arbiter of Canada’s Constitution until 1949, tended to favour an exclusive powers approach. Thus, Lord Atkin in 1937 famously described the respective powers of Parliament and the provincial legislatures as “watertight compartments” (*Attorney-General for Canada v. Attorney-General for Ontario*, [1937] A.C. 326, at p. 354). However, the Judicial Committee recognized that particular matters might have both federal and provincial aspects and overlap (*Hodge v. The Queen* (1883), 9 App. Cas. 117). Privy Council jurisprudence also recognized that the Constitution must be viewed as a “living tree capable of growth and expansion within its natural limits” (*Edwards v. Attorney-General for Canada*, [1930] A.C. 124, at p. 136, *per* Lord Sankey). This metaphor has endured as the preferred approach in constitutional interpretation, ensuring “that Confederation can be adapted to new social realities” (*Reference re*

Ce partage demeure la « principale expression textuelle dans notre Constitution du principe du fédéralisme dont il a été convenu au moment de la Confédération » (*Renvoi relatif à la sécession du Québec*, [1998] 2 R.C.S. 217 (« *Renvoi relatif à la sécession* »), par. 47).

[55] Un système fédéral repose forcément sur la nécessité qu’existe un arbitre impartial pour régler les conflits de compétence quant aux frontières entre les pouvoirs du Parlement et ceux des législatures provinciales (*Renvoi relatif à la rémunération des juges de la Cour provinciale de l’Île-du-Prince-Édouard*, [1997] 3 R.C.S. 3, par. 124). Les juges, qui sont chargés de « contrôle[r] les bornes de la souveraineté propre » des deux paliers de gouvernement, sont cet arbitre impartial (*Northern Telecom Canada Ltée c. Syndicat des travailleurs en communication du Canada*, [1983] 1 R.C.S. 733, p. 741). Pour s’acquitter de cette tâche, les tribunaux s’appuient sur des principes constitutionnels fondamentaux qui aident à circonscrire les sphères de compétence. Parmi ceux-ci, le principe du fédéralisme a « joué un rôle d’une importance considérable dans l’interprétation du texte de la Constitution » (*Renvoi relatif à la sécession*, par. 57).

[56] Le Comité judiciaire du Conseil privé, qui était l’ultime arbitre quant à la Constitution du Canada jusqu’en 1949, a eu tendance à favoriser une approche fondée sur l’exclusivité des pouvoirs. Ainsi, en 1937, lord Atkin a formulé sa célèbre description des compétences respectives du Parlement et des législatures provinciales comme étant des [TRADUCTION] « compartiments étanches » (*Attorney-General for Canada c. Attorney-General for Ontario*, [1937] A.C. 326, p. 354). En revanche, le Comité judiciaire a reconnu que certains domaines pouvaient avoir tant des aspects fédéraux que des aspects provinciaux et se chevaucher (*Hodge c. The Queen* (1883), 9 App. Cas. 117). La jurisprudence du Conseil privé a également reconnu que la Constitution doit être considérée comme un [TRADUCTION] « arbre vivant susceptible de croître et de se développer à l’intérieur de ses limites naturelles » (*Edwards c. Attorney-General for Canada*, [1930] A.C. 124, p. 136, lord Sankey).

*Employment Insurance Act (Can.)*, ss. 22 and 23, 2005 SCC 56, [2005] 2 S.C.R. 669, at para. 9, *per* Deschamps J.).

[57] The Supreme Court of Canada, as final arbiter of constitutional disputes since 1949, moved toward a more flexible view of federalism that accommodates overlapping jurisdiction and encourages intergovernmental cooperation — an approach that can be described as the “dominant tide” of modern federalism (*OPSEU v. Ontario (Attorney General)*, [1987] 2 S.C.R. 2, at p. 18). See also *P.E.I. Potato Marketing Board v. H. B. Willis Inc.*, [1952] 2 S.C.R. 392; *Lord’s Day Alliance of Canada v. Attorney General of British Columbia*, [1959] S.C.R. 497; *Coughlin v. Ontario Highway Transport Board*, [1968] S.C.R. 569.

[58] If there was any doubt that this Court had rejected rigid formalism in favour of accommodating cooperative intergovernmental efforts, it has been dispelled by several decisions of this Court over the past decade. For instance, in *Fédération des producteurs de volailles du Québec v. Pelland*, 2005 SCC 20, [2005] 1 S.C.R. 292, the Court considered a comprehensive and “seamless” scheme for chicken production and marketing created by agreement between the federal and provincial governments. Abella J., writing for the Court, upheld the provincial legislative component of the federal-provincial scheme, which could operate to limit the production of chicken destined for the interprovincial market, and observed:

In my view, the 1978 Federal-Provincial Agreement, like the scheme in the *Egg Reference* [*Reference re Agricultural Products Marketing Act*, [1978] 2 S.C.R. 1198], both reflects and reifies Canadian federalism’s constitutional creativity and cooperative flexibility. [para. 15]

[59] Dickson C.J., in concurring reasons in *OPSEU*, summarized the situation aptly:

Cette métaphore perdure et constitue l’approche préférée en matière d’interprétation constitutionnelle puisqu’elle garantit « que le pacte confédératif [peut] répondre aux réalités nouvelles » (*Renvoi relatif à la Loi sur l’assurance-emploi (Can.)*, art. 22 et 23, 2005 CSC 56, [2005] 2 R.C.S. 669, par. 9, la juge Deschamps).

[57] En tant qu’arbitre ultime depuis 1949 des litiges constitutionnels, la Cour suprême du Canada a adopté une vision plus souple du fédéralisme qui permet le chevauchement des compétences et qui encourage la coopération intergouvernementale — une approche qui peut être décrite comme le « courant dominant » du fédéralisme moderne (*SEFPO c. Ontario (Procureur général)*, [1987] 2 R.C.S. 2, p. 18). Voir aussi *P.E.I. Potato Marketing Board c. H. B. Willis Inc.*, [1952] 2 R.C.S. 392; *Lord’s Day Alliance of Canada c. Attorney General of British Columbia*, [1959] R.C.S. 497; *Coughlin c. Ontario Highway Transport Board*, [1968] R.C.S. 569.

[58] S’il persistait quelque doute que ce soit quant au fait que la Cour a rejeté l’approche formaliste rigide pour favoriser les efforts d’accommodements et de coopération entre les gouvernements, il a été dissipé par plusieurs décisions qu’elle a rendues durant la dernière décennie. Par exemple, dans *Fédération des producteurs de volailles du Québec c. Pelland*, 2005 CSC 20, [2005] 1 R.C.S. 292, la Cour s’est penchée sur un régime exhaustif et harmonieux de production et de commercialisation du poulet découlant d’un accord entre les gouvernements fédéral et provinciaux. La juge Abella, s’exprimant au nom de la Cour, a conclu à la validité du volet législatif provincial du régime fédéral-provincial, qui pouvait limiter la production de poulets destinés au marché interprovincial et a observé :

Selon moi, l’Accord fédéral-provincial de 1978, tout comme le programme établi dans le *Renvoi sur les œufs* [*Renvoi relatif à la Loi sur l’organisation du marché des produits agricoles*, [1978] 2 R.C.S. 1198], reflète en les concrétisant la créativité constitutionnelle et la souplesse coopérative du fédéralisme canadien. [par. 15]

[59] Le juge en chef Dickson, qui a rédigé des motifs concurrents dans *SEFPO*, a bien résumé la situation :

The history of Canadian constitutional law has been to allow for a fair amount of interplay and indeed overlap between federal and provincial powers. It is true that doctrines like interjurisdictional and Crown immunity and concepts like “watertight compartments” qualify the extent of that interplay. But it must be recognized that these doctrines and concepts have not been the dominant tide of constitutional doctrines; rather they have been an undertow against the strong pull of pith and substance, the aspect doctrine and, in recent years, a very restrained approach to concurrency and paramountcy issues. [p. 18]

[60] As Dickson C.J. pointed out, a restrained approach to doctrines like federal paramountcy is warranted. This point was reiterated by Binnie and LeBel JJ. in *Canadian Western Bank v. Alberta*, 2007 SCC 22, [2007] 2 S.C.R. 3, where the Court said:

The [constitutional] doctrines [developed by the courts] must also be designed to reconcile the legitimate diversity of regional experimentation with the need for national unity [and] they must include a recognition that the task of maintaining the balance of powers in practice falls primarily to governments, and constitutional doctrine must facilitate, not undermine what this Court has called “co-operative federalism” (*Husky Oil Operations Ltd. v. Minister of National Revenue*, [1995] 3 S.C.R. 453, at para. 162; *Reference re Employment Insurance Act (Can.)*, ss. 22 and 23, [2005] 2 S.C.R. 669, 2005 SCC 56, at para. 10). [para. 24]

[61] While flexibility and cooperation are important to federalism, they cannot override or modify the separation of powers. The *Secession Reference* affirmed federalism as an underlying constitutional principle that demands respect for the constitutional division of powers and the maintenance of a constitutional balance between federal and provincial powers.

[62] In summary, notwithstanding the Court’s promotion of cooperative and flexible federalism, the constitutional boundaries that underlie the division of powers must be respected. The “dominant

Historiquement, le droit constitutionnel canadien a permis passablement d’interaction et même de chevauchement en ce qui concerne les pouvoirs fédéraux et provinciaux. Il est vrai que des principes comme celui de l’exclusivité des compétences et celui de l’immunité de Sa Majesté ainsi que des notions comme celle des « compartiments étanches » restreignent l’étendue de cette interaction. Il faut cependant reconnaître que ces principes et notions n’ont pas représenté le courant dominant en matière constitutionnelle; ils ont constitué plutôt un contre-courant opposé à l’effet puissant du principe du caractère véritable et du double aspect et, au cours des dernières années, une façon très limitée d’aborder les questions de conflit et de prépondérance en matière législative. [p. 18]

[60] Comme l’a souligné le juge en chef Dickson, il est souhaitable d’adopter une approche restrictive des principes comme celui de la prépondérance fédérale. Ce point de vue a été réitéré par les juges Binnie et LeBel dans *Banque canadienne de l’Ouest c. Alberta*, 2007 CSC 22, [2007] 2 R.C.S. 3, lorsque la Cour a affirmé :

Ces doctrines [constitutionnelles élaborées par les tribunaux] doivent aussi viser à concilier la diversité légitime des expérimentations régionales avec le besoin d’unité nationale [et] [e]lles doivent [. . .] reconnaître que, concrètement, le maintien de l’équilibre des compétences relève avant tout des gouvernements, et doivent faciliter et non miner ce que notre Cour a appelé un « fédéralisme coopératif » (*Husky Oil Operations Ltd. c. Ministre du Revenu national*, [1995] 3 R.C.S. 453, par. 162; *Renvoi relatif à la Loi sur l’assurance-emploi (Can.)*, art. 22 et 23, [2005] 2 R.C.S. 669, 2005 CSC 56, par. 10). [par. 24]

[61] Bien que les principes de flexibilité et de coopération soient importants pour le bon fonctionnement d’un État fédéral, ils ne peuvent l’emporter sur le partage des compétences ou le modifier. Le *Renvoi relatif à la sécession* a confirmé que le fédéralisme est un principe constitutionnel sous-jacent qui exige le respect du partage constitutionnel des compétences et le maintien d’un équilibre constitutionnel entre les pouvoirs du fédéral et ceux des provinces.

[62] En somme, même si la Cour préconise un fédéralisme coopératif et souple, les frontières constitutionnelles qui sous-tendent le partage des compétences doivent être respectées. Le

“tide” of flexible federalism, however strong its pull may be, cannot sweep designated powers out to sea, nor erode the constitutional balance inherent in the Canadian federal state.

#### B. *Pith and Substance and Double Aspect*

[63] The “pith and substance” analysis is used by Canadian courts to determine the constitutional validity of legislation from a division of powers perspective. The analysis looks at the *purpose* and *effects* of the law to identify its “main thrust” as a first step in determining whether a law falls within a particular head of power (in this case the s. 91(2) general trade and commerce power) (*RJR-MacDonald Inc. v. Canada (Attorney General)*, [1995] 3 S.C.R. 199, at para. 29; *Quebec (Attorney General) v. Lacombe*, 2010 SCC 38, [2010] 2 S.C.R. 453, at para. 20; *Kitkatla Band v. British Columbia (Minister of Small Business, Tourism and Culture)*, 2002 SCC 31, [2002] 2 S.C.R. 146, at para. 53). Incidental effects may be discounted; the search is for the main thrust of the law (*Canadian Western Bank*, at para. 28).

[64] Intrinsic evidence, such as purpose clauses and the general structure of the statute, may reveal the *purpose* of a law. Extrinsic evidence, such as Hansard or other accounts of the legislative process, may also assist in determining a law’s purpose. The *effects* of a law include the legal effect of the text as well as practical consequences of the application of the statute (*Lacombe*, at para. 20; *Kitkatla*, at para. 54).

[65] After analyzing the legislation’s purpose and its effects to determine its main thrust, the inquiry turns to whether the legislation so characterized falls under the head of power said to support it — the classification stage (*Reference re Firearms Act (Can.)*, 2000 SCC 31, [2000] 1 S.C.R. 783, at para. 15). This may require interpretation of the scope of the power. If the main thrust of the legislation is properly classified as falling under a head of power

« courant dominant » du fédéralisme souple, aussi fort soit-il, ne peut autoriser à jeter des pouvoirs spécifiques par-dessus bord, ni à éroder l’équilibre constitutionnel inhérent à l’État fédéral canadien.

#### B. *Le caractère véritable et le double aspect*

[63] Les tribunaux canadiens utilisent l’analyse du « caractère véritable » pour juger de la validité constitutionnelle des lois du point de vue du partage des compétences. Le recours à cette doctrine suppose de se pencher sur l’*objet* et les *effets* de la loi comme première étape pour décider si elle relève d’un chef de compétence donné (en l’espèce, le pouvoir général en matière de trafic et de commerce prévu au par. 91(2)) (*RJR-MacDonald Inc. c. Canada (Procureur général)*, [1995] 3 R.C.S. 199, par. 29; *Québec (Procureur général) c. Lacombe*, 2010 CSC 38, [2010] 2 R.C.S. 453, par. 20; *Bande Kitkatla c. Colombie-Britannique (Ministre des Petites et moyennes entreprises, du Tourisme et de la Culture)*, 2002 CSC 31, [2002] 2 R.C.S. 146, par. 53). Les effets incidents n’importent pas; la démarche consiste, en effet, à trouver le caractère véritable de la loi (*Banque canadienne de l’Ouest*, par. 28).

[64] La preuve intrinsèque, telles les dispositions qui énoncent les objectifs et la structure générale du texte législatif, peut en révéler l’*objet*. La preuve extrinsèque, comme le Hansard ou d’autres comptes rendus du processus législatif, peut aussi contribuer à déterminer quel est l’objet d’un texte législatif. Par ailleurs, les *effets* d’un tel texte s’entendent de son effet juridique ainsi que des conséquences pratiques de son application (*Lacombe*, par. 20; *Kitkatla*, par. 54).

[65] Après qu’ils ont analysé l’objet ainsi que les effets de la loi pour déterminer quel en est le caractère véritable, les tribunaux se penchent sur la question de savoir si la loi, ainsi qualifiée, relève du chef de compétence qui est invoqué pour en soutenir la validité — c’est l’étape de la classification (*Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu (Can.)*, 2000 CSC 31, [2000] 1 R.C.S. 783, par. 15). Il peut alors être nécessaire d’interpréter la portée de la

assigned to the adopting level of government, the legislation is *intra vires* and valid.

[66] Canadian constitutional law has long recognized that the same subject or “matter” may possess both federal and provincial aspects. This means that a federal law may govern a matter from one perspective and a provincial law from another. The federal law pursues an objective that in pith and substance falls within Parliament’s jurisdiction, while the provincial law pursues a different objective that falls within provincial jurisdiction (*Canadian Western Bank*, at para. 30). This concept, known as the double aspect doctrine, allows for the *concurrent application* of both federal and provincial legislation, but it does not create *concurrent jurisdiction* over a matter (in the way, for example, s. 95 of the *Constitution Act, 1867* does for agriculture and immigration).

[67] Canada argues that the main thrust of the proposed Act brings it within the general branch of Parliament’s jurisdiction over trade and commerce. It is to this head of power that we now turn.

#### VI. Section 91(2): The Federal Trade and Commerce Power

[68] Canada contends that securities have evolved in a way that brings the entire field of securities regulation under the general branch of the s. 91(2) trade and commerce power, even if some aspects also fall under provincial competence in relation to property and civil rights in the province. To support this contention, Canada seeks to establish that the main thrust of the Act falls under the s. 91(2) general trade and commerce power. As noted earlier, Canada grounds its submission in support of the Act’s constitutionality entirely on this power.

compétence visée. Si le caractère véritable de la loi est classé à bon droit comme relevant d’un des chefs de compétence du gouvernement qui l’a adoptée, la loi est *intra vires* et valide.

[66] Le droit constitutionnel canadien reconnaît depuis longtemps que le même sujet ou la même « matière » peut avoir à la fois un aspect provincial et un autre fédéral. Ainsi, une loi fédérale peut régir une matière d’un point de vue et une loi provinciale la régir d’un autre point de vue. La loi fédérale vise alors un objectif dont le caractère véritable relève de la compétence du Parlement, tandis que la loi provinciale vise un objectif différent qui relève de la compétence provinciale (*Banque canadienne de l’Ouest*, par. 30). Ce concept, connu sous le nom de doctrine du double aspect, ouvre la voie à l’*application concurrente* de législations fédérale et provinciales, mais ne crée pas de *compétence concurrente* sur une matière (comme le fait, par exemple, l’art. 95 de la *Loi constitutionnelle de 1867* en matière d’agriculture et d’immigration).

[67] Le Canada fait valoir que la loi proposée, de par son caractère véritable, relève du pouvoir général du Parlement en matière de trafic et de commerce. C’est donc maintenant de ce pouvoir dont nous allons traiter.

#### VI. Le paragraphe 91(2) : le pouvoir du fédéral en matière de trafic et de commerce

[68] Selon le Canada, le secteur des valeurs mobilières a évolué de telle manière que l’ensemble du domaine de la réglementation des valeurs mobilières relève du volet général du pouvoir relatif au trafic et au commerce prévu au par. 91(2) — même si certains aspects du secteur relèvent aussi de la compétence provinciale en matière de propriété et de droits civils dans la province. Pour le démontrer, le Canada tente d’établir que le caractère véritable de la Loi relève du pouvoir général en matière de trafic et de commerce prévu au par. 91(2). Comme nous l’avons souligné précédemment, le Canada se fonde uniquement sur ce pouvoir pour étayer sa thèse selon laquelle la Loi est valide sur le plan constitutionnel.



[69] As discussed in the preceding section, as a general rule, determining the validity of a statute proceeds in two steps: (1) identifying the main thrust of the legislation having regard to its purpose and effects; and (2) asking whether the main thrust falls under the head of power said to support it. In this case, the validity of the Act ultimately comes down to the breadth of the general branch of the federal trade and commerce power under s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867*. We therefore turn next to the jurisprudence on s. 91(2).

[70] On its face, the general trade and commerce power (as distinguished from the more specific federal power to regulate interprovincial and international trade and commerce) is broad — so broad that it has the potential to permit federal duplication (and, in cases of conflict, evisceration) of the provincial powers over large aspects of property and civil rights and local matters. This would upset the constitutional balance envisaged by ss. 91 and 92 and undermine the federalism principle. To avoid this result, the trade and commerce power has been confined to matters that are genuinely national in scope and qualitatively distinct from those falling under provincial heads of power relating to local matters and property and civil rights. The essence of the general trade and commerce power is its national focus.

[71] In the delineation of the scope of the general trade and commerce power, courts have been guided by fundamental underlying constitutional principles. The Canadian federation rests on the organizing principle that the orders of government are coordinate and not subordinate one to the other. As a consequence, a federal head of power cannot be given a scope that would eviscerate a provincial legislative competence. This is one of the principles that underlies the Constitution (*Secession Reference*, at para. 58, citing *Re the Initiative*

[69] Comme nous l'avons vu dans la section précédente, l'examen de la validité d'une loi s'effectue normalement en deux temps. Premièrement, il faut déterminer le caractère véritable de la mesure législative, selon son objet et ses effets et, deuxièmement, voir si ce caractère véritable s'inscrit bel et bien dans le chef de compétence avancé. En l'espèce, la validité de la Loi dépend en définitive de la teneur du volet général du pouvoir conféré au législateur fédéral relativement au trafic et au commerce par le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. Il convient donc d'aborder maintenant la jurisprudence portant sur cette disposition.

[70] À première vue, le pouvoir général relatif au trafic et au commerce (qu'il ne faut pas confondre avec la compétence plus particulière du législateur fédéral relative au trafic et au commerce interprovincial et international) est large — si large, qu'il pourrait théoriquement faire double emploi avec celui des provinces quant à de vastes pans des questions de propriété et de droits civils et des questions d'une nature purement locale (et, en cas de conflit, le vider de son essence). Or, une telle interprétation romprait l'équilibre constitutionnel créé par les art. 91 et 92 et minerait le principe du fédéralisme. Pour éviter un tel résultat, les tribunaux ont restreint la portée du pouvoir relatif au trafic et au commerce aux matières d'une nature véritablement nationale et différente sur le plan qualitatif de celles qui sont visées par les chefs de compétence provinciale intéressant les matières locales ainsi que la propriété et les droits civils. L'essence du pouvoir général relatif au trafic et au commerce repose sur son optique nationale.

[71] Pour définir la portée du pouvoir général relatif au trafic et au commerce, les tribunaux se sont fondés sur les principes fondamentaux qui sous-tendent la Constitution. La fédération canadienne repose sur le principe selon lequel les deux ordres de gouvernement sont coordonnés, et non subordonnés. Par conséquent, un chef de compétence fédérale ne saurait se voir attribuer une teneur qui viderait de son essence une compétence provinciale. Il s'agit d'un des principes qui sous-tendent la Constitution (*Renvoi relatif à la sécession*, par. 58,

and Referendum Act, [1919] A.C. 935 (P.C.), at p. 942).

[72] The jurisprudence on the general trade and commerce power reflects this fundamental principle. An overly expansive interpretation of the federal trade and commerce power under s. 91(2) not only would subsume many more specific federal heads of power (e.g., federal power over banking (s. 91(15)), weights and measures (s. 91(17)), bills of exchange and promissory notes (s. 91(18))), but, more importantly, would have the potential to duplicate and perhaps displace, through the paramountcy doctrine, the clear provincial powers over local matters and property and civil rights which embrace trade and commerce in the province. Duff J. (as he then was) expressed this concern in the following manner in *Lawson v. Interior Tree Fruit and Vegetable Committee of Direction*, [1931] S.C.R. 357:

The scope which might be ascribed to head 2, s. 91 (if the natural meaning of the words, divorced from their context, were alone to be considered), has necessarily been limited, in order to preserve from serious curtailment, if not from virtual extinction, the degree of autonomy which . . . the provinces were intended to possess. [p. 366]

[73] The circumscribed scope of the general trade and commerce power can also be linked to another facet of federalism — the recognition of the diversity and autonomy of provincial governments in developing their societies within their respective spheres of jurisdiction. As stated in the *Secession Reference*, “[t]he federal structure of our country also facilitates democratic participation by distributing power to the government thought to be most suited to achieving the particular societal objective having regard to this diversity” (para. 58).

[74] Thus, the starting point is that the general trade and commerce power under s. 91(2) does not

citant l’arrêt *Re the Initiative and Referendum Act*, [1919] A.C. 935 (C.P.), p. 942).

[72] La jurisprudence portant sur le pouvoir général relatif au trafic et au commerce reflète ce principe fondamental. Une interprétation trop large du pouvoir du fédéral conféré par le par. 91(2) aurait pour effet de faire disparaître sous cette rubrique nombre d’autres chefs de compétence fédérale (notamment ceux prévus au par. 91(15) en ce qui concerne les banques, au par. 91(17) quant aux poids et mesures et au par. 91(18) en ce qui a trait aux lettres de change et aux billets promissoires). Elle pourrait aussi surtout mener, par application de la doctrine de la prépondérance fédérale, au dédoublement, voire à la supplantation, des pouvoirs conférés clairement aux provinces sur les matières de nature locale ainsi que sur la propriété et les droits civils, des pouvoirs qui visent notamment le trafic et le commerce sur leur territoire. Le juge Duff (plus tard Juge en chef) a exprimé ainsi sa réserve dans l’arrêt *Lawson c. Interior Tree Fruit and Vegetable Committee of Direction*, [1931] R.C.S. 357 :

[TRADUCTION] La portée qu’on pourrait attribuer à la rubrique n° 2, art. 91 (s’il fallait considérer uniquement le sens ordinaire des mots, hors contexte) a été nécessairement restreinte, afin de préserver de toute diminution, sinon d’extinction effective, le degré d’autonomie dont les provinces étaient destinées à jouir . . . [p. 366]

[73] La portée circonscrite du pouvoir général relatif au trafic et au commerce participe également d’une autre facette du fédéralisme, soit la reconnaissance de la diversité des gouvernements provinciaux et de leur autonomie à concevoir leur société comme ils l’entendent dans les sphères qui relèvent d’eux. Pour reprendre un extrait du *Renvoi relatif à la sécession* : « La structure fédérale de notre pays facilite aussi la participation à la démocratie en conférant des pouvoirs au gouvernement que l’on croit le mieux placé pour atteindre un objectif sociétal donné dans le contexte de cette diversité » (par. 58).

[74] Par conséquent, nous partons du principe que le pouvoir général relatif au trafic et au commerce

encompass all trade and commerce; the power is necessarily circumscribed. At the same time, failure to give meaningful scope to the general trade and commerce power would violate the notion of balance between the federal and provincial orders of government inherent in the division of powers and impermissibly amend the Constitution.

[75] It is unnecessary to trace all the cases that have considered s. 91(2) since 1867. The first and still a leading statement of the scope of the trade and commerce power is found in *Parsons*. In that case, the Judicial Committee of the Privy Council established that a literal interpretation of the words “[t]he Regulation of Trade and Commerce” in s. 91(2) was inappropriate given the balance of powers established in the *Constitution Act, 1867*. *Parsons* also established the twin branches of the s. 91(2) power: (1) interprovincial and international trade and commerce; and (2) general trade and commerce (“general regulation of trade affecting the whole dominion” (p. 113)). The Judicial Committee further held that s. 91(2) does not include the power to regulate the contracts of a particular business or trade (p. 113).

[76] In the late 1970s and early 1980s, this Court revisited the general trade and commerce power. The “modern” trade and commerce cases have affirmed *Parsons* and taken up the task of developing indicia for matters that would properly fall within the general branch of s. 91(2) — an effort that culminated with the five indicia proposed in *General Motors of Canada Ltd. v. City National Leasing*, [1989] 1 S.C.R. 641. The test set forth in *General Motors*, to which we will shortly return, finds its origin in *Attorney General of Canada v. Canadian National Transportation, Ltd.*, [1983] 2 S.C.R. 206. In that case, Dickson J. (as he then was) emphasized the balance that *Parsons* sought to maintain, and built on indicia relied on

conféré par le par. 91(2) n’inclut pas toutes les questions touchant à ces sujets; il est nécessairement circonscrit. Cela étant dit, omettre de lui donner une portée significative porterait atteinte à l’équilibre — inhérent au partage des compétences — établi entre les ordres de gouvernement fédéral et provincial et emporterait une modification de la Constitution d’une manière qui n’est pas permise.

[75] Nul besoin d’énumérer tous les arrêts portant sur le par. 91(2) depuis 1867, mais le premier, *Parsons*, offre une description du champ de compétence relatif au trafic et au commerce qui est toujours pertinente. Dans cet arrêt, le Comité judiciaire du Conseil privé a établi qu’il ne convient pas d’interpréter littéralement le terme « [l]a réglementation du trafic et du commerce » qui figure au par. 91(2), compte tenu du partage des pouvoirs établi par la *Loi constitutionnelle de 1867*. C’est aussi à l’arrêt *Parsons* qu’on doit la distinction des deux volets de la compétence conférée par le par. 91(2), soit, d’une part, celui relatif au trafic et au commerce interprovinciaux et internationaux et, d’autre part, le pouvoir général en matière de trafic et de commerce (soit [TRADUCTION] « la réglementation générale des échanges s’appliquant à tout le Dominion » (p. 113)). Le Comité judiciaire a, en outre, conclu que le par. 91(2) n’englobe pas le pouvoir de réglementer les contrats relatifs à un domaine en particulier (p. 113).

[76] À la fin des années 70 et au début des années 80, la Cour s’est à nouveau penchée sur le pouvoir général relatif au trafic et au commerce. Ces arrêts, dits « modernes », ont confirmé les principes établis dans *Parsons* et se sont attachés à élaborer des critères servant à déterminer les matières qui ressortissent effectivement au pouvoir général visé par le par. 91(2) — un effort qui a culminé avec l’énoncé des cinq critères proposés dans *General Motors of Canada Ltd. c. City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641. Le test énoncé dans cet arrêt, auquel nous reviendrons sous peu, tire son origine de *Procureur général du Canada c. Transports Nationaux du Canada, Ltée*, [1983] 2 R.C.S. 206. Dans cette affaire, le juge Dickson (plus tard Juge

by Laskin C.J. in *MacDonald v. Vapor Canada Ltd.*, [1977] 2 S.C.R. 134.

[77] The issue in *Canadian National Transportation* was whether the Attorney General of Canada, as distinguished from provincial attorneys general, could prosecute offences under the criminal law provisions of the *Combines Investigation Act*, R.S.C. 1970, c. C-23. The Court held that the Attorney General of Canada could do so, the majority relying on the federal criminal law power. Dickson J., while agreeing that the criminal law power could in principle validate the legislation, relied on s. 91(2) to support the federal power to prosecute combines offences.

[78] Emphasizing the need to maintain constitutional balance, Dickson J. suggested that s. 91(2) applied to matters of “general interest throughout the Dominion” (p. 261, citing *John Deere Plow Co. v. Wharton*, [1915] A.C. 330 (P.C.), at p. 340). The general interest test, he said, should be read with a view to the fact that an “overly literal conception of ‘general interest’ will endanger the very idea of the local” (p. 266). At the same time, Dickson J. warned, “there are equal dangers in swinging the telescope the other way around. The forest is no less a forest for being made up of individual trees” (p. 266).

[79] In the end, Dickson J. opined that to fall under s. 91(2), legislation must be “qualitatively different from anything that could practically or constitutionally be enacted by the individual provinces either separately or in combination” (p. 267 (emphasis added)). The focus of the legislation must be general, although its effects may have local impact. He contrasted laws directed at “general regulation of the national economy” with laws “merely aimed at centralized control over a large number of local economic entities”, indicating that

en chef) a insisté sur l’équilibre que l’arrêt *Parsons* visait à maintenir et s’est inspiré des critères sur lesquels s’était fondé le juge en chef Laskin dans *MacDonald c. Vapor Canada Ltd.*, [1977] 2 R.C.S. 134.

[77] L’affaire *Transports Nationaux du Canada* soulevait la question de savoir si le procureur général du Canada, par opposition à ceux des provinces, est habilité à mener des poursuites en vertu des dispositions criminelles de la *Loi relative aux enquêtes sur les coalitions*, S.R.C. 1970, ch. C-23. Les juges majoritaires ont répondu par l’affirmative, faisant reposer leur conclusion sur le pouvoir conféré au Parlement en matière criminelle. Tout en souscrivant à l’opinion selon laquelle le pouvoir en matière de droit criminel pouvait, en principe, valider la loi, le juge Dickson a rattaché, pour sa part, au par. 91(2) la compétence fédérale de poursuivre en cas de coalitions.

[78] Mettant l’accent sur la nécessité de maintenir l’équilibre constitutionnel, le juge Dickson a laissé entendre que le par. 91(2) englobe des matières d’« intérêt général dans tout le pays » (p. 261, citant l’arrêt *John Deere Plow Co. c. Wharton*, [1915] A.C. 330 (C.P.), p. 340). À son avis, le critère de l’intérêt général devrait être interprété en tenant compte du fait qu’une « conception trop littérale de [cette notion] met en danger l’idée même de l’intérêt local » (p. 266). Cela étant dit, il a émis la mise en garde suivante : « . . . l’inverse est tout aussi dangereux. Il ne faut pas qu’à force d’insister sur le particulier on vienne à négliger l’ensemble » (p. 266).

[79] Ultimement, le juge Dickson a décrit en ces termes la loi qui relève du par. 91(2) : « Du point de vue qualitatif, une pareille législation est différente de ce que les provinces, agissant séparément ou conjointement, pourraient pratiquement ou constitutionnellement adopter » (p. 267 (nous soulignons)). La loi doit avant tout revêtir un caractère général, même si elle peut avoir des incidences locales. Il a établi une distinction entre les lois constituant « une réglementation générale de l’économie nationale et celles qui ont simplement pour objet d’assurer un

only the former fit within the purview of s. 91(2) (p. 267).

[80] In *General Motors*, the issue was the constitutionality of a civil right of action conferred by a provision of the federal *Combines Investigation Act*. Dickson C.J. delivered the opinion of the Court, upholding the right to a civil action and the statute generally under s. 91(2). Adopting his analysis in *Canadian National Transportation*, he emphasized the need to strike a balance between ss. 91(2) and 92(13). He went on to suggest five indicia of federal competence: (1) whether the impugned law is part of a general regulatory scheme; (2) whether the scheme is under the oversight of a regulatory agency; (3) whether the legislation is concerned with trade as a whole rather than with a particular industry; (4) whether it is of such a nature that provinces, acting alone or in concert, would be constitutionally incapable of enacting it; and (5) whether the legislative scheme is such that the failure to include one or more provinces or localities in the scheme would jeopardize its successful operation in other parts of the country (pp. 661-62).

[81] Dickson C.J. explained that where the general trade and commerce power is advanced as a ground of constitutional validity, a “careful case by case analysis remains appropriate” (*General Motors*, at p. 663). He further cautioned that the indicia of validity are not exhaustive, nor is it necessary that they be present in every case (pp. 662-63). He noted that the final three share a common theme — namely “that the scheme of regulation [must be] national in scope and that local regulation would be inadequate” (p. 678). He held that the regulation of competition met the test because it was not an issue of purely local concern but “one of crucial importance for the national economy” (p. 678). If the federal government were not able to legislate, there would be a gap, in practical effect, in the distribution of legislative powers.

contrôle centralisé sur un grand nombre d’entités économiques locales », précisant que seules les premières relèvent du par. 91(2) (p. 267).

[80] L’arrêt *General Motors* mettait en cause la constitutionnalité du droit d’action de nature civile prévu par une disposition de la *Loi relative aux enquêtes sur les coalitions*, une loi fédérale. Le juge en chef Dickson a rédigé l’opinion de la Cour qui a confirmé la validité du droit d’intenter un recours civil et de la loi en général en vertu du par. 91(2). Reprenant l’analyse qu’il avait faite dans *Transports Nationaux du Canada*, il a réitéré le besoin d’établir un équilibre entre les par. 91(2) et 92(13) et formulé cinq critères permettant de conclure à la compétence fédérale : (1) La mesure législative contestée s’inscrit-elle dans un régime général de réglementation? (2) Le régime fait-il l’objet de surveillance par un organisme de réglementation? (3) La mesure législative porte-t-elle sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier? (4) Le régime est-il d’une nature telle que la Constitution n’habiliterait pas les provinces, seules ou de concert, à l’adopter? (5) L’omission d’inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités dans le régime législatif en compromettrait-elle l’application dans d’autres parties du pays? (p. 661-662).

[81] Le juge en chef Dickson a expliqué que lorsque le pouvoir général en matière de trafic et de commerce est invoqué pour fonder la validité constitutionnelle, un « examen méticuleux de chaque cas demeure approprié » (*General Motors*, p. 663). Il a, en outre, précisé que cette liste de critères de validité n’est pas exhaustive et que la présence de tous les éléments qui la constituent n’est pas nécessaire dans chaque cas (p. 662-663). Il a fait remarquer que les trois derniers critères ont cela de commun « que le [régime] de réglementation [doit être] de portée nationale et qu’une réglementation locale serait insuffisante » (p. 678). Il est arrivé à la conclusion que la réglementation de la concurrence satisfaisait à ces critères, car il s’agissait d’une question non pas d’intérêt purement local, mais « d’importance capitale pour l’économie canadienne » (p. 678). Si le Parlement était incapable de légiférer à cet égard, c’est qu’il y aurait, en pratique, une lacune dans le partage des pouvoirs législatifs.



[82] This Court confirmed this approach in *Kirkbi AG v. Ritvik Holdings Inc.*, 2005 SCC 65, [2005] 3 S.C.R. 302, holding, *per* LeBel J., that the federal *Trade-marks Act*, R.S.C. 1985, c. T-13, was concerned with trade as a whole rather than trade within a particular industry, since trademarks “apply across and between industries in different provinces” (para. 29).

[83] When *Canadian National Transportation, General Motors* and *Kirkbi AG* are read together, a common theme emerges. Provided the law is part of a general regulatory scheme aimed at trade and commerce under oversight of a regulatory agency, it will fall under the general federal trade and commerce power if the matter regulated is genuinely national in importance and scope. To be genuinely national in importance and scope, it is not enough that the matter be replicated in all jurisdictions throughout the country. It must, to use the phrase in *General Motors*, be something that the provinces, acting either individually or in concert, could not effectively achieve. To put it another way, the situation must be such that if the federal government were not able to legislate, there would be a constitutional gap. Such a gap is constitutional anathema in a federation.

[84] The *General Motors* indicia continue to offer an appropriate analytical framework for addressing the question of whether a law is validly adopted under the general trade and commerce power. These indicia are not cast in stone and are interrelated and overlapping. The first two indicia may be viewed as directed at identifying the required formal structure: a federal regulatory scheme under the oversight of a regulator. The final three indicia go to whether federal regulation is constitutionally appropriate. They direct our attention to whether the matter is one of genuine national importance and scope that goes to trade as a whole in a way that is distinct from provincial concerns, thus invoking Parliament’s unique ability

[82] La Cour, sous la plume du juge LeBel, a confirmé cette approche dans *Kirkbi AG c. Gestions Ritvik*, 2005 CSC 65, [2005] 3 R.C.S. 302, concluant que la *Loi sur les marques de commerce*, L.R.C. 1985, ch. T-13, une loi fédérale, touche le commerce dans son ensemble, et non un secteur en particulier, étant donné que les marques de commerce intéressent « tous les secteurs d’activité des différentes provinces » (par. 29).

[83] Un thème commun se dégage à la lecture des arrêts *Transports Nationaux du Canada, General Motors* et *Kirkbi AG*. Dans la mesure où la loi s’inscrit dans un régime général de réglementation visant le trafic et le commerce et faisant l’objet d’une surveillance par un organisme de réglementation, elle relève du pouvoir fédéral général relatif au trafic et au commerce si la matière réglementée revêt véritablement une importance et une portée nationales. Pour que soit établi ce dernier élément, il ne suffit pas de démontrer que la même matière se retrouve dans tous les ressorts du pays. Pour reprendre les termes employés dans *General Motors*, il doit s’agir de mesures que les provinces seraient incapables d’adopter, dans les faits, qu’elles agissent seules ou de concert. Autrement dit, il faut que la situation soit telle qu’une lacune constitutionnelle résulterait de l’incapacité du Parlement à légiférer dans ce domaine. Or, une telle lacune répugne sur le plan constitutionnel à l’esprit fédératif.

[84] Les critères établis dans *General Motors* demeurent un cadre analytique adéquat permettant de juger de la validité d’une loi adoptée en vertu du pouvoir général en matière de trafic et de commerce. Ces critères ne sont toutefois pas immuables, mais sont reliés et se chevauchent. On peut considérer que les deux premiers critères servent à établir l’existence de la structure formelle nécessaire : un régime fédéral de réglementation faisant l’objet de surveillance par un organisme de réglementation. Cela étant fait, les trois derniers critères permettent de juger si la réglementation fédérale est appropriée sur le plan constitutionnel. Ils nous amènent à nous demander si la matière en est une d’importance et de portée véritablement nationales touchant le commerce

to effectively deal with economic issues of this category.

[85] The result is a balanced approach that preserves a meaningful role for federal regulation under s. 91(2), without endangering “the very idea of the local” in provincial commercial regulation. The *General Motors* test asks whether the subject of a federal law presents a distinct federal aspect falling within the general branch of the trade and commerce power. Under the double aspect doctrine, federal legislation adopted from this distinct perspective will be constitutional even if the matter, considered from another perspective, also falls within a provincial head of power. In the end, the *General Motors* test is aimed at preserving the balance that lies at the heart of the principle of federalism, which demands that a federal head of power not be given such scope that it would eviscerate a provincial legislative competence.

[86] Before turning to whether the Act falls within s. 91(2), it may be useful to illustrate what it means to be a matter of genuine national importance and scope within the *General Motors* test, by looking at a matter that has been held to fall within the federal trade and commerce power — competition law.

[87] Competition, as Dickson C.J. observed in *General Motors*, “is not an issue of purely local concern but one of crucial importance for the national economy” (p. 678). It is a “*genre* of legislation that could not practically or constitutionally be enacted by a provincial government” (p. 683, citing *Canadian National Transportation*, at p. 278 (italics in original)). Competition law is not confined to a set group of participants in an organized trade, nor is it limited to a specific location in Canada. Rather, it is a diffuse matter that permeates the economy as a whole, as “[t]he deleterious effects of anti-competitive practices transcend provincial boundaries” (p. 678). Anti-competitive behaviour

dans son ensemble d’une façon distincte des enjeux provinciaux, ce qui reflète la faculté unique du Parlement de traiter effectivement des questions économiques appartenant à cette catégorie.

[85] Il en résulte une démarche équilibrée qui réserve un rôle utile à une réglementation fédérale adoptée en vertu du par. 91(2), sans toutefois mettre en péril « l’idée même de l’intérêt local » dans la réglementation provinciale en matière commerciale. Selon le test établi dans *General Motors*, il faut se demander si le sujet d’une loi fédérale présente un aspect fédéral distinct qui ressortit au volet général du pouvoir de réglementation du trafic et du commerce. Suivant la doctrine du double aspect, la législation fédérale adoptée sous cet angle distinct sera constitutionnelle même si la matière, vue d’un autre angle, relève également d’un champ de compétence provinciale. En fin de compte, le test établi dans *General Motors* vise à préserver l’équilibre sur lequel repose le principe directeur du fédéralisme, qui ne peut admettre qu’un chef de compétence fédérale se voit attribuer une teneur qui viderait de son essence une compétence législative provinciale.

[86] Avant de nous pencher sur la question de savoir si la Loi relève du par. 91(2), il pourrait être utile d’illustrer le critère de l’importance et de la portée véritablement nationales au sens où le conçoit *General Motors* par un exemple jugé relever du pouvoir fédéral relatif au trafic et au commerce, soit la législation sur la concurrence.

[87] Comme le fait remarquer le juge en chef Dickson dans l’arrêt *General Motors*, la concurrence « est une question non pas d’intérêt purement local mais d’importance capitale pour l’économie canadienne » (p. 678). Il s’agit « du genre de législation qu’il serait pratiquement et constitutionnellement impossible à un gouvernement provincial d’adopter » (p. 683, citant *Transports Nationaux du Canada*, p. 278). La législation sur la concurrence ne touche pas que les acteurs d’un secteur donné du commerce ou un seul endroit du pays. Il s’agit plutôt d’un vaste domaine qui imprègne l’économie dans son ensemble, compte tenu du fait que « [l]es effets néfastes de pratiques monopolistiques dépassent

subjected to weak standards in one province could distort the fairness of the entire Canadian market. This national dimension, as the Court observed, must be regulated federally, or not at all (p. 683, citing *Canadian National Transportation*, at p. 278). Failure by one province to legislate or the absence of a uniform set of rules applicable throughout the country would render the market vulnerable.

[88] The federal power to regulate competition in Canada does not deprive the provinces of the ability to deal with competition in the exercise of their legislative powers in fields such as consumer protection, labour relations and marketing (*General Motors*, at p. 682). Competition law is in pith and substance federal because in purpose and effect its concerns are of national importance and scope. While it deals with contracts and conduct within the province, it touches only their federal aspect and does so in a manner and from a perspective that is distinct from provincial regulation. Thus, its main thrust remains federal.

[89] In sum, competition law illustrates how the indicia set out in *General Motors* function to identify a matter that properly falls under s. 91(2). The general trade and commerce power cannot be used in a way that denies the provincial legislatures the power to regulate local matters and industries within their boundaries. Nor, by the same token, can the power of the provinces to regulate property and civil rights within the province deprive the federal Parliament of its powers under s. 91(2) to legislate on matters of genuine national importance and scope — matters that transcend the local and concern Canada as a whole.

[90] We would add that, in applying the *General Motors* test, one should not confuse what is optimum as a matter of policy and what is constitutionally permissible. The fifth *General Motors*

les frontières provinciales » (p. 678). En effet, des tactiques monopolistiques employées dans une province ayant adopté des normes faibles à cet égard risquent d'altérer l'équité du marché canadien dans sa totalité. Comme l'a fait observer la Cour, cette dimension nationale, c'est au fédéral — et à nul autre — qu'il appartient de la réglementer (p. 683, citant *Transports Nationaux du Canada*, p. 278). L'absence de législation dans une province ou d'un corps de règles uniformes applicables d'un bout à l'autre du pays fragiliserait le marché.

[88] Le pouvoir fédéral de réglementer la concurrence au Canada ne prive pas les provinces de celui d'en traiter dans l'exercice de leurs pouvoirs législatifs dans des domaines comme la protection du consommateur, les relations de travail et la commercialisation (*General Motors*, p. 682). La législation sur la concurrence, de par son caractère véritable, relève du fédéral, et ce, parce que son objet et ses effets concernent des questions d'une importance et d'une portée nationales. Bien qu'elle régie les contrats et les pratiques dans la province, la mesure législative qui était en cause n'en aborde que les aspects fédéraux, ce qu'elle fait de manière et d'un point de vue distincts de la réglementation provinciale. Ainsi, son caractère véritable demeure de compétence fédérale.

[89] En somme, l'exemple de la concurrence nous permet d'illustrer l'application des critères établis dans *General Motors* pour déterminer si une matière relève effectivement du par. 91(2). Le pouvoir général relatif au trafic et au commerce ne peut servir à priver les législatures provinciales du pouvoir de réglementer les affaires de nature locale et l'industrie à l'intérieur de leurs frontières, pas plus que le pouvoir des législatures de réglementer la propriété et les droits civils dans la province ne peut priver le Parlement du pouvoir que lui confère le par. 91(2) de légiférer sur des questions d'importance et de portée véritablement nationales qui transcendent la nature locale et concernent tout le pays.

[90] Ajoutons qu'en appliquant le test formulé dans *General Motors*, il ne faut pas confondre ce qui constitue une politique optimale et ce que permet la Constitution. Certes, le cinquième critère établi

criterion, it is true, asks whether failure of one or more provinces to participate in the regulatory scheme would “jeopardize the successful operation of the scheme in other parts of the country” (p. 662). However, the reference to “successful operation” should not be read as introducing an inquiry into what would be the best resolution in terms of policy. Efficaciousness is not a relevant consideration in a division of powers analysis (see *Reference re Firearms Act (Can.)*, at para. 18). Similarly, references in past cases to promoting fair and effective commerce should be understood as referring to constitutional powers that, because they are essential in the national interest, transcend provincial interests and are truly national in importance and scope. Canada must identify a federal aspect distinct from that on which the provincial legislation is grounded. The courts do not have the power to declare legislation constitutional simply because they conclude that it may be the best option from the point of view of policy. The test is not which jurisdiction — federal or provincial — is thought to be best placed to legislate regarding the matter in question. The inquiry into constitutional powers under ss. 91 and 92 of the *Constitution Act, 1867* focuses on legislative competence, not policy.

VII. Application: Does the Proposed Act Fall Within Section 91(2)?

[91] Where particular provisions of a statute are challenged, the proper approach is to focus on the constitutionality of those provisions, read in the context of the statute as a whole (*General Motors, Kitkatla* and *Kirkbi AG*). Here, the issue, as framed by the reference question, is the constitutionality of a single, integrated regulatory scheme. It stands or falls as a whole. The question is whether the sum of its particular provisions, read together, falls within the general trade and commerce power, on the test set out above.

[92] To answer this question, we must identify the main thrust of the proposed legislation having

dans *General Motors* soulève la question de savoir si l’omission par une ou plusieurs provinces de participer au régime de réglementation « compromettrait l’application [du régime national] dans d’autres parties du pays » (p. 662). Toutefois, il ne faut pas considérer que ce critère a pour effet d’obliger le tribunal à se demander quelle politique constitue le choix optimal. L’efficacité de la loi ne constitue pas une considération pertinente dans l’analyse portant sur le partage des compétences (voir *Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu (Can.)*, par. 18). Dans le même ordre d’idée, il faut reconnaître dans les observations judiciaires qui ont prôné l’équité et l’efficacité du commerce un lien avec les pouvoirs constitutionnels qui, parce qu’ils sont essentiels dans l’intérêt national, transcendent les intérêts provinciaux et revêtent une importance et une portée véritablement nationales. Le Canada doit invoquer un aspect fédéral distinct de celui sur lequel repose la législation provinciale. Les tribunaux ne sont pas habilités à confirmer la validité de lois pour le simple motif qu’elles constituent, selon eux, la politique optimale. Il ne s’agit pas de déterminer quel ordre de gouvernement — fédéral ou provincial — est considéré comme étant le mieux placé pour légiférer en la matière. L’analyse des pouvoirs constitutionnels conférés par les art. 91 et 92 de la *Loi constitutionnelle de 1867* porte non pas sur les politiques, mais sur la compétence législative.

VII. Application : la loi proposée relève-t-elle du par. 91(2)?

[91] Lorsque certaines dispositions d’une loi sont contestées, il convient de se pencher avant tout sur leur constitutionnalité, à la lumière du texte législatif dans son ensemble (*General Motors, Kitkatla* et *Kirkbi AG*). En l’espèce, la question soumise par renvoi porte sur la constitutionnalité d’un régime unique et intégré de réglementation. C’est en tant que tout qu’il sera jugé valide ou non. La question à trancher est donc celle de savoir si la somme des dispositions de ce régime, considérées ensemble, relève du pouvoir général en matière de trafic et de commerce selon le test énoncé précédemment.

[92] Pour répondre à cette question, nous devons cerner ce qu’est le caractère véritable de la loi

regard to its purpose and effects, and then ask whether the scheme, thus characterized, meets the indicia set out in *General Motors*.

A. *The Purpose and Effects of the Act*

[93] The first step in the pith and substance analysis is to ascertain the purpose and effects of the Act, viewed as a single, comprehensive scheme.

[94] The task at this stage is not to determine conclusively whether the legislation is provincial or federal in nature — that is the ultimate question of the division of powers analysis — but only to ascertain its main thrust. In some cases, determining the main thrust of a law will be pivotal in terms of its ultimate constitutional validity. In others, validity may depend on close analysis of the constitutional power that is said to support it. As we will see, this case is of the latter sort. While we must ascertain what the Act seeks to do and does, saying at the outset that it is in pith and substance “national” or “federal” simply begs the final question.

[95] Turning first to purpose, the Act’s preamble states that Canada intends to create a single Canadian securities regulator. This is consistent with previous proposals for such a body. As discussed earlier, the idea of a single Canadian securities regulator has been percolating for more than 50 years. The Act represents the culmination of sustained efforts towards unification of the provincial securities regulatory regimes. Section 9 of the proposed Act reveals the legislation’s broader, underlying purposes: to provide investor protection, to foster fair, efficient and competitive capital markets and to contribute to the integrity and stability of Canada’s financial system.

[96] The immediate object of the Act — to create a national securities regulator — does not shed much light on whether the subject matter of the Act

proposée quant à son objet et quant à ses effets; ensuite, nous devons nous demander si le régime, à la lumière de cette caractérisation, satisfait aux critères établis dans *General Motors*.

A. *L’objet et les effets de la Loi*

[93] La première étape pour circonscrire le caractère véritable du régime législatif consiste à dégager l’objet et les effets de la Loi — considérée sous l’angle d’un régime unique complet.

[94] À cette étape, il s’agit non pas de déterminer de manière concluante que la Loi, de par sa nature, relève de la compétence soit des législatures provinciales, soit du Parlement — c’est là l’ultime volet de l’analyse du partage des compétences —, mais plutôt exclusivement d’en dégager le caractère véritable. Or, dans certains cas, cette étape se révèle déterminante quant à la validité constitutionnelle de la mesure législative; dans d’autres, la validité résulte d’une analyse attentive du pouvoir constitutionnel invoqué. Comme nous le verrons plus loin, la présente affaire appartient à la seconde catégorie. Bien qu’il faille cerner l’objet et les effets de la Loi, conclure dès le départ que le texte est « national » ou « fédéral », de par son caractère véritable, revient à répondre d’avance à la question finale.

[95] Examinons d’abord l’objet. Le préambule de la Loi révèle que le Canada entend créer un seul organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières. L’initiative s’inscrit dans la lignée d’autres propositions visant la création d’un tel régulateur. Rappelons à ce sujet que l’idée circule depuis plus de 50 ans. Cette Loi est le fruit d’efforts soutenus visant l’unification des régimes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières. L’article 9 de la loi proposée révèle les objets sous-jacents et plus larges de cette dernière soit : protéger les investisseurs, établir des mécanismes visant à garantir des marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs et contribuer à l’intégrité et à la stabilité du système financier canadien.

[96] L’objet immédiat de la Loi — soit de créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières — ne nous éclaire pas vraiment quant



is federal or provincial. It is equally consistent with the federal government's contention and with the contention of the opposing provinces that the Act is simply a provincial securities act writ large.

[97] The broader purposes set forth in s. 9 send a mixed message. One goal is investor protection, which, without more, has historically been a provincial responsibility under s. 92(13). Another goal is to foster fair, efficient and competitive capital markets. Opponents of the Act argue that these are properly provincial responsibilities. The federal government, on the other hand, argues that fostering fair, efficient and competitive capital markets, viewed from a pan-Canadian perspective, also falls under the general trade and commerce power. The third stated goal — to contribute to the integrity and stability of Canada's financial system — also has a federal aspect.

[98] This brings us to the effects of the proposed federal scheme. We must look not only at the direct effects of the legislation, but also at the follow-through effects the legislation may be expected to produce (*Kitkatla*).

[99] The direct effect of the proposed Act is to establish a federal securities regulation scheme. If implemented as contemplated, all provinces and territories will eventually join the scheme. This will produce follow-through effects. Once a sufficient number of jurisdictions opt in, the current provincial and territorial securities regulation schemes will be effectively displaced. Indeed, in order to be included in the comprehensive regulatory scheme created by the Act, provinces and territories must suspend their own securities laws. The follow-through effects of the proposed Act will therefore be to subsume the existing provincial and territorial legislative schemes governing securities under the federal regulation scheme.

à la question de savoir si le sujet de la Loi relève du fédéral ou des provinces. Il est tout aussi compatible avec la prétention du gouvernement fédéral qu'avec celle des provinces qui contestent la Loi et pour qui cette dernière n'est qu'une loi provinciale sur les valeurs mobilières.

[97] Les objets plus larges énoncés dans l'art. 9 transmettent un message contradictoire. Un des objectifs consiste à protéger les investisseurs, ce qui, pris isolément, constitue traditionnellement une responsabilité provinciale conférée par le par. 92(13). Un autre objectif consiste à établir des mécanismes visant à garantir des marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs. Les opposants à la Loi soutiennent qu'il s'agit de responsabilités proprement provinciales. Le gouvernement fédéral soutient, pour sa part, que ce deuxième objectif, considéré sous l'angle pancanadien, relève également du pouvoir général en matière de trafic et de commerce. Finalement, le troisième objet énoncé — soit, contribuer à l'intégrité et à la stabilité du système financier canadien — comporte aussi un aspect fédéral.

[98] Nous devons aussi nous pencher sur les effets du régime fédéral proposé. Pour ce faire, nous devons examiner non seulement les effets directs de la Loi, mais également ceux dont on peut s'attendre qu'ils découleront de la Loi (*Kitkatla*).

[99] La loi proposée a pour effet direct d'établir un régime fédéral de réglementation des valeurs mobilières. Si sa mise en œuvre se déroule comme prévu, toutes les provinces et tous les territoires y adhéreront un jour ou l'autre. Il en résultera forcément certains effets. L'adhésion d'un nombre suffisant de ressorts aura pour corollaire la supplantation effective des régimes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières en place. En effet, pour participer à ce régime complet créé par la Loi, les provinces et les territoires seront tenus de suspendre l'application de leurs propres lois relatives aux valeurs mobilières. La loi proposée aura donc pour effets, en corollaire, que les régimes législatifs actuels des provinces et des territoires en matière de valeurs mobilières seront remplacés par le régime fédéral de réglementation.

[100] A detailed look at the provisions of the Act confirms that once in place, it will regulate many matters which Canada concedes also fall within the provincial power over property and civil rights under s. 92(13). Parts 1 and 2 establish regulatory oversight mechanisms. These are followed by a number of provisions broadly pertaining to the registration of persons. To this end, Part 3 of the Act gives the Chief Regulator the power to recognize a person as a self-regulatory organization, an exchange, a clearing agency and an auditor oversight organization (s. 64). These bodies must in turn regulate standards of practice and business conduct of participants in the securities industry (s. 66). Part 4, in similar vein, provides the Chief Regulator with the authority to designate a person as a credit rating organization, an investor compensation fund, a dispute resolution service, an information processor, a trade repository or another entity that provides a market participant with prescribed services (s. 73). Designation engages information sharing duties (s. 74). Part 5 requires registration of dealers, advisers and investment fund managers (s. 76). Parts 6, 7, 8 and 9 deal with the registration of securities, public information on securities and the monitoring of securities and issuers. Other provisions of the Act set standards for trading. For instance, Part 10 prohibits misrepresentations (s. 114), market manipulation (s. 116), insider trading (s. 117(1)), tipping (s. 117(2)) and other unfair practices. It also contains certain standards of conduct and obligations to avoid conflicts of interest that pertain to registered persons (see, e.g., ss. 109 to 113). Finally, Part 11 locks these routine regulatory provisions in place by establishing a scheme for the administration and enforcement of the Act.

[100] Un examen détaillé de ses dispositions vient confirmer que la Loi aura pour effet de réglementer de nombreuses matières qui, comme le concède le Canada, relèvent aussi du pouvoir provincial quant à la propriété et aux droits civils visé au par. 92(13). Les parties 1 et 2 établissent les mécanismes de surveillance de l'organisme de réglementation. Elles sont suivies d'un certain nombre de dispositions intéressant généralement l'inscription de personnes. Ainsi, la partie 3 de la Loi habilite le régulateur en chef à reconnaître une personne à titre d'organisme d'autorégulation, de bourse, d'agence de compensation ou d'organisme de surveillance des vérificateurs (art. 64). Cette reconnaissance est assortie, pour ces entités, de la responsabilité de régir les normes d'exercice et de déontologie que doivent respecter les participants à l'industrie des valeurs mobilières (art. 66). Dans le même ordre d'idées, la partie 4 habilite le régulateur en chef à désigner une personne à titre d'organisme de notation, de fonds d'indemnisation des investisseurs, de service en matière de règlement des différends, d'agence de traitement de l'information, de répertoire des opérations ou de toute autre entité qui fournit des services réglementaires à des participants du marché (art. 73). Une telle désignation entraîne certaines obligations de communiquer des renseignements (art. 74). La partie 5 exige l'inscription des courtiers, des conseillers et des gestionnaires de fonds d'investissement (art. 76). Les parties 6, 7, 8 et 9 touchent l'inscription des valeurs mobilières, la communication au public de renseignements sur les valeurs mobilières et la surveillance des valeurs mobilières et de leurs émetteurs. D'autres dispositions de la Loi fixent les normes applicables aux négociations. À titre d'exemple, mentionnons des pratiques déloyales interdites par la partie 10 tels la présentation inexacte des faits (art. 114), la manipulation du marché (art. 116), les opérations d'initiés (par. 117(1)) et les tuyaux (par. 117(2)). Cette partie établit également certaines normes de pratique et des règles applicables aux inscrits visant à éviter les conflits d'intérêts (voir, p. ex., les art. 109 à 113). Finalement, la partie 11 assure le respect de ces dispositions réglementaires de base en établissant un régime d'exécution et de contrôle de l'application de la Loi.

[101] The effect of these provisions is in essence to duplicate legislative schemes enacted by provincial legislators exercising their jurisdiction over property and civil rights under s. 92(13) of the *Constitution Act, 1867*.

[102] Against this, Canada argues that what appears, on superficial inspection, to be duplication of provincial legislation is in fact directed at distinct federal concerns — preserving fair, efficient and competitive capital markets throughout Canada and ensuring the integrity and stability of Canada’s financial system. Duplication of provincial provisions, Canada correctly points out, does not mean that there is no federal aspect that can support the Act. Moreover, Canada argues that the Act is not merely duplicative. It includes provisions that go beyond provincial powers. For example, it contains provisions for the control of systemic risk and for data collection on a nationwide basis, something Canada argues cannot be accomplished at the provincial level.

[103] Systemic risks have been defined as “risks that occasion a ‘domino effect’ whereby the risk of default by one market participant will impact the ability of others to fulfil their legal obligations, setting off a chain of negative economic consequences that pervade an entire financial system” (M. J. Trebilcock, *National Securities Regulator Report* (2010), Reference Record, vol. I, 222, at para. 26). By definition, such risks can be evasive of provincial boundaries and usual methods of control. The proposed legislation is aimed in part at responding to systemic risks threatening the Canadian market viewed as a whole. Without attempting an exhaustive enumeration, the following provisions of the proposed Act would appear to address or authorize the adoption of regulations directed at systemic risk: ss. 89 and 90 relating to derivatives, s. 126(1) on short-selling, s. 73 on credit rating, s. 228(4)(c)

[101] L’effet des dispositions susmentionnées consiste donc essentiellement à dédoubler les régimes législatifs adoptés par les législateurs provinciaux exerçant le pouvoir en matière de propriété et de droits civils qui leur est conféré par le par. 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*.

[102] Pour répondre à cette constatation, le Canada fait valoir que ce qui semble, à première vue, être un dédoublement de la législation provinciale traite en fait d’enjeux fédéraux distincts — maintenir des marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs dans l’ensemble du pays et garantir l’intégrité et la stabilité du système financier canadien. Comme le Canada le souligne à juste titre, la duplication des dispositions provinciales ne signifie pas qu’aucun aspect fédéral ne puisse fonder la Loi. En outre, le Canada affirme que cette dernière, loin de constituer un simple exercice de duplication, contient des dispositions qui vont au-delà des pouvoirs provinciaux. Par exemple, elle prévoit des dispositions visant le contrôle des risques systémiques et la collecte de données à l’échelle du pays, ce qui, aux dires du Canada, ne peut être accompli à l’échelle provinciale.

[103] Les risques systémiques ont été définis ainsi : [TRADUCTION] « . . . risques qui entraînent un “effet domino” où le risque de défaillance d’un participant du marché nuit à la faculté des autres de s’acquitter de leurs obligations juridiques et provoque une série de chocs économiques néfastes qui se répercutent dans l’ensemble d’un système financier » (M. J. Trebilcock, *National Securities Regulator Report* (2010), dossier du renvoi, vol. I, 222, par. 26). Par définition, de tels risques pourraient déborder les limites provinciales et ne pas répondre aux méthodes habituelles d’atténuation. La loi proposée vise en partie à contrer les risques systémiques planant sur le marché canadien dans son ensemble. Sans être exhaustive, la liste suivante énumère les dispositions de la loi proposée qui semblent aborder ou autoriser l’adoption de règlements concernant les risques systémiques : les art. 89 et 90 qui portent sur les instruments dérivés,

relating to urgent regulations and ss. 109 and 224 on data collection and sharing.

[104] The expert evidence adduced by Canada provides support for the view that systemic risk is an emerging reality, ill-suited to local legislation. Prevention of systemic risk may trigger the need for a national regulator empowered to issue orders that are valid throughout Canada and impose common standards, under which provincial governments can work to ensure that their market will not transmit any disturbance across Canada or elsewhere.

[105] The emphasis in the proposed Act on nationwide data collection may similarly be seen as aimed at anticipating and identifying risks that may transcend the boundaries of a specific province. By analogy with Statistics Canada, it might be argued that broad national data-collecting powers may serve the national interest in a way that finds no counterpart on the provincial plane.

[106] Against this background, we return to the question at hand: What is the main thrust of the proposed *Securities Act*? The purpose of the proposed Act, we have seen, is to implement a comprehensive Canadian regime for the regulation of securities with a view to investor protection, the promotion of fair, efficient and competitive capital markets and ensuring the integrity and stability of the financial system. The effects of the proposed Act would be to duplicate and displace the existing provincial and territorial securities regimes, replacing them with a new federal regulatory scheme. Thus, the main thrust of the Act is to regulate, on an exclusive basis, all aspects of securities trading in Canada, including the trades and occupations related to securities in each of the provinces.

le par. 126(1) qui traite de la position à découvert, l'art. 73 qui porte sur les notations, l'al. 228(4)c) relatif à l'adoption de règlements qui répondent à un besoin urgent et les art. 109 et 224 qui traitent de l'obtention et de la communication de renseignements.

[104] La preuve d'expert déposée par le Canada appuie l'argument selon lequel les risques systémiques constituent une réalité émergente qui se prête mal à une législation locale. Il se pourrait donc que la prévention de ces risques nécessite la création d'un régulateur national, habilité à délivrer des ordonnances valides sur tout le territoire du Canada et à imposer des normes communes dans le cadre desquelles les gouvernements provinciaux agiraient pour veiller à ce que leur marché ne crée pas de remous au Canada ou à l'étranger.

[105] En outre, la présence dans la loi proposée de plus d'une disposition sur la collecte nationale de données pourrait être interprétée comme un moyen d'anticiper et de circonscrire les risques susceptibles de transcender les frontières provinciales. Par analogie avec Statistique Canada, d'aucuns pourraient faire valoir qu'un pouvoir de collecte de données à l'échelle nationale servirait l'intérêt national comme ne peuvent le faire les provinces.

[106] C'est dans ce contexte que nous revenons à la question en litige : quel est le caractère véritable de la *Loi sur les valeurs mobilières* proposée? Comme nous l'avons vu, l'objet de la loi proposée consiste à mettre sur pied un régime canadien complet de réglementation des valeurs mobilières, en vue de protéger les investisseurs, de favoriser l'existence de marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs ainsi que d'assurer l'intégrité et la stabilité du système financier. La loi proposée aurait pour effet de dédoubler et d'évincer les régimes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières actuels, pour les remplacer par un nouveau régime de réglementation fédéral. Ainsi, le caractère véritable consiste à réglementer, à titre exclusif, tous les aspects du commerce des valeurs mobilières au Canada, y compris les occupations et les professions relatives à ce domaine dans chaque province.

[107] These conclusions do not, however, permit us to connect the Act to a particular head of power, federal or provincial. To do that, we must ask whether, applying the *General Motors* factors, the legislation, viewed as a whole, addresses a matter that is truly national in importance and scope and that transcends provincial competence.

B. *Classification: Does the Act Fall Within the General Trade and Commerce Power?*

[108] To recap, the *General Motors* test frames the inquiry into whether a legislative scheme falls within the general trade and commerce power in terms of the following non-exclusive indicia: (1) Is the law part of a general regulatory scheme? (2) Is the scheme under the oversight of a regulatory agency? (3) Is the law concerned with trade as a whole rather than with a particular industry? (4) Is the scheme of such a nature that the provinces, acting alone or in concert, would be constitutionally incapable of enacting it? (5) Would failure to include one or more provinces or localities in the scheme jeopardize its successful operation in other parts of the country?

[109] The *General Motors* indicia invite the Court to examine the legislative scheme through the lens of five interrelated inquiries to determine whether, viewed in its entirety, it addresses a matter of genuine national importance and scope that goes to trade as a whole in a way that is distinct from provincial concerns. The inquiry focuses on the nature of the proposed scheme and its purpose and effects, intended and actual. It is contextual, grounded in the record and the legislative facts. With this in mind, we turn to the *General Motors* indicia.

[110] The first two *General Motors* indicia need not detain us. Clearly they are met. The Act would institute a national regulatory regime for securities across Canada. The new national regulatory

[107] Or, ces conclusions ne nous permettent pas de rattacher la Loi à un chef de compétence particulier, qu'il soit fédéral ou provincial. Pour ce faire, nous devons nous demander si, à la lumière des critères énoncés dans *General Motors*, la Loi, considérée dans son ensemble, traite d'un domaine d'une importance et d'une portée véritablement nationales et qui transcende les compétences provinciales.

B. *Classification : la Loi relève-t-elle du pouvoir général en matière de trafic et de commerce?*

[108] Pour récapituler, suivant le test établi dans *General Motors*, l'analyse visant à déterminer si un régime législatif relève ou non du pouvoir général en matière de trafic et de commerce porte sur les cinq critères non exclusifs que voici : (1) La mesure législative contestée s'inscrit-elle dans un système général de réglementation? (2) Le régime fait-il l'objet de surveillance par un organisme de réglementation? (3) La mesure législative porte-t-elle sur le commerce dans son ensemble plutôt que sur un secteur en particulier? (4) Le régime est-il d'une nature telle que la Constitution n'habiliterait pas les provinces, seules ou de concert, à l'adopter? (5) L'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces ou localités dans le régime législatif en compromettrait-elle l'application dans d'autres parties du pays?

[109] Les critères énoncés dans *General Motors* nous invitent à examiner le régime législatif à partir de cinq points de vue interreliés visant à déterminer si ce régime, considéré dans son ensemble, porte sur une matière d'importance et de portée véritablement nationales touchant le commerce dans son ensemble de manière distincte des enjeux provinciaux. L'analyse est axée sur la nature du régime proposé ainsi que sur son objet et ses effets, prévus et réels. Il s'agit d'une analyse contextuelle, qui s'appuie sur le dossier et sur les faits législatifs. C'est dans cette optique que nous appliquons les critères énoncés dans *General Motors*.

[110] Nul besoin de s'attarder aux deux premiers critères du test de *General Motors*. De toute évidence, ils sont satisfaits. La Loi instaurerait un même régime de réglementation des valeurs



scheme for securities would feature a Council of Ministers; the Canadian Securities Regulatory Authority (composed of a Regulatory Division headed by the Chief Regulator and an independent Canadian Securities Tribunal headed by a Chief Adjudicator); a Regulatory Policy Forum; and an investor advisory panel. Indeed, all parties agree that the Act would create a federal regulatory scheme under the oversight of a regulator.

[111] This leaves the third, fourth and fifth *General Motors* inquiries. These questions take us to the concern that lies at the heart of this case — whether Canada has shown that the proposed Act, viewed as a whole, addresses a matter of national importance and scope, distinct from provincial concerns. Is the proposed Act concerned with trade as a whole rather than with a particular industry? Do the provinces possess the constitutional capacity, acting alone or in concert, to achieve the objectives of the scheme? Finally, would the failure to include one or more provinces frustrate the success of the scheme? If the answers to these questions support the conclusion that the proposed Act falls within the general branch of the trade and commerce power, the double aspect doctrine applies, the balance between the federal and provincial powers required by the federalism principle is satisfied and the proposed law may be validly enacted by Parliament. We now turn to the final three *General Motors* inquiries.

[112] The third question is whether the proposed Act is directed at trade as a whole rather than at a particular industry. This requires us to look at both the purpose and the effects of the Act. Opponents of the Act argue that it is aimed at a particular industry — the securities industry. From their perspective, economic activity consisting of the trading in securities represents a specific industry. They are correct to state that, on their face, the provisions of

mobilières pour tout le Canada. Le nouveau régime national serait composé des organes suivants : un Conseil des ministres; l'Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières (constituée d'une Division de la réglementation dirigée par le régulateur en chef et du Tribunal canadien des valeurs mobilières, un tribunal administratif indépendant dirigé par un adjudicateur en chef); un forum de la réglementation; et un comité consultatif des investisseurs. Ainsi, et toutes les parties s'entendent à cet égard : la Loi aurait pour effet de créer un régime de réglementation fédéral soumis à la surveillance d'un régulateur.

[111] Il reste donc à traiter des trois dernières étapes de l'analyse établie dans *General Motors*. Ces questions mènent au nœud de la présente affaire — le Canada a-t-il démontré que la loi proposée, considérée dans son ensemble, porte sur une matière d'une importance et d'une portée nationales, d'une façon distincte des enjeux provinciaux? La loi proposée touche-t-elle le commerce dans son ensemble plutôt qu'un secteur en particulier? Les provinces possèdent-elles la capacité constitutionnelle, seules ou de concert, de réaliser les objectifs d'un tel régime? Enfin, l'omission d'inclure une seule ou plusieurs provinces dans le régime en compromettrait-elle l'application? Si ces questions reçoivent des réponses qui soutiennent la conclusion selon laquelle la loi proposée relève du volet général du pouvoir en matière de trafic et de commerce, la doctrine du double aspect s'applique, l'équilibre entre les pouvoirs fédéraux et provinciaux que requiert le principe fédératif est respecté et la loi proposée peut à bon droit être édictée par le Parlement. Nous procéderons maintenant à l'examen des trois derniers critères de l'analyse établie dans *General Motors*.

[112] La troisième question est celle de savoir si la loi proposée touche le commerce dans son ensemble plutôt qu'un secteur en particulier. Pour y répondre, nous devons nous pencher à la fois sur l'objet et sur les effets de la Loi. Les opposants à la Loi font valoir que la mesure vise un secteur en particulier, celui des valeurs mobilières. De leur point de vue, l'activité économique liée au commerce des valeurs mobilières constitue un secteur précis. Ils ont raison

the proposed Act aimed at government registration and the day-to-day conduct of brokers or investment advisers are not obviously related to trade as a whole.

[113] Canada argues, however, that the proposed Act goes beyond these matters. It sees the Act as fostering a fair, efficient and competitive national capital market and contributing to the integrity and stability of Canada's financial system. Moreover, Canada points out that the securities market is a mechanism for channelling capital from suppliers to consumers and that the capital transferred is applied throughout the Canadian economy in innumerable areas of activity. The securities market thus has a pervasive and significant impact throughout the national economy. It is a pillar of the economy of immense importance to the country as a whole. Regulating this market, Canada argues, relates to trade as a whole and is not an industry-specific matter.

[114] We accept that preservation of capital markets to fuel Canada's economy and maintain Canada's financial stability is a matter that goes beyond a particular "industry" and engages "trade as a whole" within the general trade and commerce power as contemplated by the *General Motors* test. Legislation aimed at imposing minimum standards applicable throughout the country and preserving the stability and integrity of Canada's financial markets might well relate to trade as a whole. However, the proposed Act reaches beyond such matters and descends into the detailed regulation of *all* aspects of trading in securities, a matter that has long been viewed as provincial. In justifying the reach of the Act, Canada argues that while securities trading may once have been mainly a local matter, it has evolved to become a matter of transcendent national concern that brings it within the s. 91(2) general trade and commerce power.

d'affirmer que, à première vue, les dispositions de la loi proposée qui régissent l'inscription auprès d'un organe du gouvernement et la conduite générale des courtiers ou des conseillers en matière d'investissements ne ressortissent pas manifestement au commerce dans son ensemble.

[113] Toutefois, le Canada fait valoir que la loi proposée excède ces questions. Il estime que la Loi favorise l'existence d'un marché national des capitaux équitable, efficace et compétitif et contribue à l'intégrité et à la stabilité du système financier du Canada. En outre, le Canada souligne que le marché des valeurs mobilières sert à canaliser les capitaux des parties qui les offrent vers les consommateurs et que les capitaux ainsi transférés agissent sur l'économie entière, dans d'innombrables secteurs d'activité. Le marché des valeurs mobilières a donc une incidence omniprésente et considérable sur toute l'économie nationale. Il s'agit d'un pilier de l'économie d'une énorme importance pour le pays dans son ensemble. Selon le Canada, la réglementation de ce marché intéresse le commerce dans son ensemble et ne constitue pas un secteur d'activités en particulier.

[114] Nous reconnaissons que le maintien des marchés des capitaux pour nourrir l'économie canadienne et assurer la stabilité financière du pays est une question qui va au-delà d'un « secteur » en particulier et met en jeu « le commerce dans son ensemble » visé par le pouvoir général en matière de trafic et de commerce au sens où il faut l'entendre selon le test formulé dans *General Motors*. Une loi qui vise à fixer des normes minimales applicables dans l'ensemble du pays et qui vise à assurer la stabilité et l'intégrité des marchés financiers du Canada pourrait fort bien avoir trait au commerce dans son ensemble. Or, la loi proposée excède de telles questions pour se préoccuper de la réglementation détaillée de *tous* les aspects du commerce des valeurs mobilières, une matière qui est considérée de longue date comme une compétence provinciale. Pour justifier la portée de la Loi, le Canada prétend que le commerce des valeurs mobilières, s'il a déjà constitué une question de nature principalement locale, a évolué au point qu'il est maintenant un enjeu national tombant sous le coup du pouvoir général en matière de trafic et de commerce visé au par. 91(2).

[115] No doubt, much of Canada's capital market is interprovincial and indeed international. Trade in securities is not confined to 13 provincial and territorial enclaves. Equally, however, capital markets also exist within provinces that meet the needs of local businesses and investors. While it is obvious that the securities market is of great importance to modern economic activity, we cannot ignore that the provinces have been deeply engaged in the regulation of this market over the course of many years. To make its case, Canada must present the Court with a factual matrix that supports its assertion of a constitutionally significant transformation such that regulating every aspect of securities trading is no longer an industry-specific matter, but now relates, in its entirety, to trade as a whole.

[116] A long-standing exercise of power does not confer constitutional authority to legislate, nor does the historic presence of the provinces in securities regulation preclude a federal claim to regulatory jurisdiction (see *Ontario Hydro v. Ontario (Labour Relations Board)*, [1993] 3 S.C.R. 327, at p. 357, per Lamer C.J.). Nevertheless, the fact remains that Canada must establish that the Act, read as a whole, addresses concerns that transcend local, provincial interests. Canada's argument is that this area of economic activity has been so transformed that it now falls to be regulated under a different head of power. This argument requires not mere conjecture, but evidentiary support. The legislative facts adduced by Canada in this reference do not establish the asserted transformation. On the contrary, the fact that the structure and terms of the proposed Act largely replicate the existing provincial schemes belies the suggestion that the securities market has been wholly transformed over the years. On the basis of the record presented to us, we conclude, as discussed below, that the day-to-day regulation of securities within the provinces, which represents the main thrust of the Act, remains essentially a matter of property and civil

[115] Il ne fait aucun doute qu'une part considérable du marché des capitaux canadien comporte un caractère interprovincial, voire international. Le commerce des valeurs mobilières n'est pas confiné aux limites de 13 enclaves provinciales et territoriales. Cela étant dit, il existe également au sein des provinces des marchés des capitaux qui répondent aux besoins des entreprises et des investisseurs locaux. Certes, le marché des valeurs mobilières revêt évidemment une grande importance pour l'activité économique moderne, mais nous ne pouvons faire fi de l'important travail de réglementation réalisé par les provinces au cours de nombreuses années. Pour avoir gain de cause, le Canada doit présenter à la Cour un fondement factuel qui appuie sa prétention selon laquelle une évolution significative — ayant une incidence sur le plan constitutionnel — s'étant opérée, la réglementation de chaque aspect du commerce des valeurs mobilières ne constitue plus une matière intéressant un seul secteur, mais se rattache désormais intégralement au commerce dans son ensemble.

[116] L'exercice de longue date d'un pouvoir ne confère pas de droit constitutionnel de légiférer. De même, le rôle historique des gouvernements provinciaux dans le champ de la réglementation des valeurs mobilières ne fait pas obstacle à la prétention du gouvernement fédéral selon laquelle il est compétent pour réglementer ce secteur d'activités (voir *Ontario Hydro c. Ontario (Commission des relations de travail)*, [1993] 3 R.C.S. 327, p. 357, le juge en chef Lamer). Néanmoins, il demeure que le Canada doit démontrer que la Loi, considérée dans son ensemble, aborde des matières qui transcendent les intérêts de nature locale et provinciale. En outre, le Canada soutient que ce domaine d'activité économique a évolué au point qu'il doive dorénavant être réglementé en vertu d'un autre chef de compétence. Cet argument nécessite de s'appuyer non pas sur de simples conjectures, mais bien sur des éléments de preuve à l'appui de sa thèse. Les faits législatifs présentés par le Canada dans le cadre du présent renvoi ne permettent pas d'établir l'évolution qu'il invoque. Au contraire, le fait que l'économie et le libellé de la loi proposée reproduisent en gros les régimes provinciaux actuels dément la suggestion selon laquelle le marché des

rights within the provinces and therefore subject to provincial power.

[117] Aspects of the Act, for example those aimed at management of systemic risk and at national data collection, appear to be directly related to the larger national goals which the Act proclaims are its *raison d'être*. However, important as these elements are, they do not, on the record before us, justify a complete takeover of provincial regulation. Individuals engaged in the securities business are still, for the most part, exercising a trade or occupation within the province. On the record before us, we are unable to accept Canada's assertion that the securities market has been so transformed as to make the day-to-day regulation of all aspects of trading in securities a matter of national concern. For example, the record does not support a necessary link between the national interest in fair, efficient and competitive capital markets and the registration requirements applicable to a securities dealer in Saskatchewan or Quebec. Viewing the Act as a whole, we conclude that it overreaches the proper scope of the general branch of the trade and commerce power descending well into industry-specific regulation. The wholesale displacement of provincial regulation it would effect is not justified by the national concerns that Canada raises.

[118] The fourth *General Motors* consideration addresses the constitutional capacity of the provinces and territories to enact a similar scheme acting in concert. The provinces opposing the Act argue that if there is a national interest in both fair, efficient and competitive capital markets and the need to provide an effective national response to systemic risk, they can meet it by legislating in

valeurs mobilières s'est complètement transformé au fil des ans. À la lumière du dossier qui nous a été présenté, nous concluons, tel qu'il est expliqué ci-dessous, que la réglementation courante des valeurs mobilières dans les provinces, qui constitue le caractère véritable de la Loi, demeure essentiellement une question intéressant la propriété et les droits civils dans les provinces et est donc une matière provinciale.

[117] Certains éléments de la Loi, comme les dispositions vouées à la prévention des risques systémiques ou à la collecte de données, semblent directement liés aux objectifs nationaux plus larges avancés comme raison d'être de la Loi. Cependant, si importants puissent-ils être, ces éléments ne justifient pas, à la lumière du dossier dont nous disposons, la supplantation totale de la réglementation provinciale. Les participants au secteur des valeurs mobilières exercent toujours, essentiellement, une occupation ou une profession dans la province. À la lecture du dossier, nous ne pouvons accepter la prétention du Canada selon laquelle le marché des valeurs mobilières a évolué au point que la réglementation courante de tous ses aspects constitue maintenant un enjeu national. Par exemple, le dossier ne permet pas d'établir de lien nécessaire entre l'intérêt national dans des marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs et les modalités d'inscription applicables à un courtier en valeurs mobilières en Saskatchewan ou au Québec. Considérant la Loi dans son ensemble, nous concluons qu'elle excède la portée réelle du volet général de la compétence en matière de trafic et de commerce pour se préoccuper finalement de la réglementation d'un secteur en particulier. La supplantation complète des pouvoirs provinciaux qu'elle provoquerait n'est pas justifiée par les enjeux nationaux qu'invoque le Canada.

[118] La quatrième considération formulée dans *General Motors* porte sur la capacité des provinces et des territoires, sur le plan constitutionnel, d'adopter de concert un régime analogue. Les provinces qui contestent la validité de la Loi font valoir que, si l'intérêt national exige des marchés des capitaux équitables, efficaces et compétitifs ainsi qu'un mécanisme national de prévention efficace

concert. No doubt the provinces possess constitutional capacity to enact uniform legislation on most of the administrative matters covered by the federal Act, like registration requirements and the regulation of participants' conduct. By way of administrative delegation, they could delegate provincial regulatory powers to a single pan-Canadian regulator.

[119] The difficulty with the provinces' argument, however, is that, as a matter of constitutional principle, neither Parliament nor the legislatures can, by ordinary legislation, fetter themselves against some future legislative action (P. W. Hogg, *Constitutional Law of Canada* (5th ed. Supp.), vol. 1, at pp. 12-8 ff.). Inherently sovereign, the provinces will always retain the ability to resile from an interprovincial scheme and withdraw an initial delegation to a single regulator. This may not be problematic in many areas. Indeed, it is in the nature of a federation that different provinces adopt their own unique approaches consistent with their unique priorities when addressing social or economic issues.

[120] The provinces' inherent prerogative to resile from an interprovincial scheme aimed for example at managing systemic risk limits their constitutional capacity to achieve the truly national goals of the proposed federal Act. The point is not that the provinces are constitutionally or practically unable to adopt legislation aimed at systemic risk *within* the provinces. Indeed, some provincial securities schemes contain provisions analogous to the ones aimed at systemic risk found in the proposed Act. The point is simply that because provinces could always withdraw from an interprovincial scheme there is no assurance that they could effectively address issues of national systemic risk and competitive national capital markets on a sustained basis.

des risques systémiques, elles peuvent légiférer de concert en ce sens. Il ne fait aucun doute que les provinces disposent du pouvoir constitutionnel d'édicter des lois uniformes portant sur la plupart des matières administratives prévues dans la Loi, notamment les modalités d'inscription et la réglementation de la conduite des participants. De même, en ce qui a trait à la délégation administrative, les provinces seraient habilitées à déléguer leurs pouvoirs de réglementation à un seul régulateur pancanadien.

[119] Cet argument des provinces ne convainc toutefois pas du fait qu'un principe de droit constitutionnel interdit au Parlement et aux législatures d'entraver, par une loi ordinaire, l'exercice futur de leur pouvoir de légiférer (P. W. Hogg, *Constitutional Law of Canada* (5<sup>e</sup> éd. suppl.), vol. 1, p. 12-8 et suiv.). Étant donné leur souveraineté inhérente, les provinces pourront toujours soustraire leur adhésion à un régime interprovincial et revenir sur la délégation administrative consentie au profit d'un régulateur unique. Cela ne représente peut-être pas un problème dans bien des champs. En effet, il va de soi que, dans une fédération, les provinces sont libres de choisir leurs propres approches en vue de réaliser leurs propres priorités en matière sociale ou économique.

[120] La prérogative inhérente à toute province de refuser d'adhérer à un régime interprovincial voué, par exemple, à réduire les risques systémiques limite, sur le plan constitutionnel, la faculté de chacune de réaliser les objectifs véritablement nationaux de la loi fédérale proposée. Ce n'est pas que les provinces ne pourraient, ni constitutionnellement, ni effectivement, adopter des lois s'attaquant aux risques systémiques sur *leur propre territoire*. En fait, certains régimes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières contiennent déjà des dispositions, portant sur les risques systémiques, analogues à celles que prévoit la loi proposée. En fait, il s'agit simplement de reconnaître que comme les provinces peuvent toujours se retirer d'une entente interprovinciale, rien ne pourrait, à long terme, prévenir les risques systémiques à l'échelle nationale et favoriser des marchés des capitaux compétitifs.



[121] It follows that the fourth *General Motors* question must be answered, at least partially, in the negative. The provinces, acting in concert, lack the constitutional capacity to sustain a viable national scheme aimed at genuine national goals such as management of systemic risk or Canada-wide data collection. This supports the view that a federal scheme aimed at such matters might well be qualitatively different from what the provinces, acting alone or in concert, could achieve.

[122] However, this only takes Canada so far. Canada's problem is that the proposed Act reflects an attempt that goes well beyond these matters of undoubted national interest and concern and reaches down into the detailed regulation of all aspects of securities. In this respect, the proposed Act is unlike federal competition legislation, which has been held to fall under s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867*. It would regulate *all* aspects of contracts for securities within the provinces, including *all* aspects of public protection and professional competence within the provinces. Competition law, by contrast, regulates *only* anti-competitive contracts and conduct — a particular aspect of economic activity that falls squarely within the federal domain. In short, the proposed federal Act overreaches the legislative interest of the federal government.

[123] The fifth and final *General Motors* inquiry is whether the absence of a province from the scheme would prevent its effective operation. On lesser regulatory matters the answer might well be no. However, when it comes to genuine national goals, related to fair, efficient and competitive markets and the integrity and stability of Canada's financial system, including national data collection and prevention of and response to systemic risks, the answer must be yes — much for the reasons discussed under the fourth question. On these matters a federal regime would be qualitatively different from a voluntary interprovincial scheme. Viewed as a whole, however, because the main thrust of the

[121] Il découle de ce qui précède qu'il faut répondre à la question que pose le quatrième critère de *General Motors*, du moins en partie, par la négative. Les provinces, agissant de concert, sont dépourvues de la capacité constitutionnelle de maintenir un régime national viable visant à atteindre des objectifs véritablement nationaux telles l'atténuation des risques systémiques ou la collecte de données à l'échelle nationale. Ainsi, un régime fédéral portant sur de telles matières pourrait bien différer, du point de vue qualitatif, du fruit d'une action provinciale concertée ou non.

[122] Toutefois, cette conclusion ne donne que partiellement raison au Canada. Là où le bât le blesse, c'est que la loi qu'il propose excède nettement ces matières présentant un intérêt et des enjeux manifestement nationaux. Elle se préoccupe de la réglementation de tous les aspects des valeurs mobilières dans leurs moindres détails. À cet égard, la loi proposée se distingue de la législation fédérale en matière de concurrence dont on a conclu qu'elle relevait du par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. En effet, la Loi régirait à l'échelle provinciale *tous* les aspects des contrats portant sur les valeurs mobilières, y compris la protection du public et la compétence professionnelle dans les provinces. En revanche, la législation sur la concurrence régit *seulement* les contrats et la conduite anticoncurrentiels, un aspect particulier de l'activité économique qui constitue, sans contredit, une matière fédérale. Bref, la loi proposée excède l'intérêt législatif du Parlement.

[123] Abordons maintenant la cinquième et dernière étape de l'analyse tirée de *General Motors* : la non-adhésion d'une province au régime en entraverait-elle le fonctionnement? En ce qui a trait à des questions réglementaires de moindre importance, la question pourrait certainement appeler une réponse négative. Or, lorsqu'il s'agit d'objectifs véritablement nationaux, visant à favoriser des marchés équitables, efficaces et compétitifs et à assurer l'intégrité et la stabilité du système financier canadien, notamment par la collecte de données, la prévention des risques systémiques et l'intervention en cas de besoin, il faut répondre par l'affirmative — pour des raisons essentiellement identiques à celles

proposed Act is concerned with the day-to-day regulation of securities, the proposed Act would not founder if a particular province declined to participate in the federal scheme. Incidentally, we note that the opt-in feature of the scheme, on its face, contemplates the possibility that not all provinces will participate. This weighs against Canada's argument that the success of its proposed legislation requires the participation of all the provinces.

[124] Against the backdrop of these considerations, we come to the ultimate question — whether the Act, viewed in its entirety, addresses a matter of genuine national importance and scope going to trade as a whole in a way that is distinct and different from provincial concerns.

[125] The provisions of the proposed Act, viewed as a whole, compel a negative response. The Act chiefly regulates contracts and property matters within each of the provinces and territories, overlain by some measures directed at the control of the Canadian securities market as a whole that may transcend intraprovincial regulation of property and civil rights. A federal scheme adopted from the latter, distinctly federal, perspective would fall within the circumscribed scope of the general trade and commerce power. But the provisions of the Act that relate to these concerns, although perhaps valid on their own, cannot lend constitutional validity to the full extent of the proposed Act. Based on the record before us, the day-to-day regulation of all aspects of trading in securities and the conduct of those engaged in this field of activity that the Act would sweep into the federal sphere simply cannot be described as a matter that is truly national in importance and scope making it qualitatively different from provincial concerns.

avancées dans l'analyse du quatrième critère. Dans ces derniers cas, un régime fédéral différerait, au plan qualitatif, d'un régime interprovincial à participation volontaire. Toutefois, si on la considère dans sa totalité, la loi proposée ne serait pas compromise si une province n'adhérait pas au régime fédéral, puisque son caractère véritable concerne la réglementation courante des valeurs mobilières. Incidemment, nous soulignons que cette adhésion facultative soulève, à première vue, la possibilité de non-participation de certaines provinces, ce qui milite contre l'argument du Canada selon lequel le succès de sa loi proposée est subordonné à la participation de toutes les provinces.

[124] Vu ces considérations, nous arrivons à l'ultime question : la Loi, considérée dans son entièreté, intéresse-t-elle une matière d'importance et de portée véritablement nationales touchant le commerce dans son ensemble et distincte des enjeux provinciaux?

[125] Les dispositions de la loi proposée, considérées dans leur ensemble, appellent une réponse négative à cette question. La Loi régit principalement les contrats ainsi que des questions relatives à la propriété dans chaque province et territoire, sujets chapeautés par certaines mesures mises en place afin de contrôler le marché canadien des valeurs mobilières dans son ensemble qui peuvent transcender la réglementation provinciale quant à la propriété et aux droits civils. Un régime fédéral adopté en vertu de cette deuxième perspective, distinctement fédérale, relèverait de la portée circonscrite du pouvoir général relatif au trafic et au commerce. Cela étant dit, les dispositions de la Loi qui traitent de ces questions, même si elles étaient valides isolément, ne peuvent assurer la constitutionnalité de l'ensemble de la Loi. Selon le dossier qui nous a été présenté, la réglementation courante de tous les aspects du commerce des valeurs mobilières et de la conduite des participants à ce secteur d'activités, que la Loi aurait pour effet de rattacher à la compétence fédérale, ne peut tout simplement pas constituer un enjeu d'importance et de portée véritablement nationales qui le rend différent, sur le plan qualitatif, des enjeux provinciaux.

[126] The conclusion that the Act's attempt to take over regulation of the entirety of the securities trade in Canada exceeds the general branch of the trade and commerce power is also supported by the tenor of the case law. While the jurisprudence acknowledges that securities regulation may possess federal aspects, it has generally viewed basic securities regulation within the provinces as a local matter of property and civil rights (*Lymburn; Multiple Access; Duplain v. Cameron*, [1961] S.C.R. 693; *Smith v. The Queen; Ontario Securities Commission; Global Securities*).

[127] A review of the expert evidence does not lead to a different conclusion. We do not find it necessary or helpful to set out a detailed analysis of the many reports filed on both sides of the issue. For reasons already discussed, arguments in the reports as to whether securities should be regulated federally or provincially as a matter of policy are irrelevant to the constitutional validity of the legislation. A reasonable reading of the reports suggests that routine securities regulation is mainly concerned with the regulation of securities as an industry. It also confirms the local nature of much of Canada's securities industry. J.-M. Suret and C. Carpentier, for example, point to different focuses and specializations from province to province (*Securities Regulation in Canada: Re-examination of Arguments in Support of a Single Securities Commission* (2010), Reference Record, vol. IX, 8). Mining listings compose approximately two thirds of the securities market in British Columbia. About half of Ontario's securities market is attributable to large financial services companies. Alberta is the dominant national market for oil and gas and roughly a quarter of technology listings emanate from Quebec.

[128] To summarize, we accept that the economic importance and pervasive character of the securities market may, in principle, support federal

[126] La conclusion selon laquelle la Loi est inconstitutionnelle parce que la tentative du gouvernement fédéral de réglementer tout le commerce des valeurs mobilières au Canada excède son pouvoir général en matière de trafic et de commerce repose également sur la jurisprudence qui, bien qu'ayant reconnu l'existence possible d'aspects fédéraux, a généralement considéré la réglementation courante des valeurs mobilières dans la province comme une matière d'une nature locale concernant la propriété et les droits civils (*Lymburn; Multiple Access; Duplain c. Cameron*, [1961] R.C.S. 693; *Smith c. The Queen; Ontario Securities Commission; Global Securities*).

[127] La preuve présentée par les experts ne permet pas non plus de tirer une conclusion différente. Il n'est ni nécessaire ni utile de passer en revue les nombreux rapports appuyant l'une ou l'autre thèse. Pour des motifs que nous avons déjà exprimés, les arguments énoncés dans ces rapports et portant sur l'opportunité politique d'une réglementation soit fédérale soit provinciale des valeurs mobilières ne sont pas pertinents pour trancher le débat sur la validité constitutionnelle de la Loi. La conclusion raisonnable qui ressort de ces rapports veut que la réglementation courante des valeurs mobilières intéresse surtout ce secteur en particulier. Le dossier vient également confirmer la nature locale d'une grande part du secteur des valeurs mobilières au Canada. Par exemple, les auteurs J.-M. Suret et C. Carpentier soulignent les orientations et spécialisations qui diffèrent d'une province à l'autre (*Réglementation des valeurs mobilières au Canada : un réexamen des arguments avancés pour justifier la commission unique* (2010), dossier du renvoi, vol. VIII, 8). Le marché des valeurs mobilières en Colombie-Britannique est composé environ aux deux tiers de titres de sociétés minières tandis que les grandes entreprises financières occupent près de la moitié du marché ontarien. En outre, l'Alberta domine à l'échelle nationale le marché de l'industrie pétrolière et gazière, et environ le quart des titres technologiques est émis au Québec.

[128] Bref, nous admettons que l'importance économique et l'omniprésence du marché des valeurs mobilières pourraient, en principe, justifier une

intervention that is qualitatively different from what the provinces can do. However, as important as the preservation of capital markets and the maintenance of Canada's financial stability are, they do not justify a wholesale takeover of the regulation of the securities industry which is the ultimate consequence of the proposed federal legislation. The need to prevent and respond to systemic risk may support federal legislation pertaining to the national problem raised by this phenomenon, but it does not alter the basic nature of securities regulation which, as shown, remains primarily focused on local concerns of protecting investors and ensuring the fairness of the markets through regulation of participants. Viewing the Act as a whole, as we must, these local concerns remain the main thrust of the legislation — its pith and substance.

[129] This is not a case of a valid federal scheme that incidentally intrudes on provincial powers. It is not the incidental effects of the scheme that are constitutionally suspect; it is rather the main thrust of the legislation that goes beyond the federal power. The federal government properly did not invoke the ancillary powers doctrine. To apply that doctrine, the proposed statute considered as a whole must be valid — which it is not. We further note that we have not been asked for our opinion on the extent of Parliament's legislative authority over securities regulation under other heads of federal power or indeed the interprovincial or international trade branch of s. 91(2).

[130] While the proposed Act must be found *ultra vires* Parliament's general trade and commerce power, a cooperative approach that permits a scheme that recognizes the essentially provincial nature of securities regulation while allowing Parliament to deal with genuinely national concerns remains available.

intervention fédérale différente de celle des provinces sur le plan qualitatif. Cependant, aussi importants soient-ils, la préservation des marchés des capitaux et le maintien de la stabilité financière du Canada ne justifient pas la supplantation intégrale de la réglementation du secteur des valeurs mobilières, résultat auquel mènerait, en définitive, la loi fédérale proposée. La nécessité de se prémunir contre des risques systémiques et d'y répondre pourrait fonder une législation fédérale visant le problème national qui résulte de ce phénomène, mais ne chasse pas l'essence de la réglementation des valeurs mobilières, qui est, comme nous l'avons vu, toujours principalement axée sur les enjeux locaux — soit protéger les investisseurs et assurer l'équité des marchés par le truchement de la réglementation de ses participants. Après avoir examiné la Loi dans son ensemble, comme il se doit, nous sommes d'avis que ces enjeux de nature locale en constituent le caractère véritable.

[129] Nous ne sommes pas en présence d'un régime fédéral valide qui empiéterait de manière incidente sur des champs provinciaux. Ce ne sont pas les effets accessoires du régime qui sont douteux sur le plan constitutionnel, mais plutôt le caractère véritable de la Loi, qui excède les compétences fédérales. Le Canada a eu raison de ne pas invoquer la doctrine des pouvoirs accessoires. Il faut, pour l'appliquer, que la loi proposée, considérée dans son ensemble, soit valide, ce qui n'est pas le cas en l'espèce. Nous rappelons, en outre, que notre avis sur la teneur du pouvoir législatif du Parlement en matière de réglementation des valeurs mobilières conféré par d'autres chefs de compétence fédérale, ou même par le volet du par. 91(2) portant sur le commerce interprovincial ou international, n'a pas été sollicité.

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

[131] The various proposals advanced over the years to develop a new model for regulating securities in Canada suggest that this matter possesses both central and local aspects. The same insight can be gleaned from the experience of other federations, even if each country has its own constitutional history and imperatives. The common ground that emerges is that each level of government has jurisdiction over some aspects of the regulation of securities and each can work in collaboration with the other to carry out its responsibilities.

[132] It is not for the Court to suggest to the governments of Canada and the provinces the way forward by, in effect, conferring in advance an opinion on the constitutionality on this or that alternative scheme. Yet we may appropriately note the growing practice of resolving the complex governance problems that arise in federations, not by the bare logic of either/or, but by seeking cooperative solutions that meet the needs of the country as a whole as well as its constituent parts.

[133] Such an approach is supported by the Canadian constitutional principles and by the practice adopted by the federal and provincial governments in other fields of activities. The backbone of these schemes is the respect that each level of government has for each other's own sphere of jurisdiction. Cooperation is the animating force. The federalism principle upon which Canada's constitutional framework rests demands nothing less.

#### VIII. Conclusion

[134] The *Securities Act* as presently drafted is not valid under the general branch of the federal power to regulate trade and commerce under s. 91(2) of the *Constitution Act, 1867*.

*Judgment accordingly.*

*Solicitor for the Attorney General of Canada:  
Attorney General of Canada, Ottawa.*

[131] Les divers modèles de réglementation des valeurs mobilières proposés au fil des ans au Canada révèlent qu'il s'agit d'une matière qui comporte à la fois des aspects nationaux et des aspects locaux. Cela ressort également de l'expérience d'autres fédérations, même si chaque pays possède sa propre histoire constitutionnelle et ses propres impératifs. Il n'en demeure pas moins que chaque ordre de gouvernement est compétent à l'égard de certains aspects de la réglementation des valeurs mobilières et que chacun peut collaborer avec l'autre pour s'acquitter de ses responsabilités.

[132] Il n'appartient pas à la Cour de suggérer aux gouvernements du Canada et des provinces comment procéder, en jugeant à l'avance, dans les faits, tel ou tel autre régime valide sur le plan constitutionnel. Nous pouvons toutefois à bon droit noter l'existence d'une tendance de plus en plus marquée à envisager les problèmes complexes de gouvernance susceptibles de se présenter dans une fédération, non pas comme une simple alternative entre les deux ordres de gouvernement, mais comme une recherche coopérative de solutions qui satisfont les besoins tant de l'ensemble du pays que de ses composantes.

[133] Une telle approche s'inscrit dans le droit fil des principes constitutionnels canadiens et des pratiques adoptées par le fédéral et les provinces dans d'autres sphères d'activité. Ces régimes ont pour pivot le respect par chacun des champs de compétence de l'autre et la collaboration pour principe directeur. Le fédéralisme qui sous-tend le cadre constitutionnel canadien n'exige pas moins.

#### VIII. Conclusion

[134] La *Loi sur les valeurs mobilières*, dans sa version actuelle, n'est pas valide, car elle ne relève pas du pouvoir général de réglementation en matière de trafic et de commerce conféré au Parlement par le par. 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*.

*Jugement en conséquence.*

*Procureur du procureur général du Canada :  
Procureur général du Canada, Ottawa.*



*Solicitor for the intervener the Attorney General of Ontario: Attorney General of Ontario, Toronto.*

*Procureur de l'intervenant le procureur général de l'Ontario : Procureur général de l'Ontario, Toronto.*

*Solicitors for the intervener the Attorney General of Quebec: Bernard, Roy & Associés, Montréal.*

*Procureurs de l'intervenant le procureur général du Québec : Bernard, Roy & Associés, Montréal.*

*Solicitor for the intervener the Attorney General of New Brunswick: Attorney General of New Brunswick, Fredericton.*

*Procureur de l'intervenant le procureur général du Nouveau-Brunswick : Procureur général du Nouveau-Brunswick, Fredericton.*

*Solicitor for the intervener the Attorney General of Manitoba: Attorney General of Manitoba, Winnipeg.*

*Procureur de l'intervenant le procureur général du Manitoba : Procureur général du Manitoba, Winnipeg.*

*Solicitor for the intervener the Attorney General of British Columbia: Attorney General of British Columbia, Victoria.*

*Procureur de l'intervenant le procureur général de la Colombie-Britannique : Procureur général de la Colombie-Britannique, Victoria.*

*Solicitor for the intervener the Attorney General for Saskatchewan: Attorney General for Saskatchewan, Regina.*

*Procureur de l'intervenant le procureur général de la Saskatchewan : Procureur général de la Saskatchewan, Regina.*

*Solicitors for the intervener the Attorney General of Alberta: Fraser Milner Casgrain, Calgary; Attorney General of Alberta, Edmonton.*

*Procureurs de l'intervenant le procureur général de l'Alberta : Fraser Milner Casgrain, Calgary; procureur général de l'Alberta, Edmonton.*

*Solicitors for the intervener the Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights: Paliare, Roland, Rosenberg, Rothstein, Toronto.*

*Procureurs de l'intervenante la Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs : Paliare, Roland, Rosenberg, Rothstein, Toronto.*

*Solicitors for the intervener the Canadian Coalition for Good Governance: Davies Ward Phillips & Vineberg, Toronto.*

*Procureurs de l'intervenante la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises : Davies Ward Phillips & Vineberg, Toronto.*

*Solicitors for the intervener the Investment Industry Association of Canada: Torys, Toronto.*

*Procureurs de l'intervenante l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières : Torys, Toronto.*

*Solicitors for the intervener the Canadian Bankers Association: Osler, Hoskin & Harcourt, Toronto.*

*Procureurs de l'intervenante l'Association des banquiers canadiens : Osler, Hoskin & Harcourt, Toronto.*

*Solicitors for the intervener the Ontario Teachers' Pension Plan Board: Gowling Lafleur Henderson, Toronto.*

*Procureurs de l'intervenant le Conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario : Gowling Lafleur Henderson, Toronto.*

*Solicitors for the intervener Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires: Paquette Gadler Inc., Montréal.*

*Solicitors for the intervener Barreau du Québec: Lavery, de Billy, Montréal.*

*Solicitors for the intervener the Institute for Governance of Private and Public Organizations: Fraser Milner Casgrain, Montréal.*

*Procureurs de l'intervenant le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires: Paquette Gadler Inc., Montréal.*

*Procureurs de l'intervenant le Barreau du Québec: Lavery, de Billy, Montréal.*

*Procureurs de l'intervenant l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques: Fraser Milner Casgrain, Montréal.*