

L'innovation financière responsable au Canada : une proposition de programme de recherche

*Stéphane ROUSSEAU**

Responsible Financial Innovation in Canada : A Research Agenda

**Innovación financiera responsable en Canadá :
una propuesta del programa de investigación**

**A inovação financeira responsável no Canada :
uma proposta de programa de pesquisa**

加拿大的负责任金融创新：一份研究议程

Résumé

L'innovation est indissociable de l'évolution de la finance. Elle s'exprime par la création et la diffusion de produits financiers, de procédés et de services novateurs, de même que par l'établissement de marchés et d'institutions. En ce sens, l'innovation intéresse l'ensemble des fonctions du système financier. Si l'innovation peut contribuer à la croissance économique et à l'amélioration des conditions de vie, la crise financière de 2008 nous a rappelé que les défaillances du marché

Abstract

Innovation is closely associated with the evolution of finance. It includes the creation and diffusion of financial products, processes and new services, as well as the creation of markets and institutions. Thus, innovation concerns all of the functions of the financial system. Although innovation can contribute to economic growth and to the improvement of social welfare, the financial crisis of 2008 has shown that market failures can compromise the financial system's

* Professeur titulaire de la Chaire en gouvernance et droit des affaires, Université de Montréal.

viennent remettre en cause la capacité du système financier à générer des résultats servant l'intérêt public.

Dans cette perspective, l'objectif de l'étude consiste à explorer le potentiel offert par la notion d'innovation financière responsable pour soutenir des politiques qui appuient les bénéfices de l'innovation financière, tout en mitigant ses conséquences préjudiciables. Spécifiquement, l'étude vient esquisser les contours d'un programme de recherche destiné à amorcer une réflexion relativement à la contribution de l'innovation financière responsable, en se concentrant sur les produits financiers plutôt que sur toutes les innovations du secteur financier.

Resumen

La innovación es inseparable de la evolución de las finanzas. Esta se expresa a través de la creación y difusión de productos financieros, de procedimientos y servicios innovadores, así como a través del establecimiento de mercados e instituciones. En este sentido, la innovación involucra el conjunto de las funciones del sistema financiero. Si bien la innovación puede contribuir al crecimiento económico y al mejoramiento de las condiciones de vida, la crisis financiera de 2008 nos recordó que las fallas del mercado ponen en tela de juicio la capacidad del sistema financiero para generar resultados que sirvan al interés público.

En esta perspectiva, el objetivo del estudio consiste en explorar el potencial ofrecido por la noción de innovación financiera responsable para respaldar las políticas que apoyan los beneficios de la innovación financiera, mitigando a la vez sus consecuencias perjudiciales. Específi-

ability to generate results that serve the public interest.

From this perspective, the goal of the article is to explore the potential offered by the notion of responsible financial innovation in supporting policies that nurture the benefits of financial innovation while mitigating its adverse effects. Specifically, the article proposes a draft research agenda that purports to spur a reflection regarding the contribution of responsible financial innovation by focusing on financial products rather than all financial sector innovations.

Resumo

A inovação é indissociável da evolução financeira. Ela se exprime através da criação e difusão de produtos financeiros, de procedimentos e serviços inovadores, assim como pelo estabelecimento de mercados e instituições. Neste sentido, a inovação interessa ao conjunto das funções do sistema financeiro. Se a inovação pode contribuir ao crescimento econômico e melhoria das condições de vida, a crise financeira de 2008 nos lembrou que as falhas do mercado vêm questionar a capacidade do sistema financeiros de gerar resultados que sirvam ao interesse público.

Nesta perspectiva, o objetivo deste estudo consiste em explorar o potencial oferecido pela noção de inovação financeira responsável para sustentar políticas que se apoiem sobre os benefícios da inovação financeira, ao mesmo tempo que atenuam suas consequências prejudiciais. Especificamente, o estudo procura esboçar

camente, el estudio se propone esbozar las líneas generales de un programa de investigación destinado a iniciar una reflexión relativa a la contribución de la innovación financiera responsable, concentrándose en los productos financieros por sobre todas las innovaciones del sector financiero.

os contornos de um programa de pesquisa destinado a iniciar uma reflexão relativa à contribuição da inovação financeira responsável, concentrando-se antes sobre produtos financeiros do que sobre todas as inovações do setor financeiro.

摘要

创新与金融的发展密切相关。它体现为金融产品、流程和新服务的设计和发行，以及市场和机构的建立。因此，创新关涉金融体系的所有功能。如果说创新可以促进经济增长、改善生活条件，那么2008年经融危机则提醒我们，市场失灵可能损害金融体系服务公共利益的能力。

从这个角度看，本文的目的在于帮助决策者挖掘负责任金融创新概念所蕴含的潜力，以支撑金融创新的有利后果，减轻其不利后果。具体而言，本文勾勒了一份研究计划的轮廓，这份计划的研究目的是思考负责任金融创新的贡献，重点关注金融产品而不是金融行业的所有创新。

Plan de l'article

Introduction	159
I. Une notion à construire	161
II. Quelle place au regard des objectifs et des modes d'encadrement du secteur financier ?	163
III. L'approche fondée sur le cycle de vie des produits	165
IV. Le rôle des sentinelles pour soutenir l'innovation financière responsable	167
Conclusion	169

L'innovation est indissociable de l'évolution de la finance¹. Elle s'exprime par la création et la diffusion de produits financiers, de procédés et de services novateurs, de même que par l'établissement de marchés et d'institutions. En ce sens, l'innovation intéresse l'ensemble des fonctions du système financier où elle est soutenue par un éventail de facteurs allant de la créativité des acteurs, en passant par les avancées dans les connaissances en mathématiques et en économie financière, jusqu'aux technologies de l'information, à l'intelligence artificielle, à la science des données et à l'arbitrage réglementaire. L'innovation financière peut être appréhendée soit dans la perspective de la demande (comme réponse aux besoins des investisseurs et des entreprises), soit dans la perspective de l'offre (comme stratégie de différenciation des opérateurs du secteur financier)². La récente montée en puissance des Fintechs nous permet déjà d'entrevoir une nouvelle vague d'innovations transformant le secteur financier.

Selon le World Economic Forum, l'innovation dans le secteur financier peut contribuer à la croissance économique et à l'amélioration des conditions de vie³. Il en va ainsi, par exemple, lorsqu'elle : i) soutient la résilience économique et financière ; ii) sécurise l'épargne et l'intégrité des marchés financiers ; iii) facilite la répartition efficace des capitaux ; iv) améliore la gestion des risques ou v) favorise l'accès aux produits et services financiers. Lorsqu'il fonctionne bien, le système financier permet d'harnacher les innovations financières dans l'intérêt de la collectivité⁴.

La grande crise financière (GCF) de 2008 nous a toutefois rappelé que les défaillances du marché viennent remettre en cause la capacité du système financier à générer des résultats servant l'intérêt public⁵. L'innovation peut

¹ Emiliós AVGOULEAS, « Regulating Financial Innovation », dans Niamh MOLONEY, Eilis FERRAN et Jennifer PAYNE (dir.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, OUP, 2015, p. 659 ; WORLD ECONOMIC FORUM, *The New Physics of Financial Services*, Genève, 2018, en ligne : <http://www3.weforum.org/docs/WEF_New_Physics_of_Financial_Services.pdf> (consulté le 24 mai 2019).

² Dan AWREY, « Toward a Supply-Side Theory of Financial Innovation », (2013) 41 *Journal of Comparative Economics* 401.

³ WORLD ECONOMIC FORUM, *Rethinking Financial Innovation Reducing Negative Outcomes While Retaining the Benefits*, Genève, 2012, en ligne : <<https://www.weforum.org/reports/rethinking-financial-innovation>>, p. 16-19 (consulté le 24 mai 2019).

⁴ Stephen LUMPKIN, « Consumer Protection and Financial Innovation: A Few Basic Propositions », (2010) 98 *OECD Journal: Financial Market Trends* 1.

⁵ Carlo GOLA et Antonio ILARI, « Financial Innovation Oversight: A Policy Framework », (2015) 3-1 *The Journal of Financial Perspectives* 1.

avoir des conséquences sociales préjudiciables en générant des externalités négatives, telles que les risques systémiques, qui en viennent à déstabiliser le système financier. D'autres défaillances du marché, telles que les asymétries de pouvoir, l'existence de biens publics et les asymétries informationnelles, sont aussi susceptibles d'entraver le bon fonctionnement du système financier et de faire en sorte que l'innovation engendre des conséquences sociales défavorables en causant des pertes pour les investisseurs, les consommateurs, les citoyens et l'État.

Dans cette perspective, le rôle des autorités de réglementation consiste à instituer des politiques qui soutiennent les bénéfices de l'innovation financière, tout en mitigeant ses conséquences préjudiciables⁶. Il s'agit, sans contredit, d'un défi de taille. Force est de reconnaître qu'il n'est pas aisé *a priori* de distinguer les « bonnes » et les « mauvaises » innovations financières. De plus, puisque leurs effets se font sentir dans différentes sphères du système financier, les innovations interpellent une diversité d'acteurs. Enfin, les politiques publiques doivent accompagner, voire anticiper, les innovations plutôt que réagir à des problèmes qui sont survenus.

Malgré l'importance du défi, il incombe aux autorités de voir à la mise en place d'un encadrement de l'innovation financière qui assure la stabilité des marchés financiers, la protection des investisseurs et des consommateurs de produits et services financiers, ainsi que l'efficacité des marchés dans la répartition des capitaux. Pour reprendre les propos de Ford⁷, il importe de mettre de côté le postulat selon lequel le droit est étranger à l'innovation et n'est pas concerné par celle-ci.

Ce texte, qui comporte quatre parties, a pour objectif d'esquisser les contours d'un programme de recherche destiné à amorcer une réflexion relativement à l'innovation financière responsable, en se concentrant sur les produits financiers plutôt que sur toutes les innovations du secteur financier. La première partie introduit la notion d'innovation financière responsable, qui demeure une notion à construire. La seconde partie discute de la place de cette notion au regard des objectifs et des modes d'encadrement du secteur financier. Par la suite, est examinée la contribution de

⁶ Timothy BAIKIE, Tracey STERN et Maureen JENSEN, *A Framework for Responsive Market Regulation*, Toronto, Ontario Securities Commission, 2017.

⁷ Cristie FORD, *Innovation and the State: Finance, Regulation, and Justice*, Cambridge, Cambridge University Press, 2017.

l'approche fondée sur le cycle de vie des produits en matière d'innovation financière responsable. Enfin, la quatrième partie aborde des questions liées au rôle des sentinelles pour soutenir l'innovation financière responsable.

I. Une notion à construire

Pour faire face aux défis que soulève l'innovation financière, la notion d'innovation responsable suscite un intérêt croissant. Cette notion a pour vocation de combler le déficit de responsabilité qui survient lorsque les instruments de gouvernance juridique, prenant la forme d'autorisation et de contrôle, n'arrivent pas à mitiger les externalités négatives générées par l'innovation⁸. Plus particulièrement, l'innovation responsable constitue une réponse au dilemme du contrôle qui résulte de l'innovation. Ce dilemme s'articule ainsi dans le cas de l'innovation financière. D'une part, puisque les bénéfices et les risques des innovations financières ne se révèlent qu'à l'usage, les régulateurs tendent à intervenir tardivement, alors que les impacts se font déjà sentir. De surcroît, la tâche des régulateurs est compliquée par l'imbrication des innovations dans le système financier qui limitent leur capacité à les contrôler ou à les régir. D'autre part, durant les premières étapes du processus d'innovation, les régulateurs ne disposent pas de données précises sur les bénéfices et les risques, ce qui restreint leur capacité à proposer un encadrement.

Notion relativement nouvelle qui a pris son essor en matière de science et technologie, l'innovation responsable connaît de multiples définitions. Les auteurs Burget *et al.* la définissent comme :

an attempt to govern research and innovation in order to include all the stakeholders and the public in the early stages of research and development. The inclusion of different actors and the public is, in turn, meant to increase the possibilities to anticipate and discern how research and innovation can or may benefit society as well as prevent any negative consequences from occurring.⁹

⁸ Richard OWEN, Jack STILGOE, Phil MACNAGHTEN, Mike GORMAN, Erik FISHER et Dave GUSTON, « A Framework for Responsible Innovation », dans Richard OWEN, John BESANT et Maggy HEINTZ (dir.), *Responsible Innovation: Managing the Responsible Emergence of Science and Innovation in Society*, Chichester, John Wiley & Sons, 2013, p. 27.

⁹ Mirjam BURGET, Emanuele BARDONE et Margus PEDASTE, « Definitions and Conceptual Dimensions of Responsible Research and Innovation: A Literature Review », (2017) 23 *Science and Engineering Ethics* 1.

Au cours des dernières années, l'innovation responsable a retenu l'attention en économie et en finance¹⁰. Au-delà de la littérature académique, la notion d'innovation responsable fait même son chemin du côté des politiques publiques dans le secteur financier. À titre d'exemple, l'Office of the Comptroller of the Currency des États-Unis a publié un rapport dans lequel il définit l'innovation responsable ainsi: «The use of new or improved financial products, services, and processes to meet the evolving needs of consumers, businesses and communities in a manner that is consistent with sound risk management and is aligned with the bank's overall business strategy»¹¹. À notre connaissance, aucune étude étoffée n'a toutefois été réalisée sur la contribution de l'innovation financière responsable pour la réglementation au Canada.

Pour l'instant, l'approche dominante de l'innovation responsable est celle proposée par les auteurs Owen *et al.*, qui structurent l'analyse en quatre composantes: 1) anticipation; 2) réflexivité; 3) inclusion et délibération; 4) réactivité¹². Si elle fait l'objet de quelques études relativement à l'innovation financière¹³, cette approche n'a pas été examinée en profondeur, ni dans ses dimensions conceptuelles¹⁴, ni dans ses dimensions réglementaires¹⁵,

¹⁰ Keren ASANTE, Richard OWEN et Glenn WILLIAMSON, «Governance of New Product Development and Perceptions of Responsible Innovation in the Financial Sector», (2014) 1 *J. Responsible Innovation* 9; Rob LUBBERINK, Vincent BLOK, Johan VAN OPHEM et Onno OMTA, «Lessons for Responsible Innovation in the Business Context: A Systematic Literature Review of Responsible, Social and Sustainable Innovation Practices», (2017) 9 *Sustainability* 721.

¹¹ U.S. OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Supporting Responsible Innovation in the Federal Banking System: An OCC Perspective*, Washington, 2016, en ligne: <<https://www.occ.gov/news-issuances/news-releases/2016/nr-occ-2016-39.html>>, p. 5 (consulté le 24 mai 2019).

¹² R. OWEN *et al.*, préc., note 8.

¹³ Keren ASANTE et Richard OWEN, *Towards a Framework for Responsible Financial Innovation*, 2012, en ligne: <http://innovation-finance.altran.fr/files/LUX_2012___Towards_a_framework_for_responsible_financial_innovation.pdf> (consulté le 24 mai 2019); K. ASANTE *et al.*, préc., note 10.

¹⁴ Fabian MUNIESA et Marc LENGLET, «Responsible Innovation in Finance: Directions and Implications», dans R. OWEN *et al.* (dir.), préc., note 8, p. 185.

¹⁵ Margaret ARMSTRONG, Guillaume CORNUT, Stéphane DELACÔTE, Marc LENGLET, Yuval MILLO, Fabian MUNIESA, Alexandre POINTIER et Yamina TADJEDDINE, «Towards a Practical Approach to Responsible Innovation in Finance: New Product Committee Revisited», (2012) 20 *Journal of Financial Regulation and Compliance* 147.

incluant en lien avec l'encadrement canadien. En somme, « [r]esponsible innovation in finance is more a challenge than a structured field »¹⁶.

Dans cette perspective, une première avenue de recherche consiste à définir la notion d'innovation responsable au regard de l'innovation financière. Deux avenues méritent une attention plus particulière¹⁷. La première est d'apprécier le concept d'innovation responsable dans la perspective fonctionnelle inspirée des travaux de l'auteur Merton¹⁸. Selon cette avenue, une innovation est responsable dans la mesure où elle appuie au moins une des fonctions du système financier, à savoir l'échange, le financement des entreprises, le transfert des ressources, la gestion du risque, la réduction des asymétries informationnelles et la coordination des décisions. La seconde avenue est d'avoir recours à une démarche d'évaluation éthique fondée sur les valeurs et qui tient compte de la nature adversative du secteur financier¹⁹. Spécifiquement, pour donner un sens à l'innovation responsable cette avenue nécessite qu'on s'intéresse à des valeurs pertinentes pour la finance, soit la liberté, l'égalité, l'intégrité, l'utilité collective, le mérite et la non-malfaisance²⁰.

II. Quelle place au regard des objectifs et des modes d'encadrement du secteur financier ?

À l'instar de la plupart des pays dotés d'un système financier développé, le Canada ne dispose pas d'un encadrement spécifique relativement à l'innovation financière. De fait, une étude récente du Bureau de la concurrence, qui note que « le Canada accuse du retard en ce qui a trait à l'adoption des technologies financières »²¹, fait bien ressortir la multiplicité des cadres

¹⁶ F. MUNIESA et M. LENGLET, préc., note 14.

¹⁷ *Id.*, p. 187-191.

¹⁸ Robert C. MERTON, « Financial innovation and the management and regulation of financial Institutions », (1995) 19 *Journal of Banking and Finance* 461.

¹⁹ Voir Joseph HEATH, « An Adversarial Ethic for Business », (2007) 72 *Journal of Business Ethics* 359.

²⁰ Pour un exemple de l'application de cette approche dans le secteur financier, voir COMMISSION DE L'ÉTHIQUE EN SCIENCE ET TECHNOLOGIE, *Enjeux éthiques liés au trading à haute fréquence*, Québec, 2016, en ligne : <http://www.ethique.gouv.qc.ca/fr/assets/documents/THF/THF_vf_web.pdf>, p. 42 et suiv. (consulté le 24 mai 2019).

²¹ BUREAU DE LA CONCURRENCE, *Progrès du Canada dans le domaine des technologies financières*, Ottawa, 2018, p. 1, en ligne : <<https://www.bureaudelaconcurrence.gc.ca/eic/site/cb-bc.nsf/fra/04392.html>> (consulté le 24 mai 2019).

réglementaires s'appliquant au secteur financier et influant sur l'innovation financière²². En effet, nous retrouvons des normes juridiques qui intéressent – voire régissent – l'innovation financière dans la législation et la réglementation fédérales et provinciales du secteur financier, ainsi que dans les règles des organismes d'autoréglementation comme l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM). L'ensemble de ces normes juridiques créent un encadrement contextuel qui influe sur l'innovation financière. Au regard de ces multiples cadres réglementaires, l'étude du Bureau de la concurrence souligne qu'une « collaboration accrue entre les organismes de réglementation, à tous les niveaux, permettrait l'adoption d'une approche claire et unifiée en matière de risque, d'innovation et de concurrence »²³.

Pour mener la réflexion, il est nécessaire de situer la notion d'innovation responsable dans le cadre réglementaire à l'égard des objectifs de la réglementation qui incluent la protection des investisseurs et des consommateurs, l'efficacité des marchés, la stabilité et l'intégrité du système financier, voire la promotion de la concurrence. Concrètement, il s'agit de déterminer quel(s) objectif(s) devraient guider la qualification d'une innovation financière comme étant « responsable ». Puisque les objectifs pourraient être en tension, cet exercice implique une réflexion sur leur priorisation dans une finalité de maximisation du bien-être social net résultant de l'innovation financière.

En outre, s'impose une cartographie des normes juridiques pertinentes pour l'encadrement de l'innovation financière en analysant le corpus de règles suivant la typologie proposée par les auteurs Armour *et al.*, qui distinguent les stratégies réglementaires *ex ante* et *ex post*²⁴. Les premières consistent en les règles régissant l'entrée (inscription des personnes, des sociétés et des produits), les règles de conduite, les obligations de divulgation, les normes prudentielles et la gouvernance. Les secondes réfèrent aux régimes d'assurance et de résolution. La cartographie devrait avoir pour finalité de faire ressortir le rôle des stratégies réglementaires pour soutenir

²² BUREAU DE LA CONCURRENCE, *L'innovation axée sur les technologies dans le secteur canadien des services financiers: une étude de marché*, Ottawa, 2017, en ligne: <<https://www.bureaudelaconcurrence.gc.ca/eic/site/cb-bc.nsf/fra/04322.html>>, p. 17-19 (consulté le 24 mai 2019).

²³ *Id.*, p. 20.

²⁴ JOHN ARMOUR, DAN AWREY, PAUL DAVIES, LUCA ENRIQUES, JEFFREY N. GORDON, COLIN MAYER et JENNIFER PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, OUP, 2016.

l'innovation responsable face aux différents types de défaillances de marché, en se concentrant sur l'innovation en matière de produits financiers²⁵.

III. L'approche fondée sur le cycle de vie des produits

Les produits financiers « innovants » destinés aux investisseurs au détail, tels que les produits structurés ou les fonds négociés en bourse, méritent une attention particulière²⁶. Ces produits financiers ont connu une croissance importante au cours des dernières années, ce qui pose des défis pour la protection des investisseurs. Or, à la suite de la GCF, les régulateurs ont consacré l'essentiel de leur attention au risque systémique. Ces « initiatives ont toutefois eu peu d'effets sur le contrôle de l'innovation financière », ce qui fait en sorte que « [l]es institutions financières continuent de bénéficier d'une grande souplesse dans les produits offerts aux investisseurs »²⁷.

Pourtant les produits d'investissement au détail soulèvent des enjeux importants pour la protection des investisseurs. Des asymétries informationnelles, des conflits d'agence et des biais cognitifs propres à ce segment du marché créent des menaces particulières. Ces menaces sont exacerbées par la complexité et l'opacité des produits structurés. Loin de se cantonner à la protection des investisseurs, ces menaces ont également des incidences pour l'efficacité des marchés et la stabilité financière. Au Canada, la crise du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) a mis en relief ces risques pour les investisseurs au détail et pour la stabilité financière²⁸, en soulevant la question d'une révision du cadre réglementaire : « securities regulatory weaknesses revealed by the [asset-backed commercial paper] meltdown call for a creative rethinking »²⁹.

²⁵ E. AVGOULEAS, préc., note 1 ; Niamh MOLONEY, « Regulating the Retail Markets », dans N. MOLONEY *et al.* (dir.), préc., note 1, p. 736.

²⁶ Voir Saule T. OMAROVA, « License to Deal : Mandatory Approval of Complex Financial Products », (2012) 90 *Wash. U. L. Rev.* 63.

²⁷ Patrick MIGNAULT, « Innovation financière : un contrôle a priori est-il devenu un mal nécessaire ? », (2015) 49-2 *RJTUM* 527.

²⁸ Stéphane ROUSSEAU, « La réglementation des agences de notation de crédit suite à la crise financière : la longue et tortueuse route vers la responsabilisation », dans Raymonde CRÊTE, Mario NACCARATO, Marc LACOURSIÈRE et Geneviève BRISSON (dir.), *La confiance au cœur de l'industrie des services financiers*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2009, p. 175

²⁹ Paul HALPERN, Caroline CAKEBREAD, Christopher C. NICHOLLS et Poonam PURI, *Back from the Brink : Lessons from the Canadian Asset-Backed Commercial Paper Crisis*, Toronto, University of Toronto Press, 2016, p. 214.

Tout comme cette problématique, les techniques réglementaires destinées à mitiger les risques d'abus des investisseurs sont bien connues. Elles incluent la divulgation obligatoire, les règles de conduite des intermédiaires et la réglementation des produits³⁰. Cette dernière technique a suscité un intérêt croissant depuis la GFC de la part des régulateurs face aux limites de la divulgation obligatoire. La réglementation des produits prend elle-même plusieurs dimensions, allant d'un contrôle *a priori* des produits à la «gouvernance» du processus de confection, en passant par la segmentation des marchés³¹. La gouvernance des produits, qui vise tout le cycle de vie de confection et de distribution des produits, a été intégrée au niveau européen avec la Directive MiFID II, entrée en vigueur en janvier 2018³². Cette approche vient harnacher l'expertise des acteurs financiers pour assurer la protection des investisseurs, comblant d'un même coup l'inévitable limite des régulateurs à suivre les innovations financières. La gouvernance des produits rend compte de l'importance de la perspective de l'offre dans l'innovation financière. Malgré ses attraits, la gouvernance des produits n'est pas sans critique en raison de son caractère plus intrusif, voire paternaliste, et de ses effets potentiellement inhibiteurs pour l'innovation.

Au Canada, nous retrouvons des éléments de gouvernance des produits dans la réglementation financière provinciale et fédérale. De plus, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) expérimentent avec l'approche du «bac à sable réglementaire», qui vise à appuyer les Fintechs souhaitant offrir des applications, des produits et des services novateurs au Canada³³. Plus particulièrement, s'inspirant du modèle de la Financial Conduct Authority, en février 2017, les ACVM «ont lancé un bac à sable réglementaire afin d'appuyer les entreprises spécialisées en technologie financière (fintechs) souhaitant offrir des applications, des produits et des services novateurs au Canada»³⁴. Dans l'Avis 46-307, les ACVM ont suggéré

³⁰ N. MOLONEY, préc., note 25.

³¹ J. ARMOUR *et al.*, préc., note 24; S.T. OMAROVA, préc., note 26.

³² EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Orientations sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II*, ESMA35-43-620, 2018.

³³ Voir Stéphane ROUSSEAU, «La réglementation des émissions de cryptomonnaies (ICOs) au Canada: la protection des investisseurs et le bon fonctionnement du marché dans le bac à sable réglementaire», (2018) 1 *Revue internationale des services financiers* 15.

³⁴ AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Bac à sable réglementaire des ACVM*, en ligne: <https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/ressources_professionnelles.aspx?id=1588> (consulté le 24 mai 2019).

que le bac à sable réglementaire est particulièrement adapté aux cryptomonnaies. Ainsi, elles invitaient les sociétés projetant des ICOs à communiquer avec leur régulateur pour discuter des « façons possibles de se conformer à la législation en valeurs mobilières » et « éviter des imprévus coûteux sur le plan réglementaire »³⁵.

Dans ce contexte, il est opportun de s'intéresser au potentiel de la réglementation des produits pour l'innovation financière responsable. Plus particulièrement, il s'agit de décomposer les différentes approches de la réglementation des produits pour les situer par rapport à l'approche de l'innovation financière responsable de Owen *et al.*³⁶. Cette démarche permettrait de déterminer si la technique de la réglementation des produits constitue un mode d'opérationnalisation de l'innovation responsable.

Cette démarche implique l'analyse comparative des régimes de la gouvernance des produits en Europe et au Canada afin d'identifier les améliorations pouvant être envisagées. La collaboration entre les régulateurs canadiens mérite aussi d'être étudiée afin de mieux comprendre les pratiques et de déterminer s'il existe des angles morts devant être colmatés. Enfin, un autre chantier concerne la mise en œuvre de la gouvernance des produits dans la pratique des institutions financières.

V. Le rôle des sentinelles pour soutenir l'innovation financière responsable

La réglementation financière nord-américaine est fondée principalement sur la transparence³⁷. Cette approche s'appuie sur l'ensemble des composantes du marché dans la poursuite des objectifs d'efficacité et de protection des investisseurs. Dans ce modèle, les investisseurs jouent un

³⁵ AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Avis 46-307 du personnel des ACVM – Les émissions de cryptomonnaies*, 2017, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/0-avis-acvm-staff/2017/2017aout24-46-307-avis-acvm-fr.pdf>>, p. 8 (consulté le 24 mai 2019).

³⁶ R. OWEN *et al.*, préc., note 8.

³⁷ Scott HENDRY, Stéphane LAVOIE et Carolyn WILKINS, « Securitized Products, Disclosure, and the Reduction of Systemic Risk », (2010) 1 *Financial System Review* 47; James J. PARK, « Reassessing the Distinction between Corporate and Securities Law », (2017) 64 *UCLA L. Rev.* 116; Stéphane ROUSSEAU, « Qualité et intégrité de l'information sur les marchés financiers : quel rôle pour les sanctions civiles au Canada? », dans *Études à la mémoire de Philippe Naud-Leduc – Le juriste dans la cité*, Paris, L.G.D.J., 2018, p. 901.

rôle central. Ils sont censés être en mesure d'utiliser l'information divulguée afin d'évaluer le risque et le rendement des produits financiers. De plus, ils peuvent contribuer à améliorer l'efficacité informationnelle par leur analyse de l'information divulguée et par leurs propres efforts de production d'information. En outre, la demande d'information fiable par les investisseurs favorise l'émergence d'intermédiaires spécialisés, les sentinelles. Selon la définition classique, les sentinelles sont des parties privées qui peuvent perturber les comportements répréhensibles en s'abstenant de coopérer avec les contrevenants³⁸. Pour d'autres, elles agissent à titre d'intermédiaires réputationnels en fournissant des services de vérification et d'attestation aux investisseurs.

Au fil du temps, la littérature a identifié un nombre croissant de sentinelles pour inclure notamment les agences de notation de crédit, les analystes financiers, les auditeurs, les conseillers juridiques d'entreprise, les responsables de la conformité et les courtiers en valeurs mobilières³⁹. Compte tenu de l'élargissement de la notion, une distinction est désormais effectuée entre les sentinelles internes et externes⁴⁰. Pour nos fins, il suffit de souligner que la présence de sentinelles fait en sorte que les régulateurs ne sont pas les seuls acteurs impliqués dans la supervision du marché et dans l'application de la loi. De fait, les régulateurs œuvrent de concert avec les sentinelles dont ils dépendent à bien des égards pour signaler, voire prévenir, les illégalités.

Cet axe prend acte de l'omniprésence des sentinelles dans le secteur financier. Il a pour objectif d'améliorer notre compréhension du rôle des sentinelles pour soutenir l'innovation financière responsable. Plus particulièrement, il s'agit d'identifier les sentinelles impliquées dans la confection et la distribution de produits financiers innovateurs, soit à l'interne, soit à l'externe. Cet exercice s'effectuera à propos de notre étude du cycle de vie des produits financiers discutée ci-dessus. De plus, la contribution

³⁸ John C. COFFEE, *Gatekeepers – The Role of the Professions*, Oxford, Oxford University Press, 2006; Stephanie BEN-ISHAI, «A Survey of Gatekeepers in Canadian Capital Markets», (2006) 6 *Task Force To Modernize Securities Legislation In Canada, Canada Steps Up* 343; Ronald J. GILSON et Reinier H. KRAAKMAN, «The Mechanisms of Market Efficiency», (1984) 70 *Va. L. Rev.* 549.

³⁹ S. BEN-ISHAI, *id.*

⁴⁰ Andrea MINTO, «Enlisting Internal and External Financial Gatekeepers: Problems of Multiple Centres of Knowledge Construction», (2018) 9 *European Journal of Risk Regulation* 283.

de ces sentinelles à l'innovation responsable mériterait d'être analysée à la lumière de leur expertise, de leur encadrement et de leur champ d'intervention. En puisant dans les études antérieures, il s'agirait d'effectuer l'analyse en tenant compte des limites de la contribution des sentinelles qui peuvent découler de divers facteurs, tels que les asymétries informationnelles, les biais cognitifs et les conflits d'intérêts. Au terme de cette analyse, des recommandations de politiques seraient formulées afin d'améliorer la contribution des sentinelles à l'innovation financière responsable.

*
* * *

Quelque dix ans après la crise financière, des progrès importants ont été accomplis pour renforcer la stabilité des institutions financières et mitiger le risque systémique. Néanmoins, un fort consensus existe quant à l'inévitabilité d'une prochaine crise. D'où viendra-t-elle cette fois? Si les causes potentielles sont nombreuses, l'innovation financière revient invariablement dans la liste⁴¹. Il paraît donc des plus à-propos de s'intéresser à l'innovation financière et de poursuivre des travaux de recherche sur son encadrement.

Dans cette perspective, l'objectif de ce texte était modeste. Il consistait à esquisser les contours d'un programme de recherche destiné à amorcer la réflexion relativement à l'innovation financière responsable, en se concentrant sur les produits financiers. Comme nous pouvons le constater, il s'agit d'un vaste chantier. Il ne reste maintenant qu'à amorcer le travail...

⁴¹ Edward E. MILLS, « A Decade After the Great Recession, Is the Global Financial System Safer? », 2018, en ligne : <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/ten-years-great-recession-global-financial-system-safer/>> (consulté le 24 mai).