



REVUE JURIDIQUE THÉMIS

de l'Université de Montréal

NUMÉRO SPÉCIAL

Les frontières du droit des valeurs mobilières

Propos introductif

Stéphane Rousseau

Entre relations professionnelles et dynamiques commerciales :
réflexions sur la protection des investisseurs dans la production
et la distribution des valeurs mobilières au Québec

Cinthia Duclos

Les frontières du droit des valeurs mobilières

Anne-Catherine Muller

La difficile articulation des notions de crypto-actif et
d'instrument financier en droit de l'Union européenne

Pauline Pailler

L'intégration de l'intelligence artificielle en finance :
quel rôle pour les régulateurs financiers?

Patrick Mignault
et Stéphane Rousseau

La directive CSRD : les enjeux de la transposition

Bénédicte François

Ongoing Challenges to U.S. Climate-related Disclosure

Thomas M. Madden
et Gerlinde Berger-Walliser

The Corporate Sustainability Due Diligence Directive:
European Neo-Imperialism or an Innovative Approach
to Tackling Abuses in Global Supply and Value Chains?

Corrado Malberti

The Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD):
Everything, Everywhere, all at once?

David Ramos Muñoz



Entre relations professionnelles et dynamiques commerciales : réflexions sur la protection des investisseurs dans la production et la distribution des valeurs mobilières au Québec

*Cinthia DUCLOS**

**Between Professional Relations and Market Dynamics :
Reflections on Investor Protection in the Production and
Distribution of Securities in Québec**

**Entre relaciones profesionales y dinámicas comerciales :
reflexiones sobre la protección de los inversores en la producción
y distribución de valores mobiliarios en Quebec**

**Entre relações profissionais e dinâmicas comerciais :
reflexões sobre a proteção dos investidores na produção e na
distribuição dos valores mobiliários no Quebec**

在专业关系与市场动态之间：对魁北克证券生产与分销中投资者保护的思考

* Avocate et professeure agrégée à la Faculté de droit de l'Université Laval. Elle est aussi directrice du Laboratoire en droit des services financiers (LABFI). L'auteure remercie Ariel Couillard et Sandrine Brouillet pour leur assistance à titre d'auxiliaires de recherche aux fins de la préparation de ce texte.

Résumé

Cet article examine la manière dont la législation en valeurs mobilières québécoise assure la protection des investisseurs dans les activités de production exercées par les émetteurs assujettis et celles de distribution réalisées par les intermédiaires financiers. En adoptant une perspective à la fois contemporaine et historique, l'auteur compare les mécanismes d'encadrement propres à ces deux types d'activités et met en lumière les différences quant à leur nature et à leur approche en matière de protection des investisseurs. L'auteure analyse ensuite ces divergences à travers le prisme du caractère d'ordre public de protection de la *Loi sur valeurs mobilières* et, corollairement, de sa mission de protection des parties plus vulnérables et de rééquilibrage des rapports de force dans les relations entre investisseurs, émetteurs et intermédiaires financiers.

Dans l'ensemble, l'article met en évidence des observations quant à l'adoption de mesures de protection différenciées et adaptées aux spécificités des activités exercées par les émetteurs assujettis et les intermédiaires financiers ainsi qu'aux particularités des relations professionnelles ou des dynamiques commerciales qu'elles impliquent avec les investisseurs.

Resumen

Este artículo analiza cómo la legislación sobre valores mobiliarios de Quebec asegura la protección de los inversores tanto en las actividades de producción realizadas por los emisores sujetos a ella como en las actividades de distribución llevadas a cabo por los intermediarios financieros. Desde una perspectiva tanto contemporánea como histórica, la autora

Abstract

This article investigates how Québec securities legislation safeguards investors in production activities conducted by reporting issuers and distribution activities undertaken by financial intermediaries. Through a contemporary and historical lens, the author compares the regulatory frameworks governing these two domains, emphasizing their distinct nature and approaches to investor protection. The author then analyzes these divergences through the lens of the public order nature of the *Securities Act*, particularly its mission to protect more vulnerable parties and to rebalance power dynamics in relationships between investors, issuers, and financial intermediaries.

Overall, the article highlights observations regarding the adoption of differentiated and tailored protective measures, which take into account the specificities of activities conducted by regulated issuers and financial intermediaries, as well as the unique characteristics of the professional relationships or commercial dynamics they establish with investors.

Resumo

Este artigo examina a maneira cujo a legislação sobre valores mobiliários quebequense assegura a proteção dos investidores nas atividades de produção exercidas pelos emissores credenciados e aquelas de distribuição realizadas pelos intermediários financeiros. Adotando uma perspectiva ao mesmo tempo contemporânea e histórica, a autora compara os quadros

compara los mecanismos de regulación aplicables a estos dos tipos de actividad, destacando las diferencias en su naturaleza y en el enfoque adoptado para garantizar la protección de los inversores. A continuación, la autora analiza estas divergencias a la luz del carácter de orden público que reviste la protección prevista en la Ley de Valores Mobiliarios y, como corolario, de su misión de amparar a las partes más vulnerables y reequilibrar las relaciones de poder entre inversores, emisores e intermediarios financieros.

En general, el artículo destaca la importancia de adoptar medidas de protección diferenciadas y adaptadas a las particularidades de las actividades desarrolladas por los emisores sujetos a la normativa y los intermediarios financieros, así como a las características propias de las relaciones profesionales o las dinámicas comerciales que estos mantienen con los inversores.

regulatórios próprios a esses dois tipos de atividade e esclarece as diferenças quanto à sua natureza e às suas próprias abordagens em matéria de proteção dos investidores. A autora analisa em seguida estas divergências pelo prisma do caráter da ordem pública de proteção da *Lei sobre valores mobiliários* e, por consequência, de sua missão de proteção das partes mais vulneráveis e do reequilíbrio das relações de força entre investidores, emissores e intermediários financeiros.

No conjunto, o artigo destaca observações quanto à adoção de medidas de proteção diferenciadas e adaptadas às especificidades das atividades exercidas pelos emissores credenciados e os intermediários financeiros, assim como às particularidades das relações profissionais ou das dinâmicas comerciais estabelecidas com os investidores.

摘要

本文探讨了魁北克证券立法确保在发行人进行的生产活动和金融中介进行的分销活动中如何保护投资者权益。通过现代与历史的视角，作者比较了这两个领域的具体监管机制，强调了它们在投资者保护方面的不同性质和方法。接着，作者从证券法公共政策性质的角度出发，分析了这些差异，特别是其保护更脆弱方的使命，以及在投资者、发行人和金融中介之间重新平衡权力关系的作用。

总体而言，本文强调了关于采用差异化和精准化保护措施的观察。这些措施考虑了受监管发行人和金融中介所进行活动的特性，以及它们与投资者建立的专业关系或商业动态的独特特征。

Plan de l'article

Introduction	11
I. Les mesures contemporaines de protection des investisseurs dans les activités de production et de distribution des valeurs mobilières	18
A. La protection des investisseurs dans les activités de production par les émetteurs assujettis.....	19
B. La protection des investisseurs dans les activités de distribution des titres par les intermédiaires financiers	21
C. Des approches et des régimes distincts pour la protection des investisseurs dans le domaine des valeurs mobilières.....	24
1. Des approches différenciées de la protection des investisseurs	24
2. Une gradation des régimes d'encadrement : de la régulation administrative à la discipline professionnelle	26
II. Un regard historique sur les mesures de protection des investisseurs dans la législation en valeurs mobilières	32
A. Les premières initiatives en protection des investisseurs : entre convergence et différenciation des cadres normatifs.....	33
B. L'évolution du cadre législatif de 1982 à aujourd'hui : vers une différenciation accrue entre transparence et professionnalisation.....	37
1. L'adoption de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> de 1982.....	37
2. L'évolution des mesures de protection des investisseurs jusqu'à aujourd'hui	40

III. La rationalité des divergences dans la nature et la portée des mesures de protection des investisseurs québécois	46
A. La nature des activités : entre relations professionnelles et dynamiques commerciales dans le domaine des valeurs mobilières.....	47
1. La nature spécialisée et complexe des services offerts	50
2. Le lien de confiance accru.....	51
3. Les risques sérieux de préjudices graves.....	54
B. La modulation du déséquilibre entre les parties et des mesures de protection selon la nature des activités : une histoire d'ordre public	57
Conclusion.....	60

Le marché des valeurs mobilières est en constante transformation et se caractérise par une complexité grandissante pour les investisseurs. Ce contexte est façonné par l'émergence de nouveaux produits et de services financiers innovants, tels que les cryptomonnaies, les robots-conseillers et les plateformes de courtage en ligne¹, auxquels s'ajoutent des tendances marquantes comme la ludification, l'essor de l'investissement autonome, l'influence grandissante des « influenceurs » et le développement de la finance décentralisée (DeFi)². Dans cet environnement changeant, une constante émerge toutefois : la nécessité d'assurer la protection des investisseurs et de maintenir leur confiance dans cette industrie³.

La protection des investisseurs, aussi appelée « protection des épargnants », occupe une place centrale dans les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Cette protection s'inscrit dans un cadre réglementaire plus vaste qui cherche également à assurer le bon fonctionnement et l'efficacité des marchés financiers⁴. Les autorités de régulation œuvrent à la réalisation de ces objectifs « en établissant des normes, en

¹ Cinthia DUCLOS, Raymonde CRÊTE et Martin CÔTÉ, avec la collab. de Salomé PARADIS, *Droit des services d'investissement – Encadrement des intermédiaires financiers et protection du public*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2024, n^{os} I-9, I-15 et I-34.

² Voir notamment AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Plan d'affaires des ACVM 2022-2025*, 2022, en ligne : <https://www.securities-administrators.ca/wp-content/uploads/2022/10/2022_2025_Plandaffaires_ACVM.pdf> ; AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Meilleures pratiques pour l'utilisation responsable de l'IA dans le secteur financier. Document de réflexion et de discussion*, 2024, en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/grand_public/publications/professionnels/tous-les-pros/IA_DocumentReflexion_MeilleuresPratiques2024.pdf>. Au sujet de l'influence des médias sociaux et des « influenceurs », voir notamment AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Indice ACVM des investisseurs 2024*, avril 2024, p. 7-10, en ligne : <<https://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/wp-content/uploads/2024/06/CSA-2024-Investor-Index-Executive-Summary-FR.pdf>>.

³ Voir notamment AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 2, p. 9-11. Pour l'environnement changeant, voir aussi GROUPE D'EXPERTS SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *Rapport final et recommandations – Créer un avantage sur les marchés des capitaux mondiaux*, Ottawa, Ministère des Finances du Canada, 2009, p. 5, en ligne : <https://publications.gc.ca/collections/collection_2009/fin/F2-188-2008F.pdf>.

⁴ Ces objectifs comprennent aussi la réduction du risque systémique. Voir C. DUCLOS *et al.*, , préc., note 1, n^o III-4; Stéphane ROUSSEAU, *Droit des valeurs mobilières : Théorie et pratique*, Montréal, Éditions Thémis, 2023, p. 40 et suiv.; *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557, 592; GROUPE D'EXPERTS SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, *id.*, p. 9; Mark R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, 4^e éd., Toronto, Thomson Reuters, 2019, p. 161-168.

surveillant les marchés, les acteurs du marché et leurs activités, en appliquant efficacement ces normes et en coopérant étroitement avec les autres autorités »⁵.

L'expression « protection des investisseurs »⁶, bien que couramment employée, demeure peu définie dans la législation et les textes doctrinaux. Une analyse des usages et des interprétations de cette notion par les régulateurs, les tribunaux et les auteurs permet néanmoins de dégager une compréhension commune : la protection des investisseurs vise principalement à « éviter que certains s'enrichissent aux dépens des autres⁷ », à prévenir les risques liés à des pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses, voire, selon les circonstances, également celles empreintes de négligence ou d'incompétence, et à offrir des moyens de réparation lorsque des préjudices surviennent⁸. En somme, le cadre juridique de la protection des investisseurs intègre à la fois des mesures préventives visant à éviter les préjudices pour les investisseurs ainsi qu'à dissuader les comportements frauduleux ou inappropriés des intervenants financiers et des mesures réparatrices destinées à aider les investisseurs lésés à obtenir une compensation⁹.

⁵ Traduction libre de INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2017, p. 10, en ligne : <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>>.

⁶ C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n° III-6. Voir aussi S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 40-42.

⁷ Raymonde CRÊTE, « L'appréciation de l'intérêt public dans le marché des valeurs mobilières : un pouvoir discrétionnaire trop envahissant ? », dans S.F.P.B.Q., *Développements récents en droit commercial (1992)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, p. 21, à la p. 30.

⁸ Plusieurs articles et autres documents de recherche et de discussion portant sur la protection des épargnants ne définissent pas cette notion. De manière générale, celle-ci n'est que sommairement définie ou le sens doit en être déduit à la lecture des affirmations et des raisonnements offerts dans le texte. Les descriptions et les observations quant à ses fondements et à ses composantes sont plutôt rares. Voir notamment à ce sujet C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n°s III-6 et suiv. ; Cinthia DUCLOS, *La protection des épargnants dans l'industrie des services d'investissement : une analyse de l'influence des défaillances organisationnelles sous l'angle du Swiss Cheese Model*, coll. « CÉDÉ », Montréal, Éditions Yvon Blais, 2021, p. 96-101. En complément, voir Stéphane ROUSSEAU, « L'application de la législation sur les valeurs mobilières au Québec : une étude du rôle du Tribunal administratif des marchés financiers », (2017) 76 R. du B. 1, 28 et 29 ; S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 40-42 ; M. R. GILLEN, préc., note 4, p. 163, 165-167 ; R. CRÊTE, *id.*, à la p. 30.

⁹ C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n° III-6 et III-7. Voir aussi la mission et les fonctions de l'Autorité des marchés financiers qui abondent en ce sens : *Loi sur l'encadrement du secteur financier*, RLRQ, c. E-6.1, art. 4, 7 et 8.

Cet objectif de protection au cœur de la législation en valeurs mobilières¹⁰ s'étend aux investisseurs qui participent à l'acquisition de titres émis sur le marché primaire, à ceux opérant sur le marché secondaire, et dans certains cas, aux investisseurs potentiels susceptibles d'intégrer le marché¹¹. Selon les circonstances, il vise à la fois les investisseurs individuels et institutionnels. L'investisseur individuel, également appelé investisseur de détail, est une personne investissant des sommes relativement modestes pour son propre compte. Cette expression regroupe à la fois les clients individuels et les clients autres que les investisseurs institutionnels, incluant les consommateurs et les sociétés de gestion personnelle. En revanche, l'investisseur institutionnel désigne un organisme financier, comme une institution financière, une banque d'investissement, une société d'assurance et une caisse de retraite, qui investit d'importantes ressources pour son propre compte ou celui de ses clients, notamment dans le domaine des valeurs mobilières. Dans l'exercice de leurs activités d'investissement, ces investisseurs institutionnels retiennent généralement les services de nombreux professionnels spécialisés dans le domaine de l'investissement et des marchés boursiers¹².

La protection de ces investisseurs dans la législation en valeurs mobilières concerne à la fois les activités de production et de distribution des titres financiers exercées par différents acteurs, dont les émetteurs assujettis (sociétés émettrices) et les intermédiaires financiers (courtiers, conseillers, représentants)¹³. Ces activités répondent à deux objectifs principaux : d'une part, le financement des entreprises par l'émission de titres financiers, et d'autre part, la possibilité pour les investisseurs d'acquérir ces titres

¹⁰ Aux fins de cet article, l'expression « législation en valeurs mobilières » est entendue au sens large et englobe les lois pertinentes, principalement la *Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c. V-1.1, ainsi que leurs règlements.

¹¹ S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 40-42.

¹² C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} Int-16 et Int-17 ; C. DUCLOS, préc., note 8, p. 9.

¹³ GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ENCADREMENT DU SECTEUR FINANCIER, *Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec*, Rapport du Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, Québec, Ministère des Finances, 2001, p. 25, en ligne : <<http://collections.banq.qc.ca/ark:/52327/bs42025>>. Voir également Marielle GIRARD, « Notions fondamentales sur la réglementation du marché des valeurs mobilières », JurisClasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Valeurs mobilières*, fasc. 1, Montréal, LexisNexis Canada, n^{os} 30 et suiv., à jour au 30 juillet 2019 (LAd/QL) ; M. R. GILLEN, préc., note 4, p. 15 et suiv.

en vue de faire croître leur patrimoine ou de réaliser leurs objectifs financiers¹⁴.

Plus spécifiquement, la production, aussi désignée l'émission, est la phase de création des titres financiers, comme des actions ou des obligations, par les entreprises (émetteurs assujettis) de différents secteurs économiques en vue de financer leurs activités¹⁵. Cette activité repose sur la société émettrice qui est traditionnellement accompagnée de plusieurs intervenants, dont des conseillers juridiques et des courtiers en placement, qui vont permettre de faciliter le processus d'émission et d'assurer le rôle de premier acheteur ou de distributeur¹⁶. Aux fins de cet article, cette activité englobe également le respect des obligations d'information continue auxquelles les émetteurs assujettis doivent se conformer à la suite de l'émission de titres au bénéfice des investisseurs actuels et potentiels. Nous nous intéressons plus spécifiquement aux activités de production des sociétés commerciales, comme Saputo et BCE, lorsque ces dernières émettent des actions et des obligations pour obtenir un financement initial ou supplémentaire par les investisseurs de manière à assurer la continuité et le développement de leurs activités¹⁷. Notre analyse se concentre sur ces activités et leurs retombées, en particulier pour les investisseurs individuels. Nous

¹⁴ Christopher C. NICHOLLS, *Financial Institutions: The Regulatory Framework*, Markham, LexisNexis Canada, 2008, p. 21 et 22. Voir aussi MINISTÈRE DES FINANCES DU CANADA, *Soutenir une économie forte et en croissance: préparer le secteur financier du Canada pour l'avenir. Document de consultation aux fins d'examen du cadre fédéral régissant le secteur financier*, 2016, en ligne: <<https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/programmes/consultations/2016/cadre-federal-secteur-financier/version-texte.html>>; M. R. GILLEN, préc., note 4, p. 826 et 827; M. GIRARD, préc., note 13, n° 37.

¹⁵ Carole TURCOTTE, *Le droit des valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2005, p. 2 et 3; Raymonde CRÊTE et Cinthia DUCLOS, « Le portrait des prestataires de services de placement », dans Raymonde CRÊTE, Mario NACCARATO, Marc LACOURSIÈRE et Geneviève BRISSON (dir.), *Courtiers et conseillers financiers – Encadrement des services de placement*, coll. « CÉDÉ », vol. 1, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2011, p. 49, à la p. 56.

¹⁶ S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 145 et suiv. Il ne faut pas confondre ce rôle d'assistance et de placeur du courtier auprès des entreprises commerciales (dans la production et l'émission de titres) avec celui d'intermédiaire auprès des investisseurs individuels qui nous intéresse aux fins de cet article (dans la distribution de titres). Voir R. CRÊTE et C. DUCLOS, *id.*, p. 55-60, 81 et suiv.; C. TURCOTTE, *id.*, p. 2; M. R. GILLEN, préc., note 4, p. 15 et suiv., 927 et suiv.

¹⁷ C. DUCLOS, préc., note 8, p. 179 et 180.

excluons de notre champ d'étude les autres formes d'émetteurs assujettis, comme les fonds d'investissement.

Ensuite, intervient l'étape de la distribution, qui comprend l'offre des titres, la réalisation des transactions d'achat et de vente pour les investisseurs, ainsi que leur accompagnement par des conseils spécialisés dans ce domaine¹⁸. Les titres sont distribués sur le marché primaire puis échangés sur le marché secondaire¹⁹. Le marché primaire met en contact les investisseurs directement avec les émetteurs assujettis, mais son accès est limité aux investisseurs institutionnels et aux intermédiaires financiers agissant comme preneur ferme²⁰. Pour sa part, le marché secondaire se compose notamment de bourses de valeurs et est ouvert à l'ensemble des investisseurs par l'entremise des intermédiaires financiers²¹. Après leur émission sur le marché primaire par les émetteurs assujettis, les titres sont destinés à être échangés entre les investisseurs sur le marché secondaire, où leur valeur évolue en fonction de l'évaluation de leur potentiel économique

¹⁸ GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ENCADREMENT DU SECTEUR FINANCIER, préc., note 13, p. 25-27. Pour une description des fonctions des intermédiaires financiers auprès des investisseurs, voir C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, chap. I. Voir également R. CRÊTE et C. DUCLOS, préc., note 15, p. 55-59; Julie BIRON et Stéphane ROUSSEAU, « Responsabilité professionnelle des intermédiaires dans le secteur des valeurs mobilières », *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit civil », *Responsabilité civile et professionnelle*, fasc. 28, Montréal, LexisNexis Canada, n^{os} 1 et 2, à jour au 30 juillet 2022 (LAd/QL).

¹⁹ David L. JOHNSTON, Kathleen Doyle ROCKWELL et Cristie FORD, *Canadian Securities Regulation*, 5^e éd., Markham, LexisNexis Canada, 2014, n^{os} 5.1 et suiv. Pour une présentation sommaire de ces marchés, voir GROUPE DE TRAVAIL SUR LA MODERNISATION RELATIVE AUX MARCHÉS FINANCIERS, *Rapport final*, Ontario, 2021, p. 4 et 5, en ligne : <<https://files.ontario.ca/books/mof-capital-markets-modernization-taskforce-final-report-fr-2021-01-22.pdf>>; M. R. GILLEN, préc., note 4, p. 50 et suiv.

²⁰ C. TURCOTTE, préc., note 15, p. 2. Voir également M. GIRARD, préc., note 13, n^o 30 : « Le marché primaire est le marché sur lequel s'effectue le placement initial d'une valeur mobilière : le produit de la vente de cette valeur sur le marché primaire appartient à l'entreprise émettrice de la valeur. » Voir aussi Christopher C. NICHOLLS, *Securities Law*, 3^e éd., Toronto, Irwin Law, 2023, p. 7 et 8; R. CRÊTE et C. DUCLOS, préc., note 15, p. 55-57. Voir également D. L. JOHNSTON, K. D. ROCKWELL et C. FORD, *id.*, n^o 5; Neil KRAVITZ, Marie-Christine VALOIS et Sébastien ROY, « Appel public à l'épargne : régime du prospectus », *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit des affaires », *Valeurs mobilières*, fasc. 2, Montréal, LexisNexis Canada, n^{os} 15 et suiv., à jour au 1^{er} novembre 2023 (LAd/QL); M. GIRARD, préc., note 13, n^{os} 30 et 31.

²¹ C. TURCOTTE, *id.*, p. 4. Voir également C. C. NICHOLLS, *id.*, p. 8; R. CRÊTE et C. DUCLOS, *id.*, p. 55-57; M. GIRARD, *id.*, n^o 31.

futur²². Les intermédiaires financiers font ainsi le lien entre les titres en circulation des émetteurs assujettis et les divers investisseurs, en offrant des services de négociation et de conseil. La négociation, aussi désigné courtage, consiste en la réalisation de transactions ou d'opérations d'achat et de vente de valeurs mobilières, soit à exécuter des transactions pour le compte de leurs clients²³, alors que la fonction de conseil se traduit par l'expression d'une opinion ou d'un avis qui est destiné à orienter ou à guider une personne dans le choix d'une action²⁴. Dans cet article, notre attention porte sur les activités de négociation et surtout de conseil des intermédiaires financiers, principalement celles des courtiers auprès des investisseurs individuels.

Ces activités du domaine des valeurs mobilières, bien que distinctes et exercées par des acteurs différents, sont encadrées par un régime législatif commun, soit la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁵ qui vise la protection des investisseurs. Dans ce contexte, le présent article propose d'analyser cet objectif de protection en comparant la manière dont il se traduit dans la régulation des activités de production réalisées par les émetteurs assujettis et des activités de distribution effectuées par les intermédiaires financiers. Précisément, nous souhaitons étudier les mesures de protection, axées sur la prévention des préjudices pour les investisseurs, surtout individuels, mises en place au regard de ces deux activités dans la législation en valeurs mobilières. Notre étude préliminaire ayant révélé des variations dans la nature et l'étendue de la protection offerte à ces investisseurs selon le type d'activité et les acteurs impliqués, cet article propose de documenter ces disparités et d'en explorer la logique sous-jacente. Cette analyse cherche

²² M. GIRARD, *id.*, n° 31 et 32; C. TURCOTTE, *id.*, p. 2 et 4.

²³ Pour le terme « négociation », voir Joseph ANTOINE et Marie-Claire CAPIAU-HUART, *Dictionnaire des marchés financiers*, 2^e éd., Bruxelles, De Boeck, 2008, p. 345. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, , préc., note 1, n° I-17.

²⁴ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n°s I-5 à I-8. Dans le prolongement de la fonction de conseil, la gestion de portefeuille comprend, au-delà de la recommandation d'un produit dans une situation donnée, l'élaboration et la mise en œuvre d'une stratégie de placement en vue de faire fructifier les épargnes du client. Dans l'ensemble, la nature et l'étendue de ces services varient selon la catégorie d'inscription des intermédiaires et selon les produits offerts, de même que selon la nature et l'étendue des pouvoirs conférés par le consommateur à ceux-ci. Voir dans l'ensemble C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n°s I-4 et suiv.; R. CRÊTE et C. DUCLOS, préc., note 15, p. 60-68.

²⁵ *Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c. V-1.1 (ci-après « LVM »).

ainsi à mieux comprendre la rationalité de ces distinctions dans une perspective de protection des investisseurs.

À cette fin, nous examinerons et comparerons d'abord les mesures de protection en vigueur en distinguant, d'une part, celles visant les activités de production des émetteurs assujettis, et, d'autre part, celles encadrant la distribution des titres financiers par les intermédiaires financiers. Nous proposerons pour cela une détermination du cadre juridique actuel à l'aune du droit positif applicable. En ce sens, nous conceptualiserons le droit dans ses manifestations matérielles, dont les lois et les règlements en vigueur, et de manière complémentaire dans les principes dégagés par la jurisprudence et analysés par les auteurs de doctrine²⁶.

Ensuite, afin de compléter cet examen, nous adopterons une approche historique et présenterons l'évolution de ces mesures de protection dans le secteur des valeurs mobilières, depuis le début du 20^e siècle, en retraçant la trajectoire législative qui a façonné le cadre actuel au Québec. Cette approche rétrospective permettra de révéler les fondements des mesures de protection applicables aux activités de production et de distribution du domaine des valeurs mobilières, tout en offrant un éclairage approfondi sur leur application contemporaine et leurs finalités.

À la suite de cette analyse contemporaine et historique des mesures de protection des investisseurs dans le domaine des valeurs mobilières, nous chercherons à saisir la logique sous-jacente au portrait présenté et aux constats qui s'en dégagent. Dans cette perspective, nous analyserons les divergences observées à travers le prisme du caractère d'ordre public de la LVM, ce qui nous amènera à mettre en lumière les déséquilibres qui structurent les relations entre investisseurs, émetteurs assujettis et intermédiaires financiers. Cette réflexion a pour objectif d'articuler une explication quant à l'adoption de mesures différenciées pour des activités encadrées au sein d'une même loi poursuivant un objectif commun de protection des investisseurs.

²⁶ Dans l'ensemble, voir Violaine LEMAY et Michelle CUMYN, « La recherche et l'enseignement en faculté de droit : le cœur juridique et la périphérie interdisciplinaire d'une discipline éprouvée », dans Georges AZZARIA (dir.), *Les nouveaux chantiers de la doctrine juridique. Actes des 4^e et 5^e Journées d'étude sur la méthodologie et l'épistémologie juridiques*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2016, p. 39; Kristin BARTENSTEIN et Christelle LANDHEER-CIESLAK, « Pour la recherche en droit : quel(s) cadre(s) théorique(s) ? », dans Stéphane BERNATCHEZ et Louise LALONDE, *Approches et fondements du droit*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2019, p. 1.

En terminant, soulignons que cet article se concentre spécifiquement sur les mesures de protection des investisseurs dans le cadre des relations entre investisseurs, émetteurs assujettis et intermédiaires financiers, en excluant, au-delà des limites déjà évoquées, deux autres aspects importants. D'une part, il ne traite pas des protections découlant du droit des sociétés par actions pour les investisseurs ayant également le statut d'actionnaire²⁷. D'autre part, il ne couvre pas les mécanismes de protection liés aux activités de production et de distribution des produits dérivés. Ces exclusions visent à circonscrire le champ d'analyse et à approfondir les enjeux propres à la *Loi sur les valeurs mobilières*.

I. Les mesures contemporaines de protection des investisseurs dans les activités de production et de distribution des valeurs mobilières

La LVM constitue le socle du cadre juridique qui régit le secteur des valeurs mobilières au Québec. Placée sous la responsabilité de l'Autorité des marchés financiers (AMF ou Autorité), la Loi confère à cet organisme administratif des pouvoirs étendus en matière de réglementation et de surveillance, notamment pour encadrer les activités économiques propres à ce domaine²⁸.

Dans cette section, nous analysons et comparons les mesures de protection offertes aux investisseurs québécois en vertu de cette loi et de ses principaux règlements. L'objectif est de présenter une synthèse des dispositions pivots, sans prétendre à l'exhaustivité, afin de fournir une vue d'ensemble des mécanismes actuels et d'éclairer la mise en œuvre concrète de l'objectif de protection dans le cadre législatif applicable²⁹.

²⁷ Pour la distinction à haut niveau entre le régime de droit des sociétés et celui des valeurs mobilières, voir notamment Janis SARRA, « The Corporation as Symphony: Are Shareholders First Violin or Second Fiddle? », (2003) 36 *U.B.C. L. Rev.* 403, n^{os} 4, 8 et suiv.

²⁸ *Loi sur l'encadrement du secteur financier*, RLRQ, c. E-6.1 (ci-après « LESF »), art. 4, 7 et 8. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} 29 et suiv. Voir aussi M. GIRARD, préc., note 13, n^o 4.1.

²⁹ Pour un portrait détaillé des mesures visant les émetteurs assujettis, voir S. ROUSSEAU, préc., note 4. Pour un portrait détaillé des mesures visant les intermédiaires financiers, voir C. DUCLOS *et al.*, *id.*

À cette fin, cet examen se concentre d'une part sur l'encadrement des activités de production des émetteurs assujettis (A), et d'autre part sur celui des activités de distribution des titres par les intermédiaires financiers (B). Enfin, une analyse comparative de la protection offerte aux investisseurs dans ces deux types d'activités est présentée (C).

A. La protection des investisseurs dans les activités de production par les émetteurs assujettis

La LVM confère aux entités ayant fait un appel public à l'épargne le statut d'émetteur assujetti et leur impose des obligations de divulgation d'informations à leur sujet et à l'égard des titres émis³⁰. L'émetteur assujetti doit principalement produire un prospectus qui sera soumis à l'approbation de l'AMF avant d'émettre des actions qui seront échangées sur les marchés³¹. Ce prospectus doit contenir tout fait important relatif à un titre émis ou qui fait l'objet d'un placement³². Cette obligation de divulgation s'étend aussi à l'information continue périodique et occasionnelle. À cet égard, l'émetteur est requis de fournir des rapports réguliers sur ses activités, sa situation financière, sa gouvernance et de divulguer, le cas échéant, les changements importants le concernant³³. En complément, la LVM interdit aux émetteurs assujettis et à leurs représentants (administrateurs, dirigeants) de transmettre des informations fausses ou trompeuses susceptibles d'induire

³⁰ Art. 68 et suiv. LVM. Voir aussi Richard PROVENCHER, Odette ST-LAURENT, Pierre-Olivier PLANTE et Maude-Émilie LETARTE, « Information continue », JurisClasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Valeurs mobilières*, fasc. 4, Montréal, LexisNexis Canada, n° 2, à jour au 17 mai 2024 (LAd/QL).

³¹ Art. 11 LVM. Voir aussi S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 170 et suiv.; N. KRAVITZ, M.-C. VALOIS et S. ROY, préc., note 20, n^{os} 1, 2 et 38-40.

³² Art. 5 et 13 al. 2 LVM. Ces émetteurs sont tenus de divulguer de manière complète, véridique et claire tout fait important relatif aux titres qu'ils émettent. Le contenu, la forme et d'autres éléments visant l'obligation de préparer un prospectus sont précisés dans le *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus*, RLRQ, c. V-1.1, r. 14. Voir aussi S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 170 et suiv.; N. KRAVITZ, M.-C. VALOIS et S. ROY, préc., note 20, n^{os} 41 et suiv.

³³ Art. 68 et 73 LVM. Ces exigences de divulgation sont précisées dans le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, RLRQ, c. V-1.1, r. 24, parties 4 à 8. Voir aussi S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 291 et suiv.; R. PROVENCHER, O. ST-LAURENT, P.-O. PLANTE et M.-É. LETARTE, préc., note 30, n^{os} 5 et suiv., 40 et suiv.; J. SARRA, préc., note 27, par. 40 et suiv.

en erreur un investisseur raisonnable³⁴. Dans la même lignée, la législation en valeurs mobilières comprend des obligations de déclaration du statut d'initié et des interdictions visant les délits d'initiés, prohibant notamment aux dirigeants des sociétés émettrices d'utiliser des informations privilégiées pour leur bénéficié personnel³⁵.

Par ailleurs, comme l'exige la LVM, les émetteurs assujettis doivent « organiser [leurs] affaires conformément aux règles établies par règlement en matière de gouvernance »³⁶. Basées sur la transparence, ces règles imposent principalement des obligations liées à la divulgation d'informations détaillées au sujet de leurs pratiques, telles que l'indépendance des administrateurs, la rémunération et la diversité³⁷. Présenté autrement, ces obligations visent « à informer les investisseurs des pratiques de gouvernance de l'émetteur »³⁸. Le cadre réglementaire prévoit également des règles visant à assurer l'intégrité des informations financières transmises par les sociétés émettrices, notamment quant à la véracité des informations financières, à la transparence et l'indépendance des audits financiers exigés (membres du comité et processus) et au respect des normes professionnelles par les auditeurs (compétences, éthique, etc.)³⁹.

³⁴ Art. 196 et 197 LVM.

³⁵ Pour la déclaration du statut d'initié, voir art. 89 et suiv. LVM. Voir aussi *Règlement 55-104 exigences et dispenses de déclaration d'initié*, RLRQ, c. V-1.1, r. 31. Pour les délits d'initiés, voir les articles 187 et suiv. LVM. Dans l'ensemble, voir S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 563 et suiv.; Philippe LECLERC, « Exigences et dispenses de déclaration d'initié », *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit des affaires », *Valeurs mobilières*, fasc. 6, Montréal, LexisNexis Canada, n° 1, à jour au 31 octobre 2023 (LAd/QL); Raymonde CRÊTE et Jérôme PARADIS, avec la collab. d'Audrey LÉTOURNEAU, « Délits d'initié », *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit des affaires », *Valeurs mobilières*, fasc. 7, Montréal, LexisNexis Canada, n° 1, à jour au 11 janvier 2021 (LAd/QL).

³⁶ Art. 73.1 LVM. Voir Julie BIRON, « Gouvernance et assemblées d'actionnaires », *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit des affaires », *Valeurs mobilières*, fasc. 8, Montréal, LexisNexis Canada, nos 23 et suiv., à jour au 2 août 2021 (LAd/QL).

³⁷ *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*, RLRQ, c. V-1.1, r. 32. Voir aussi S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 371-380.

³⁸ S. ROUSSEAU, *id.*, p. 365.

³⁹ Voir *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*, RLRQ c. V-1.1, r. 27; *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*, RLRQ, c. V-1.1, r. 28; *Règlement 52-108 sur la surveillance des auditeurs*, RLRQ, c. V-1.1, r. 26.1. Voir S. ROUSSEAU, *id.*, p. 365-371; J. BIRON, préc., note 36, nos 42 et suiv. Parmi les mesures de protection touchant la surveillance par les investisseurs, figure aussi celle autorisant la direction des émetteurs assujettis, de même que tout actionnaire, à solliciter des procurations auprès d'eux afin de favoriser l'exercice

Enfin, des mécanismes d'enquête et de sanctions administratives ou pénales sont en place pour favoriser le respect de ces obligations par les émetteurs assujettis. L'Autorité peut ainsi imposer des sanctions aux émetteurs ou aux initiés contrevenants, comme des amendes, des suspensions ou d'autres mesures coercitives⁴⁰. Ce portrait est enrichi par l'application de règles et de mécanismes de sanctions mis en œuvre par les bourses de valeurs, dont la Bourse de Montréal, la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX, ainsi que par l'Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI). Ce sont des organismes d'autoréglementation reconnus par l'Autorité des marchés financiers pour encadrer les activités boursières et superviser le marché des valeurs mobilières⁴¹. Cet aspect de l'encadrement des émetteurs assujettis ne fait toutefois pas l'objet d'une analyse dans le cadre du présent article.

B. La protection des investisseurs dans les activités de distribution des titres par les intermédiaires financiers

L'encadrement actuel mis en place par la LVM et ses règlements repose sur un contrôle rigoureux de l'accès à la pratique, applicable aux courtiers, aux conseillers, à certains dirigeants, ainsi qu'aux représentants œuvrant dans le domaine des valeurs mobilières. Ce régime d'inscription, encadré par l'AMF, constitue un jalon important de leur encadrement puisqu'il permet de vérifier la compétence, la probité et la solvabilité ou la viabilité financière des entreprises et des personnes physiques agissant auprès des investisseurs dans la distribution des valeurs mobilières⁴².

de leur droit de vote lors des assemblées annuelles. Voir *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, RLRQ, c. V-1.1, r. 24, partie 9. Voir aussi S. ROUSSEAU, *id.*, p. 386 et suiv.

⁴⁰ Voir notamment R. CRÊTE et J. PARADIS, avec la collab. d'A. LÉTOURNEAU, *préc.*, note 35, n° 1.

⁴¹ S. ROUSSEAU, *préc.*, note 4, p.78 et suiv.; M. GIRARD, *préc.*, note 13, n°s 17, 18 et 33. Par exemple, la Bourse de Montréal, en tant qu'organisme d'autoréglementation reconnu par l'Autorité des marchés financiers, est chargée d'assurer l'intégrité des marchés des dérivés. Dans le cadre de cet article, comme mentionné précédemment, la production et la distribution des dérivés sont exclues de notre analyse, ces activités n'étant pas encadrées spécifiquement par la LVM.

⁴² Art. 148-151 LVM. Voir aussi *Règlement 31-103 sur les obligations et les dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*, RLRQ, c. V-1.1, r. 10 (ci-après « *Règlement 31-103* »), parties 2, 5 et 7. Voir également C. DUCLOS *et al.*, *préc.*, note 1, n°s IV-22 et suiv.; S. ROUSSEAU, *préc.*, note 4, p. 703-714.

La LVM impose aussi aux entreprises et aux personnes physiques inscrites l'obligation de respecter des normes déontologiques qui encadrent strictement leurs interactions avec les investisseurs. Ces normes établissent notamment un devoir d'agir avec honnêteté, loyauté et équité, tout en exigeant un niveau de diligence et de compétence conforme à celui attendu d'un professionnel avisé placé dans les mêmes circonstances⁴³.

De manière plus spécifique, cette loi prévoit l'interdiction de toute fraude et manipulation dans le secteur des valeurs mobilières, notamment des opérations visant uniquement à augmenter la rémunération des courtiers, ainsi que des pratiques abusives ou trompeuses influençant la valeur d'un titre financier⁴⁴. Les intermédiaires financiers sont aussi tenus de transmettre des informations claires et pertinentes aux investisseurs sur leur relation avec ces derniers, les produits et services offerts, les frais et leur rémunération, les conflits d'intérêts, les opérations effectuées et les placements détenus⁴⁵. Cette loi proscrie également la transmission d'informations trompeuses pouvant induire en erreur les investisseurs⁴⁶. Dans le même ordre d'idées, le cadre réglementaire impose aux personnes inscrites de respecter des normes de conduites plus spécifiques, telles que la connaissance du client, la connaissance des produits et la convenance des recommandations offertes aux investisseurs⁴⁷. Certaines de ces obligations réglementaires plus rigoureuses sont imposées aux intermédiaires financiers seulement dans leurs relations avec les investisseurs individuels lors de l'offre de services de conseil en investissement⁴⁸.

De plus, la LVM et le *Règlement 31-103* imposent aux intermédiaires financiers des obligations de repérage, de traitement et de déclaration des conflits d'intérêts, de manière à assurer la primauté des intérêts des clients⁴⁹.

⁴³ Art. 160 et 160.1 LVM. Voir C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} V-11 et suiv.; S. ROUSSEAU, *préc.*, note 4, p. 721 et suiv.

⁴⁴ Art. 193, 199.1 et 195.2 LVM.

⁴⁵ Partie 4 *Règlement 31-103*. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *préc.*, note 1, n^o V-32.

⁴⁶ Art. 192, 197(1^o) et 199 LVM. Voir art. 13.18, *Règlement 31-103*. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} V-18 et V-19.

⁴⁷ Art. 13.2, 13.2.1 et 13.3 *Règlement 31-103*. Voir C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} V-34 et suiv.

⁴⁸ Pour l'exclusion de ces devoirs aux investisseurs institutionnels, voir notamment art. 13.2 5) et 13.3 3) *Règlement 31-103*. Pour l'exclusion de ces devoirs dans le contexte de service de courtage sans conseil, voir notamment art. 13.2.1 4) et 13.3 4) *Règlement 31-103*. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^o V-34.

⁴⁹ Art. 166 LVM. Voir aussi art. 13.4 et 13.4.1 *Règlement 31-103*. Voir également C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} V-22 et suiv.

La réglementation prévoit aussi que les courtiers et les conseillers ont l'obligation de mettre en place des systèmes de conformité adaptés à leur modèle d'affaires, incluant des politiques et des procédures assurant le respect des normes de conduite et des autres obligations professionnelles auxquelles ils sont soumis dans l'exercice de leurs activités⁵⁰. En outre, ces entreprises doivent inscrire auprès de l'Autorité deux dirigeants œuvrant en matière de conformité, soit la personne désignée responsable et le chef de la conformité. Ces dirigeants ont pour rôle de superviser l'efficacité du système de conformité et de veiller au respect des exigences découlant de la législation en valeurs mobilières au sein de l'entreprise⁵¹.

Pour surveiller le respect de ces mesures, l'AMF dispose de pouvoirs d'inspection et d'enquête auprès des intermédiaires financiers pouvant mener au dépôt d'accusations et à l'imposition de sanctions disciplinaires, administratives ou même pénales en cas de violation des normes de conduite, principalement par le Tribunal administratif des marchés financiers (TMF)⁵². Ces sanctions comprennent notamment le paiement d'amendes, le retrait temporaire ou permanent du droit de pratique ou l'imposition de conditions au droit de pratique⁵³. En fonction des intermédiaires financiers concernés, ce portrait est complété par des règles et des mécanismes de sanctions administrés par des organismes d'autoréglementation, incluant l'OCRI et la Chambre de la sécurité financière (CSF)⁵⁴. Toutefois, cet aspect de l'encadrement des intermédiaires financiers ne relève pas de l'analyse menée dans le cadre du présent article.

⁵⁰ Art. 11.1 *Règlement 31-103*. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n° V-49.

⁵¹ Art. 5.1 et 5.2 *Règlement 31-103*. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n° V-45; S. ROUSSEAU, *préc.*, note 4, p. 722-725.

⁵² Pour l'inspection, voir les articles 9-11 LESF; art. 151.1 LVM. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n°s VI-7 à VI-13; Louis-Martin O'NEILL et Jessica MAJOR, « Application de la loi », *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit des affaires », *Valeurs mobilières*, fasc. 14, Montréal, LexisNexis Canada, n° 16, à jour au 1^{er} juin 2022 (LAd/QL). Pour l'enquête et les processus disciplinaire et administratif, voir les articles 12 à 17 LESF et art. 237 et suiv. LVM. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n°s VI-30 à VI-52; Sophie MELCHERS, Caroline LAROUCHE et Saam POUHST-MASHHAD, « Outils dont dispose l'Autorité des marchés financiers pour recueillir de la preuve dans le cadre de ses enquêtes », dans S.F.C.B.Q., vol. 457, *Développements récents en enquêtes internes et réglementaires (2019)*, Montréal, Éditions Yvon Blais, p. 1, aux p. 1-5.

⁵³ Art. 94 et 97 LESF; art. 152, 249, 162, 262.1, 265, 272.2, 273, 273.1 et 273.3 LVM. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n°s VI-40 à VI-46.

⁵⁴ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n° III-34.

C. Des approches et des régimes distincts pour la protection des investisseurs dans le domaine des valeurs mobilières

Le sommaire de l'encadrement des activités de production de titres par les émetteurs assujettis et de distribution par les intermédiaires financiers présenté aux sections précédentes met en lumière que, bien qu'animées par un objectif commun de protection des investisseurs, les mesures adoptées diffèrent dans leur approche législative et dans le degré de protection offert (1). En outre, les variations dans les mesures de protection reflètent leur intégration dans des régimes d'encadrement diversifiés, allant de l'administratif au déontologique et au disciplinaire (2).

1. Des approches différenciées de la protection des investisseurs

L'examen du cadre de protection établi par la LVM et ses règlements met en évidence une distinction dans les approches adoptées pour garantir la protection des investisseurs. Nous constatons que les mesures de protection visant les activités de production se concentrent principalement sur des obligations de transparence et d'intégrité des informations transmises aux investisseurs par les émetteurs assujettis. En revanche, les mesures encadrant les activités de distribution des titres privilégient le contrôle des compétences et des comportements des intermédiaires financiers⁵⁵.

Plus exactement, dans les activités de production, l'encadrement met l'accent sur la divulgation d'informations fiables et complètes par les émetteurs assujettis. Comme présenté, ces derniers doivent notamment produire des prospectus détaillés et des rapports périodiques. Ils sont aussi soumis à des mesures visant leur gouvernance et la fiabilité des informations transmises⁵⁶. Ces obligations sont renforcées par des interdictions explicites, notamment contre les délits d'initiés et la diffusion d'informations trompeuses⁵⁷. Dans l'ensemble, ces mesures visent principalement à informer les investisseurs et à leur garantir l'accès à une information fiable et intégrée

⁵⁵ Pour une présentation des différentes approches de la législation, voir notamment M. GIRARD, préc., note 13, n^{os} 40-47.

⁵⁶ Voir *supra*, les références aux notes 30 à 41 ainsi que les développements correspondants dans le corps du texte. En complément, voir aussi J. SARRA, préc., note 27, n^o 4.

⁵⁷ Voir *supra*, les références aux notes 30 à 41 ainsi que les développements correspondants dans le corps du texte.

concernant la situation des émetteurs assujettis et des titres émis, afin de leur permettre de prendre des décisions d'investissement éclairées⁵⁸.

En revanche, les mesures de protection visant les activités de distribution s'appuient sur un encadrement plus interventionniste. Elles comprennent notamment un régime d'inscription pour les intermédiaires financiers, des normes déontologiques à respecter dans l'exercice de leurs fonctions ainsi qu'un processus disciplinaire en cas de manquement⁵⁹. Ces mesures visent à garantir la compétence, l'intégrité et la probité des acteurs, qu'il s'agisse des entreprises ou de leurs représentants. Ces dispositions permettent aussi de prévenir les comportements fautifs ou déloyaux susceptibles de causer des préjudices aux investisseurs. Dans l'ensemble, ces mécanismes ont pour objectif de favoriser la relation de confiance entre les investisseurs et les intermédiaires financiers ainsi que d'assurer la qualité des services offerts, en veillant à ce que les produits ou les stratégies proposés répondent aux besoins spécifiques de chacun des investisseurs et respectent leur profil⁶⁰.

Ces deux approches, à la fois complémentaires et distinctes en matière de protection des investisseurs, se traduisent également par des différences dans la nature et l'étendue des mesures de protection. Plus particulièrement, dans le cadre des activités de production, la protection des investisseurs comprend la prévention, ou la réduction, de leur risque de subir des pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses de la part des émetteurs assujettis, par l'adoption de mesures interdisant spécifiquement ces agissements et par l'imposition d'obligations en matière de divulgation d'information. Du côté des activités de distribution, la protection des investisseurs dépasse la seule prévention des risques de fraude ou de comportements empreints de mauvaise foi. Elle englobe également l'atténuation pour les investisseurs de l'exposition à des préjudices découlant de la négligence et l'incompétence des intermédiaires financiers⁶¹. Ainsi, les mesures en vigueur ne se limitent pas à interdire les pratiques frauduleuses, mais cherchent également à garantir que les intermédiaires, qu'ils soient des personnes morales ou physiques, adoptent un comportement diligent et conforme à celui attendu d'un professionnel avisé. De manière encore plus différenciée au regard des obligations

⁵⁸ Ces finalités ressortent implicitement de plusieurs écrits; voir S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 170 et suiv.; M. GIRARD, préc., note 13, n^{os} 37 et suiv.

⁵⁹ Voir *supra*, les références aux notes 42 à 53 ainsi que les développements correspondants dans le corps du texte.

⁶⁰ Voir notamment M. GIRARD, préc., note 13, n^o 47.

⁶¹ C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^o III-7.

imposées aux émetteurs assujettis, la LVM impose explicitement aux intermédiaires d'agir avec loyauté dans leurs relations avec leurs clients. Il est établi que ce devoir de loyauté impose aux intermédiaires financiers d'exercer leurs fonctions de conseil et de négociation en privilégiant le meilleur intérêt de chacun de leurs clients, les investisseurs ; une exigence qui ne trouve pas écho dans l'encadrement des émetteurs assujettis⁶². En somme, tant l'approche que la nature de la protection des investisseurs varient selon les activités de production et de distribution des valeurs mobilières.

2. Une gradation des régimes d'encadrement : de la régulation administrative à la discipline professionnelle

Le constat précédent sur le degré variable de protection des investisseurs fait écho aux différences relevées dans nos travaux antérieurs concernant la nature des régimes d'encadrement au sein desquels s'inscrivent les mesures applicables aux émetteurs assujettis et aux intermédiaires financiers⁶³. Nous avons constaté que les activités de production des émetteurs assujettis s'inscrivent principalement dans un cadre administratif traditionnel, alors que les activités de distribution se caractérisent par un encadrement significativement plus rigoureux et étendu pour les intermédiaires financiers, combinant des dimensions administratives, déontologiques et disciplinaires.

Plus spécifiquement, la législation en valeurs mobilières actuelle établit un cadre de nature administrative pour les émetteurs assujettis. Cette qualification repose sur l'intervention auprès de ces acteurs de l'Autorité des marchés financiers, dans son rôle principal d'organisme administratif chargé de réguler l'activité économique du domaine des valeurs mobilières et de

⁶² *Id.*, n^{os} V-8, V-15 et suiv. ; Raymonde CRÊTE, Martin CÔTÉ et Cinthia DUCLOS, avec la collab. de Marie-Josée NORMAND-HEISLER, « Un devoir légal, uniforme et modulable d'agir au mieux des intérêts du client de détail », Mémoire préparé dans le cadre de la consultation 33-403 – *Normes de conduite des conseillers et des courtiers – Opportunité d'introduire dans l'activité de conseil un devoir légal d'agir au mieux des intérêts du client de détail*, Faculté de droit, Université Laval, 18 mars 2013, en ligne : <<https://www.labfi.ca/publications/memoire-prepare-dans-le-cadre-de-la-consultation-33-403-normes-de-conduite-des-conseillers-et-des-courtiers-opportunité-d-introduire-dans-l'activité-de-conseil-un-devoir-légal-d'agir-au-mieux-des-intérêts-du-client-de-détail>>.

⁶³ C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} III-21 et suiv. Ce constat ressort aussi de l'ensemble de cet ouvrage qui présente de manière détaillée l'encadrement des intermédiaires financiers.

superviser ce secteur spécialisé, en assurant son bon fonctionnement et la protection du public⁶⁴.

Un régime de cette nature est généralement mis en place lorsque le législateur québécois considère que les activités économiques visées requièrent une intervention plus grande que d'autres activités, comme le commerce de véhicules, la vente de vêtements ou les services informatiques. Cette intervention du législateur favorise l'établissement d'un cadre spécifique visant à répondre aux enjeux, dans un secteur donné, associés à « l'organisation de la production, [au] contrôle des monopoles, [à] la stabilisation des marchés, [à] la normalisation des pratiques commerciales et [au] contrôle des prix et des tarifs »⁶⁵, selon les circonstances. Un tel encadrement comprend généralement la mise en place d'un organisme administratif pouvant exercer des mesures comme 1) l'adoption de règles de portée générale, incluant l'adoption de règlements (par exemple: contrôle de l'accès au marché, règles prudentielles⁶⁶, assurance responsabilité); 2) la surveillance de l'application de ces règles, notamment en menant des inspections et des enquêtes; 3) la conduite d'actes à portée individuelle, tels l'octroi d'une autorisation d'agir et l'imposition de sanctions contre les acteurs qui ne se conforment pas aux règles établies⁶⁷.

L'encadrement des émetteurs assujettis par l'AMF s'inscrit dans cette logique d'intervention du législateur puisque, comme soulevé précédemment, il comprend un contrôle de l'émission des titres destinés au public, l'imposition de normes de divulgation portant sur les informations financières, les

⁶⁴ *Id.*, nos III-22 à III-26 et III-29 et suiv. Voir aussi R. CRÊTE, préc., note 7, p. 25.

⁶⁵ Pierre ISSALYS et Denis LEMIEUX, *L'action gouvernementale: précés de droit des institutions administratives*, 4^e éd., Montréal, Éditions Yvon Blais, 2020, p. 513.

⁶⁶ Les règles prudentielles visent les matières financières de l'entreprise (par exemple la gestion des actifs et des capitaux.). Le terme « prudentiel » « [s]e dit d'une règle ou d'un ratio imposant aux banques d'avoir un minimum de fonds propres par rapport aux crédits qu'elles accordent. (La *réglementation prudentielle* a pour but d'empêcher les banques de prendre des risques inconsidérés, qui pourraient les mener à la faillite.). » : voir *Dictionnaire Larousse*, en ligne : <<https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/prudentiel/10910851>>.

⁶⁷ P. ISSALYS et D. LEMIEUX, préc., note 65, p. 512. Voir aussi cet ouvrage aux pages 520-526. Pour une définition de la notion de sanction administrative, voir Pierre ISSALYS, « Physionomie de l'administration sanctionnatrice », dans Sophie LAVALLÉE et Pierre ISSALYS, *Vastes mondes: études en l'honneur du professeur Denis Lemieux*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2018, p. 145, à la p. 152.

caractéristiques des titres émis et les pratiques de gouvernance, ainsi que l'interdiction des pratiques illicites ou frauduleuses⁶⁸.

En comparaison, nos études réalisées sur l'encadrement de la distribution des valeurs mobilières mettent en relief la présence d'un cadre plus exigeant pour les intermédiaires financiers qui s'apparente à celui imposé aux professionnels soumis au *Code des professions*⁶⁹, comme les avocats, les comptables et les notaires. Ainsi, en plus d'une partie de nature administrative à l'instar des émetteurs assujettis, leur encadrement comprend un régime de nature déontologique et disciplinaire visant la discipline de ces acteurs et, plus largement, le contrôle de l'exercice de leurs fonctions auprès des investisseurs⁷⁰. Le législateur québécois met en place un cadre de cette nature lorsqu'il juge impératif de contrôler l'exercice professionnel d'une activité. Cette dimension de l'encadrement des intermédiaires financiers conduit l'AMF à dépasser son rôle traditionnel d'organisme administratif pour adopter une approche qui s'apparente à celle des ordres professionnels⁷¹.

Dans le cadre de la législation professionnelle québécoise, le contrôle exercé par les ordres professionnels s'articule autour de deux volets, soit le contrôle des compétences et celui des comportements des professionnels. Le contrôle des compétences vise à assurer un service de qualité offert avec le savoir, l'expertise et l'intégrité requises des professionnels afin de préve-

⁶⁸ Par cet encadrement administratif, les obligations envers les émetteurs assujettis sont accrues par rapport à celles des acteurs dans une dynamique commerciale sans régime administratif. Cette idée ressort implicitement des propos de la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Kerr c. Danier Leather Inc.*, 2007 CSC 44, par. 32. Cette cour, parlant d'une loi sur les valeurs mobilières au pays, mentionne que cette dernière «supplante la mentalité existant en common law selon laquelle «l'acheteur doit prendre garde», en prescrivant la divulgation des renseignements pertinents».

⁶⁹ *Code des professions*, RLRQ, c. C-26 (ci-après «C. Prof.»).

⁷⁰ Pour une explication à ce sujet, voir C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n° III-25. Voir aussi R. CRÊTE et C. DUCLOS, préc., note 15, p. 55 : « Dans le contexte spécifique des prestataires de services de placement, par opposition aux entreprises émettrices de valeurs mobilières et aux autres sociétés commerciales, il y a donc lieu de se référer aux fonctions de nature déontologique et disciplinaire exercées par les organismes chargés de leur encadrement en vue d'assurer le respect des normes professionnelles et de sanctionner le manquement à ces normes. »

⁷¹ Dans cette perspective, l'Autorité bénéficie du soutien d'organismes d'autoréglementation, analogues à des ordres professionnels, dont l'OCRI et la CSF. Voir C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n° III-29 et suiv. Voir aussi le chapitre VI de cet ouvrage dans son ensemble.

nir les risques de préjudices à l'égard du public, dont les risques d'atteinte aux droits d'une personne (par exemple : droit à la vie et au respect de l'intégrité physique, psychologique et patrimoniale de la personne, droit au respect du secret professionnel et de la vie privée). Ce volet s'appuie sur diverses mesures, dont le permis d'exercice, l'inspection professionnelle et les exigences en matière de formation continue⁷². Le contrôle du comportement, quant à lui, vise à prévenir les actes et les omissions des professionnels susceptibles de compromettre les intérêts du public. Il repose sur l'établissement de normes de conduite strictes (intégrité, loyauté, transparence et diligence)⁷³ et sur la mise en œuvre d'un processus disciplinaire destiné à sanctionner les manquements à ces normes afin de prévenir leur récurrence⁷⁴.

Nos études démontrent que l'encadrement et les mesures de protection imposées aux intermédiaires financiers sont de nature analogue à celui des professionnels⁷⁵. En ce sens, la législation en valeurs mobilières met en place un contrôle des compétences et un contrôle du comportement pour assurer une surveillance des fonctions exercées par ces derniers dans l'intérêt des investisseurs. D'abord, pour agir à titre d'intermédiaire financier, les entreprises, certains de leurs dirigeants et les personnes physiques offrant les services aux investisseurs doivent s'inscrire auprès de l'Autorité ou

⁷² Pour la définition de « permis », voir *Code des professions*, RLRQ, c. C-26, art. 1f). Voir aussi les articles 40 et suiv. Voir également Cinthia DUCLOS, « Le système professionnel québécois d'hier à aujourd'hui : portrait et analyse de l'encadrement des ordres professionnels sous l'angle de la protection du public », (2019) 60-3 *C. de D.* 795, 822-829; René DUSSAULT et Louis BORGEAT, « La réforme des professions au Québec », (1974) 17 *Adm. Pub. Can.* 407, 418; Sylvie POIRIER, « L'objectif de protection du public : quand la fin justifie les moyens – variations sur un thème », dans S.F.P.B.Q., vol. 228, *Développements récents en déontologie, droit professionnel et disciplinaire* (2005), Cowansville, Éditions Yvon Blais, p. 121, à la p. 145; OFFICE DES PROFESSIONS DU QUÉBEC, *Avis au gouvernement sur l'obligation de formation continue et le maintien de la compétence des membres des ordres professionnels au Québec*, Québec, juin 1996, p. 17-21, en ligne : <https://bibliotheque.cecile-rouleau.gouv.qc.ca/documents/archives/pgq/A11P69_A962_1996.pdf>. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} IV-4 et suiv.

⁷³ Pour les normes déontologiques, voir notamment *Code des professions*, *id.*, art. 87. Voir aussi Jean-Guy VILLENEUVE, Nathalie DUBÉ et Tina HOBDDAY, *Précis de droit professionnel*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2007, p. 58.

⁷⁴ Pour le processus disciplinaire, voir *Code des professions*, *id.*, art. 112. Voir aussi J.-G. VILLENEUVE, N. DUBÉ et T. HOBDDAY, *id.*, p. 89. Dans l'ensemble, voir aussi C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} V-3, VI-3 et VI-27; C. DUCLOS, préc., note 72, 829-838.

⁷⁵ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} III-72 et suiv.

d'une autorité désignée par celle-ci⁷⁶. Une fois inscrits, ces intermédiaires bénéficient d'une forme de monopole d'exercice pour la distribution des valeurs mobilières, comme plusieurs des professionnels soumis au *Code des professions*⁷⁷. En comparaison, bien que les émetteurs assujettis ne soient pas en soi visés par une obligation d'inscription, les mesures nécessitant le respect de plusieurs exigences afin de pouvoir émettre leur titre auprès du public mettent en place un contrôle de l'accès au marché.

À la suite de l'obtention de leur droit d'exercice, les intermédiaires financiers sont soumis à des normes de conduite rigoureuses. Comme dépeint précédemment, la législation établit un large éventail d'obligations générales et spécifiques visant à garantir une conduite à la fois loyale et diligente, les incitant à assurer la primauté de l'intérêt du client et à agir avec le soin et la compétence que l'on peut attendre d'un professionnel avisé. En comparaison, rappelons que l'encadrement administratif des émetteurs assujettis découlant de la LVM se limite à des mesures ciblées aux activités de production de titres et ne s'étend pas à un contrôle global des compétences ou du comportement de ces derniers dans l'exercice de leurs activités économiques ni à celui des individus agissant au sein de ceux-ci et directement impliqués dans leurs activités ou plus spécifiquement dans le processus d'émission des titres⁷⁸. En somme, bien que les émetteurs assujettis soient soumis à des règles plus strictes que celles applicables aux acteurs offrant des services dans une relation commerciale traditionnelle, généralement régie uniquement par les lois d'application générale (par exemple *Code civil du Québec*, *Code criminel*), ces règles découlant du cadre administratif demeurent moins rigoureuses et moins étendues que celles imposées aux intermédiaires financiers.

Enfin, dans l'exercice de leurs activités, les intermédiaires financiers inscrits sont soumis à des mécanismes d'inspection, d'enquête, de procédures et de sanctions disciplinaires mis en place par les autorités responsables, dont l'AMF, en cas de non-respect des exigences d'inscription et

⁷⁶ *Id.*, n° IV-13.

⁷⁷ Art. 148-150 LVM; parties 2 et 7 *Règlement 31-103*. Voir aussi *id.*, n° IV-23 et suiv.

⁷⁸ Par exemple, les personnes qui œuvrent à la préparation des prospectus ou des rapports financiers au sein des émetteurs assujettis ne sont pas soumises, en vertu de la réglementation en valeurs mobilières, à des obligations d'inscription ni à des normes déontologiques strictes visant la primauté des intérêts des investisseurs. Toutefois, selon leur qualification et leur titre professionnel, ces derniers peuvent être soumis à d'autres types de normes déontologiques.

surtout des règles de conduite imposées. Comme pour les professionnels régis par le *Code des professions*, ces mécanismes s'ajoutent aux autres régimes de sanctions d'application plus générale (civil, pénal, criminel) auxquels sont soumis les prestataires de services dans une relation commerciale traditionnelle. Ces derniers se greffent également au régime de sanctions administratives auquel sont soumis les acteurs du secteur financier. En comparaison, bien que soumis aux régimes de sanctions d'application générale ainsi qu'à celles de nature administrative, les émetteurs assujettis et les personnes physiques œuvrant pour eux ne relèvent pas d'un mécanisme visant spécifiquement à sanctionner une conduite marquée par un manque de diligence, empreinte d'incompétence ou contraire au meilleur intérêt des investisseurs.

Dans l'ensemble, les mesures visant les intermédiaires financiers sont analogues à celles imposées aux professionnels soumis au *Code des professions*, ce qui n'est pas le cas pour les émetteurs assujettis. Bien que similaire à l'encadrement des professionnels, il convient de mentionner que l'encadrement des intermédiaires financiers s'en distingue toutefois en raison de sa portée plus étendue, ce dernier s'étendant non seulement aux personnes physiques offrant directement les services, mais également aux entreprises et, dans certains cas, à leurs dirigeants⁷⁹. À cet égard, soulignons qu'à l'opposé, les personnes physiques œuvrant pour les émetteurs assujettis ne sont pas visées directement par l'encadrement découlant de la LVM, sous réserve de quelques interdictions et exigences visant certains de leurs dirigeants et des professionnels.

Pour conclure, l'examen du cadre contemporain réalisé dans cette première partie met en lumière deux approches complémentaires en matière de protection des investisseurs : d'une part, l'encadrement des activités de distribution, qui privilégie la compétence, la déontologie et la diligence des intermédiaires financiers, et, d'autre part, l'encadrement des activités de production, axé sur la transparence et l'intégrité des informations fournies par les émetteurs. De plus, nous avons établi que les mesures de protection des investisseurs applicables aux activités de distribution se caractérisent

⁷⁹ Raymonde CRÊTE, Marc LACOURSIÈRE et Cinthia DUCLOS, « La rationalité du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de placement », dans R. CRÊTE, M. NACCARATO, M. LACOURSIÈRE et G. BRISSON (dir.), préc., note 15, p. 264 et suiv. ; C. DUCLOS, préc., note 72, p. 860 et suiv. Voir aussi une analyse approfondie à ce sujet dans les chapitres II à VI et la conclusion de C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1.

par une plus grande rigueur et une portée accrue par rapport à celles encadrant les activités de production. Enfin, on observe aussi que ce caractère plus rigoureux de l'encadrement des intermédiaires financiers coïncide avec sa nature déontologique et disciplinaire, en contraste avec celui des émetteurs assujettis qui reste principalement administratif. Certes, la distinction entre les régimes administratifs et les régimes de nature déontologique et disciplinaire exercés par les autorités responsables du secteur financier est ténue⁸⁰. Elle se révèle toutefois dans le degré de protection offert et dans les finalités poursuivies par le déploiement de ces régimes, soit d'une part la discipline d'une « profession », et d'autre part le bon fonctionnement d'une activité économique, le tout sous l'objectif commun de protection des investisseurs⁸¹.

II. Un regard historique sur les mesures de protection des investisseurs dans la législation en valeurs mobilières

Pour mieux comprendre les différences relevées dans le cadre contemporain par rapport aux mesures de protection des investisseurs, nous souhaitons, dans cette partie, porter un regard sur l'évolution de ces dispositifs dans la législation en valeurs mobilières depuis leur apparition initiale. Cette analyse a pour objectif d'examiner l'origine de ces mesures et l'émergence des divergences observées entre les régimes d'encadrement actuel.

À cette fin, forts des études réalisées par la présente auteure et d'autres chercheurs⁸², nous proposons un examen sommaire de cette évolution légis-

⁸⁰ Au sujet du flou entourant les pouvoirs et les procédures pénales, administratives et disciplinaires, voir notamment P. ISSALYS, préc., note 67, p. 202-214.

⁸¹ Voir notamment P. ISSALYS, préc., note 67, p. 213-214. L'auteur soumet un commentaire à ce sujet en discutant de l'intégration partielle de l'encadrement d'un milieu professionnel à l'encadrement administratif.

⁸² Dans les dernières décennies, plusieurs auteurs ont examiné et documenté l'évolution du marché des valeurs mobilières et de sa réglementation au Canada et au Québec, et ce, dans une perspective historique présentant les influences britanniques, américaines et pancanadiennes. Voir notamment Christopher ARMSTRONG, *Blue Skies and Boiler Rooms: Buying and Selling Securities in Canada, 1870-1940*, Toronto, University of Toronto Press, 1997; Annie DESLAUNIERS, *1955-2004: un demi-siècle d'histoire*, Montréal, Commission des valeurs mobilières du Québec, 2004; Raymonde CRÊTE et Cinthia DUCLOS, avec la collab. de Guillaume TALBOT-LACHANCE, « L'évolution de la réglementation du marché public des valeurs mobilières et l'industrie des services de placement », dans R. CRÊTE, M. NACCARATO, M. LACOURSIÈRE et G. BRISSON (dir.), préc.,

lative au Québec en portant une attention particulière aux distinctions entre l'encadrement des activités de production des sociétés émettrices et celui des activités de distribution des intermédiaires financiers. Cette analyse se structure en deux temps. D'abord, nous présentons les premières initiatives réglementaires encadrant les activités et les acteurs du domaine des valeurs mobilières au Québec (A). Ensuite, l'adoption de l'actuelle *Loi sur les valeurs mobilières* en 1982 et l'évolution des mesures de protection jusqu'à nos jours sont présentées (B).

A. Les premières initiatives en protection des investisseurs : entre convergence et différenciation des cadres normatifs

Les premières initiatives réglementaires visant le marché des valeurs mobilières au Québec voient le jour au début du 20^e siècle. De cette période jusqu'à la fin des années 1970, les mesures de protection des investisseurs dans les activités de production et de distribution en valeurs mobilières au Québec qui vont se développer possèdent plusieurs lieux communs.

D'abord, en 1906, alors que les autres juridictions au pays adoptent des réglementations imposant principalement des obligations de divulgation aux sociétés émettrices⁸³, le législateur québécois met en place une exigence visant l'enregistrement des courtiers qui font le commerce des valeurs mobilières au Québec⁸⁴. En 1924, dans la foulée des *blue-sky laws*⁸⁵, des lois introduites aux États-Unis puis intégrées par des provinces canadiennes visant à prévenir les fraudes, le législateur québécois adopte une loi imposant à certaines compagnies une obligation de divulgation nécessitant la transmission de documents les concernant avant de pouvoir émettre, vendre ou

note 15, p. 9, aux p. 9-44; D. L. JOHNSTON, K. D. ROCKWELL et C. FORD, préc., note 19, n^{os} 2.1-2.50; Mary G. CONDON, Anita I. ANAND, Janis P. SARRA et Sarah P. BRADLEY, *Securities Law in Canada – Cases and Commentary*, 3^e éd., Toronto, Emond Montgomery Publications, 2017, p. 26 et 27; S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 1-40.

⁸³ R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE *id.*, p. 20-22; S. ROUSSEAU, *id.*, p. 9-12.

⁸⁴ *Loi sur les licences*, S.Q. 1900, c. 12, art. 441j2), loi telle qu'amendée par S.Q. 1906, c. 9, art. 50. À l'époque, cette exigence reposait principalement sur le paiement de frais d'enregistrement.

⁸⁵ R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, préc., note 82, p. 21-23.

offrir des actions ou des obligations⁸⁶. Le législateur n'impose toutefois pas, comme l'ont fait plusieurs des autres juridictions à cette époque, une obligation d'inscription pour les sociétés émettrices ou une exigence d'approbation des valeurs mobilières émises pour faire leur commerce⁸⁷.

En 1928, s'inspirant des réformes adoptées au Manitoba et en Ontario pour renforcer la prévention de la fraude, le Québec ajoute à l'exigence d'enregistrement des courtiers, qui font le commerce des valeurs mobilières, l'interdiction d'effectuer des transactions sur les titres des sociétés qui ne respectent pas les obligations de divulgation d'information mises en place par la province précédemment⁸⁸. Puis, en 1930, à la suite du krach boursier de 1929 et sous l'impulsion de changements adoptés par l'Ontario, le législateur québécois, comme d'autres provinces⁸⁹, impose une obligation aux sociétés émettrices de s'enregistrer, comme les intermédiaires financiers (courtiers), pour faire le commerce de valeurs mobilières⁹⁰. Cette

⁸⁶ Ces documents doivent être remis au secrétaire de la province et doivent comprendre l'acte constitutif (charte), les résolutions des administrateurs visant les titres (règlements) et d'autres documents présentant les données comptables et financières de l'entreprise (profit, dettes, etc.). Voir *Loi concernant l'émission et la vente d'actions, d'obligations et autres valeurs*, S.Q. 1924, c. 64. Voir aussi D. L. JOHNSTON, K. D. ROCKWELL et C. FORD, préc., note 19, n^{os} 2.17 et 2.18; M. R. GILLEN, préc., note 4, p. 151; Luc LAROCHELLE, François-J. PÉPIN et Ralph L. SIMMONDS, « Bill 85, Quebec's New Securities Act », (1983-1984) 29 *R.D. McGill* 88, 92; S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 9 et 10.

⁸⁷ M. R. GILLEN, préc., note 4, p. 85; D. L. JOHNSTON, K. D. ROCKWELL et C. FORD, préc., note 19, n^{os} 2.17 et 2.18; John Peter WILLIAMSON, *Securities Regulation in Canada*, Toronto, University of Toronto Press, 1960, p. 13; M. G. CONDON, A. I. ANAND, J. P. SARRA et S. P. BRADLEY, préc., note 82, p. 28.

⁸⁸ *Loi modifiant la Loi des licences*, S.Q. 1928, c. 14. Voir aussi L. LAROCHELLE, F.-J. PÉPIN et R. L. SIMMONDS, préc., note 86, p. 92 et 93. Voir R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, préc., note 82, p. 24; S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 13 et 14.

⁸⁹ J. P. WILLIAMSON, préc., note 87, p. 21 et 22; D. L. JOHNSTON, K. D. ROCKWELL et C. FORD, préc., note 19, n^{os} 2.17, 2.18, 2.36 et 2.37; M. G. CONDON, A. I. ANAND, J. P. SARRA et S. P. BRADLEY, préc., note 82, p. 28 et 29; R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, *id.*, p. 24 et 25. Voir S. ROUSSEAU, *id.*, p. 15.

⁹⁰ *Loi sur la prévention des fraudes dans les valeurs mobilières*, S.Q. 1930, c. 88, art. 3. Cette exigence vise les courtiers, leurs vendeurs et les sociétés émettrices dans certaines circonstances en raison de la définition du terme courtier à l'article 1 de cette loi. Ces modifications viennent compléter la *Loi des licences*, L.R.Q. 1925, c. 25. Concernant les licences de courtiers, voir l'article 9.

loi prévoit également des mesures visant l'interdiction de frauder par les inscrits⁹¹.

On constate ainsi que dès les débuts, l'enregistrement s'impose comme une base commune régissant à la fois les activités de production et de distribution dans le domaine des valeurs mobilières. Par ailleurs, les interdictions explicites visant à prévenir la fraude viennent consolider ce cadre normatif partagé. Sans être identiques, on observe que les autres mesures imposées à cette époque demeurent intrinsèquement liées : les émetteurs assujettis se voient imposer leurs premières obligations de divulgation, lesquelles exercent une influence directe sur les pratiques attendues des courtiers, ces derniers étant tenus de n'offrir que des titres émis par des sociétés conformes à ces exigences.

À partir des années 1950, le corpus législatif s'étoffe progressivement et des distinctions dans l'encadrement des émetteurs assujettis et des intermédiaires financiers s'affirment graduellement. En 1955, à la suite de changements importants de la législation ontarienne, le Québec adopte la *Loi concernant les valeurs mobilières*⁹². Il y prévoit notamment la création et les pouvoirs de la Commission des valeurs mobilières du Québec (Commission) en tant qu'organisme administratif chargé de surveiller le marché des valeurs mobilières⁹³.

Cette loi reprend plusieurs des obligations précédemment imposées, dont celle pour les courtiers et les sociétés émettrices de s'enregistrer⁹⁴ et les interdictions au regard des actes frauduleux⁹⁵. Elle introduit également

⁹¹ *Loi sur la prévention des fraudes dans les valeurs mobilières*, S.Q. 1930, c. 88, art. 1 et 10 et suiv. On y retrouve notamment le pouvoir du procureur général d'investiguer si des actes frauduleux ont été commis. Cette loi prévoit aussi l'ajout d'un processus de vérification des livres et des comptes des inscrits. Voir les articles 21 et suiv. de cette même loi.

⁹² *Loi concernant les valeurs mobilières*, S.Q. 1955, c. 29. Voir aussi D. L. JOHNSTON, K. D. ROCKWELL et C. FORD, préc., note 19, n° 2.38; J. P. WILLIAMSON, préc., note 87, p. 34; A. DESLAUNIERS, préc., note 82, p. 17 et 18.

⁹³ *Loi concernant les valeurs mobilières*, S.Q. 1955, c. 29, art. 2. La Commission peut aussi enquêter, voir les articles 41 et suiv. Voir aussi A. DESLAUNIERS, *id.*, p. 5.

⁹⁴ *Loi concernant les valeurs mobilières*, S.Q. 1955, c. 29, art. 15. Cette loi introduit aussi un nouvel acteur, le conseiller financier (qui renseigne ou avise le public), qui est aussi soumis à l'obligation d'enregistrement (voir art. 1). En outre, cette obligation d'enregistrement relève désormais de la Commission (voir art. 24).

⁹⁵ *Id.*, art. 35 et suiv. Mentionnons aussi les exigences en matière de vérification des livres comptables des courtiers aux articles 64 et suiv. De plus, cette loi vient aussi préciser

de nouvelles mesures pour les émetteurs assujettis, dont la nécessité d'obtenir la permission de la Commission pour effectuer une première distribution de titres auprès du public⁹⁶, l'obligation de déposer un prospectus pour les titres visés et l'exigence de remettre ce prospectus aux futurs acquéreurs⁹⁷. Encore à cette époque, la législation des valeurs mobilières vise principalement la protection des investisseurs, l'efficacité des marchés ne constituant pas encore un objectif prioritaire⁹⁸.

Bien qu'aucune réforme majeure ne soit mise en œuvre dans les décennies suivantes, plusieurs modifications sont adoptées au cadre législatif. En 1960, la loi est modifiée de manière à ajouter l'exigence pour les émetteurs assujettis d'obtenir la permission de la Commission pour distribuer un prospectus au public⁹⁹. En 1973, le législateur instaure une obligation annuelle pour les émetteurs assujettis de transmettre leurs renseignements de nature financière, incluant les états financiers et le rapport des vérifica-

certaines obligations quant à la transmission d'informations par les courtiers à leurs clients (art. 48). La Loi interdit également aux courtiers de faire le commerce à l'égard de certaines valeurs mobilières, et ce, dans la continuité des mesures établies en 1928 (art. 49 et suiv.).

⁹⁶ *Id.*, art. 50.

⁹⁷ *Id.*, art. 53 al. 1 et 2.

⁹⁸ M. G. CONDON, A. I. ANAND, J. P. SARRA et S. P. BRADLEY, préc., note 82, p. 25. Voir S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 16 et 17.

⁹⁹ *Loi modifiant la Loi des valeurs mobilières de Québec*, 8-9 Eliz. II (1959-1960), c. 5, art.17 (qui modifie l'article 53). Par la suite, mentionnons qu'en 1967, l'Ontario procède à une révision de sa loi afin d'accroître les obligations de divulgation et de renforcer la réglementation du marché secondaire des valeurs mobilières (transactions d'initiés, prospectus révisés, rapports annuels, etc.). En 1971, inspiré de cette récente réforme ontarienne, le législateur québécois apporte plusieurs petites modifications liées au fonctionnement de la Commission, dont l'ajout d'un directeur général, et au regard de certains de ses pouvoirs, dont celui de nommer un « administrateur provisoire » dans des cas de malversation ou d'abus de confiance par les membres du conseil d'administration d'un émetteur assujetti ou d'un courtier. Voir *Loi modifiant la Loi des valeurs mobilières*, 1971, c. 77, art. 1, 5, 6, 13 et 23. Dans l'ensemble, voir M. G. CONDON, A. I. ANAND, J. P. SARRA et S. P. BRADLEY, *id.*, p. 25 et 30; D. L. JOHNSTON, K. D. ROCKWELL et C. FORD, préc., note 19, n° 2.38; Warren M. H. GROVER et James C. BAILLIE, « Exigences en matière de divulgation », dans Philip ANISMAN *et al.*, *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol. 3, Ottawa, Consommation et Corporations Canada, 1979, p. 396, aux p. 426 et 427; M. R. GILLEN, préc., note 4, p. 157.

teurs, à la Commission¹⁰⁰. Dans cette même loi, le législateur québécois introduit une obligation de déclaration du statut d'initié à l'égard des émetteurs assujettis, cette obligation vise notamment leurs dirigeants¹⁰¹.

Ainsi, des années 1950 à la fin des années 1970, l'éventail de mesures de protection se diversifie. On constate qu'à cette époque le législateur intervient davantage pour encadrer les activités de production des émetteurs assujettis que celles de distribution des courtiers, pour lesquels l'accent est mis sur une plus grande transparence et sur l'intégrité des informations transmises aux investisseurs. Pour les intermédiaires financiers, les premiers signes de la professionnalisation de leurs activités ne sont pas encore présents dans le corpus législatif.

B. L'évolution du cadre législatif de 1982 à aujourd'hui : vers une différenciation accrue entre transparence et professionnalisation

Cette section examine l'adoption de la *Loi sur les valeurs mobilières* de 1982 et l'évolution des mesures de protection des investisseurs jusqu'à aujourd'hui, en mettant en lumière les distinctions croissantes entre les approches visant les émetteurs assujettis et celles encadrant les intermédiaires financiers.

1. L'adoption de la *Loi sur les valeurs mobilières* de 1982

Dans le sillon de la réforme ontarienne de 1967, le Québec adopte en 1982 une nouvelle *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁰², qui constitue encore aujourd'hui le socle du cadre législatif en vigueur. Cette réforme intègre la plupart des mesures de protection instaurées par le législateur québécois depuis le

¹⁰⁰ *Loi modifiant la Loi des valeurs mobilières*, 1973, c. 67, art. 26. Cet article ajoute les articles 95 et suiv. LVM. Il ressort de ces articles que cette obligation nécessite aussi une remise aux actionnaires. Par ailleurs, cette législation prévoit des dispositions visant les offres publiques d'achat, c'est-à-dire les opérations par lesquelles des investisseurs proposent d'acquérir tout ou partie des titres d'un émetteur (voir l'article 26 qui ajoute les articles 113 et suiv. LVM). Elle vient aussi préciser les pouvoirs de la Commission de suspendre, d'annuler ou de révoquer l'enregistrement des émetteurs et des courtiers (voir l'article 14 qui modifie l'article 25 LVM).

¹⁰¹ *Id.*, art. 26. Cet article ajoute les articles 139 et suiv. LVM.

¹⁰² *Loi sur les valeurs mobilières*, L.Q. 1982, c. 48 (ci-après « LVM 1982 »).

début du 20^e siècle, apporte des précisions à certaines obligations préexistantes et introduit de nouvelles exigences.

Concernant les activités de production, c'est à cette époque que l'obligation d'enregistrement imposée aux émetteurs assujettis est mise de côté. Toutefois, la Loi de 1982 maintient des exigences de divulgation auxquelles ces acteurs doivent se conformer pour participer au commerce des valeurs mobilières, conservant ainsi un contrôle de l'accès au marché. La Loi réitère l'obligation, pour toute société souhaitant émettre des titres ou, selon la nouvelle terminologie, procéder à un placement de valeurs mobilières, de soumettre un prospectus à l'approbation de la Commission¹⁰³ et de le transmettre aux investisseurs potentiels¹⁰⁴. Ensuite, la Loi reprend l'obligation de transmettre de l'information continue à la suite du placement initial au sujet de sa situation financière, pour informer non seulement les détenteurs des titres, mais aussi les futurs acquéreurs sur les valeurs en circulation¹⁰⁵. Cette information comprend des informations périodiques sur la situation financière de la société (états financiers annuels et rapport du vérificateur)¹⁰⁶. La Loi ajoute à cette exigence celle de divulguer des informations de manière occasionnelle, soit lorsqu'un « changement important susceptible d'exercer une influence appréciable sur la valeur ou le cours de ses titres »¹⁰⁷ survient.

En ce qui concerne les activités de distribution effectuées par les intermédiaires financiers, la Loi reformule les obligations d'enregistrement, désormais qualifiées d'obligations d'inscription, applicables aux courtiers

¹⁰³ Art. 11 LVM 1982. Cette Loi ajoute une précision voulant que ce dernier doive révéler « tous les faits importants susceptibles d'affecter la valeur ou le cours des titres qui font l'objet du placement ». Voir art. 13 LVM 1982. Voir aussi S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 23.

¹⁰⁴ Art. 29 et suiv. LVM 1982. Les motifs de refus de la Commission au regard d'un prospectus sont davantage précisés et comprennent en plus du non-respect des exigences liées au contenu du prospectus, le manque de probité des dirigeants de la société émettrice, les faiblesses des assises financières de cette dernière et plus largement la protection des épargnants. Voir l'article 15 de cette même loi. Cette loi prévoit aussi l'ajout des prospectus simplifiés et provisoires. Voir les articles 18 et suiv. LVM 1982.

¹⁰⁵ Art. 68 et suiv. LVM 1982.

¹⁰⁶ Art. 75-80 LVM 1982.

¹⁰⁷ Art. 73 al. 1 LVM 1982. En outre, au regard de la gouvernance des émetteurs assujettis, cette loi introduit la possibilité pour la direction de ces entreprises de solliciter des procurations auprès des investisseurs (détenteurs des titres) pour exercer leur vote lors de leurs assemblées annuelles. Voir les articles 81 et suiv. LVM 1982.

et à leurs représentants¹⁰⁸. Les obligations à l'égard du courtier sont également mieux définies dans cette loi¹⁰⁹. Il s'agit d'un tournant décisif dans le cadre de l'encadrement des intermédiaires financiers; ils seront alors assujettis à des obligations renforcées, telles que l'obligation de bien connaître leur client et celle de prodiguer des conseils adaptés à leur situation, allant ainsi au-delà de la simple obligation d'inscription ou de la prohibition de poser des gestes frauduleux¹¹⁰. Ce changement marque une évolution importante dans la perception du rôle du courtier, désormais vu non plus comme un simple exécutant de mandats ponctuels, mais comme un professionnel engagé dans une relation continue avec son client. Il s'agit d'un premier pas vers la professionnalisation accrue des activités des intermédiaires financiers¹¹¹. Ce changement marque le début d'une distinction plus significative dans la nature et l'étendue de la protection offerte aux investisseurs selon les activités visées.

Enfin, cette loi réaffirme la création de la Commission des valeurs mobilières du Québec¹¹². Elle précise davantage ses pouvoirs d'enquête, d'ordonnance, de dispenses et d'interdiction¹¹³ ainsi que son rôle quasi judiciaire

¹⁰⁸ Art. 148 et suiv. LVM 1982. Le conseiller financier visé dans la Loi de 1955 devient le courtier ou le conseiller en valeurs dans cette loi. La Commission conserve la responsabilité de cette inscription et, outre le respect des conditions fixées par règlement, il est explicitement établi qu'elle doit évaluer à cette fin la compétence et la probité des représentants et des dirigeants, ainsi que la solidité financière des entreprises concernées. De même, les pouvoirs de la Commission quant au retrait ou à la suspension de ce droit d'exercice des intermédiaires financiers sont précisés. Voir art. 151 à 153 LVM 1982.

¹⁰⁹ Art. 160 et suiv. LVM 1982.

¹¹⁰ Art. 160 et suiv. LVM 1982. L'obligation de connaître le client et celle de convenance sont imposées à l'article 161. Voir aussi William HESLER, « La responsabilité du courtier en valeurs mobilières : une image plus claire à la lumière de la jurisprudence récente », dans Beverley M. McLACHLIN (dir.), *Droits de la personne : solidarité et bonne foi, Actes des Journées strasbourgeoises de l'Institut canadien d'études juridiques supérieures 2000*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, p. 337, aux p. 338 et 339. Voir également L. LAROCHELLE, F.-J. PÉPIN et R. L. STIMMONDS, préc., note 86, p. 127 et 128. Mentionnons qu'en plus de réitérer l'interdiction de transmettre ou d'utiliser des informations privilégiées, fausses ou trompeuses, la Loi comprend une interdiction plus spécifiquement pour ces acteurs de « multiplier les opérations pour le compte d'un client dans le seul but d'augmenter leur rémunération ». Voir les articles 187 et suiv., 193, 196, 197 et 199 LVM 1982.

¹¹¹ En appui à ce constat, mentionnons que la Loi réfère à ces acteurs comme à des « professionnels du marché des valeurs mobilières ». Voir l'article 276 al. 2(4) LVM 1982.

¹¹² Art. 237 et suiv. LVM 1982.

¹¹³ Art. 237 et suiv. (enquête), art. 249 et suiv. (pouvoir d'ordonnance en cours d'enquête), art. 257 et suiv. (recommandation d'administration provisoire ou de liquidation), art. 263 et suiv. (autres pouvoirs) LVM 1982.

de tenir des audiences et de trancher des différends¹¹⁴. De plus, elle marque la reconnaissance par le législateur québécois d'un virage amorcé depuis plus d'une décennie, caractérisé par une transition progressive d'une approche axée sur la protection des investisseurs vers une attention accrue portée au bon fonctionnement et à l'efficacité des marchés. Le principal signe de cette évolution est l'intégration d'un énoncé définissant les missions de la Commission, parmi lesquelles figurent la protection des investisseurs au sens élargi, comprenant la protection contre les pratiques frauduleuses, la régulation de l'information divulguée par les émetteurs assujettis et l'encadrement des activités des professionnels du marché des valeurs mobilières, ainsi que la mission de favoriser le bon fonctionnement des marchés¹¹⁵. L'introduction de diverses dispositions, dont celles formalisant la notion de dispense à certaines obligations¹¹⁶ et celles permettant le placement de valeurs au moyen d'un prospectus simplifié¹¹⁷, sont des exemples de mesures mises en place pour répondre entre autres à cet objectif.

En somme, dès la réforme de 1982, se dessine plus formellement la distinction, désormais caractéristique, entre les deux approches en matière de protection des investisseurs. D'un côté, les activités de production se concentrent sur la transparence et l'intégrité des informations fournies par les émetteurs assujettis. De l'autre, les activités de distribution mettent l'accent sur la compétence, la déontologie et la discipline des intermédiaires financiers.

2. L'évolution des mesures de protection des investisseurs jusqu'à aujourd'hui

Depuis l'adoption de la LVM en 1982, le législateur québécois a régulièrement adapté le cadre législatif afin de répondre aux objectifs fondamentaux de la Loi et de tenir compte de l'évolution du marché, des pratiques de l'industrie et des attentes des clients. Cette section met en lumière les princi-

¹¹⁴ Art. 312 et suiv. LVM 1982. De plus, cette nouvelle loi prévoit la possibilité pour la Commission de reconnaître à titre d'organisme d'autoréglementation des bourses et des associations professionnelles ainsi que des exigences à cet égard. Ce changement entraînera des répercussions plus tard avec la reconnaissance de bourses canadiennes et d'un regroupement de courtiers à ce titre. Voir les articles 169 et suiv. LVM 1982. Voir aussi L. LAROCHELLE, F.-J. PÉPIN et R. L. SIMMONDS, préc., note 84, p. 131 et 132.

¹¹⁵ Art. 276 al. 2 LVM 1982. Voir aussi R. CRÊTE, préc., note 7, p. 25.

¹¹⁶ Art. 154 LVM 1982.

¹¹⁷ Art. 18 et 19 LVM 1982.

pales améliorations et nouvelles mesures conçues pour renforcer la protection des investisseurs qui ont été intégrées depuis 1982¹¹⁸.

Les premières modifications significatives de la LVM se produisent au début des années 2000. S'appuyant sur les recommandations formulées dans le rapport Martineau, le législateur québécois entreprend une réforme d'envergure du cadre juridique régissant les services financiers¹¹⁹. Cette réforme conduit notamment à la fusion de la Commission des valeurs mobilières du Québec avec plusieurs autres organismes de régulation, aboutissant à la création d'une autorité administrative intégrée, soit l'Autorité des marchés financiers¹²⁰. C'est à ce moment que cette autorité administrative se voit confier la responsabilité de réglementer, de surveiller et plus largement d'encadrer les activités de production et de distribution des valeurs mobilières soumises à la LVM¹²¹.

À la même époque, en réponse à la mondialisation des marchés financiers, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) se structurent plus formellement, réunissant ainsi les commissions provinciales et territoriales en la matière au pays, dont l'AMF. L'objectif est d'harmoniser les règles à l'échelle nationale, de faciliter l'accès aux investisseurs étrangers et de réduire le fardeau réglementaire des acteurs de l'industrie¹²². Les effets de cette collaboration et de cette démarche d'harmonisation se déploient

¹¹⁸ Pour un portrait plus complet de l'évolution de la LVM et de sa réglementation depuis 1982, voir S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 27 et suiv.; R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, préc., note 82, p. 29 et suiv.

¹¹⁹ R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, *id.*, p. 38 et 39; S. ROUSSEAU, *id.*, p. 31.

¹²⁰ Dans le projet de loi menant à sa création, l'Autorité est désignée comme l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier. Voir *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier*, L.Q. 2002, c. 45, art. 1. Dans l'ensemble, voir *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2004, c. 37, art. 2, 90 et les notes explicatives. Pour plus de détails sur l'historique de l'AMF, voir A. DESLAULNIERS, préc., note 82; R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, *id.*, p. 38-42.

¹²¹ C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n° III-29. Dans le cadre de cette même réforme, le Tribunal administratif des marchés financiers (TMF) est créé dans le but de séparer les fonctions juridictionnelles et administratives des organismes fusionnés au sein de l'AMF, dont la Commission des valeurs mobilières du Québec, pour garantir l'indépendance et l'impartialité dans la résolution des litiges du secteur financier. Le TMF était désigné à l'époque le Bureau de décision et de révision (BDR). Voir ce même ouvrage au n° III-35.

¹²² R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, préc., note 82, p. 36.

de façon continue tout au long de l'évolution du cadre législatif québécois jusqu'à aujourd'hui, en influençant le cadre des activités de production des émetteurs assujettis et celui visant les activités de distribution des intermédiaires financiers¹²³.

Au cours de la première décennie du 21^e siècle, dans le sillage de plusieurs scandales financiers et crises ayant ébranlé le marché nord-américain des valeurs mobilières et la confiance des investisseurs, les ACVM s'inspirent des réformes mises en œuvre aux États-Unis pour renforcer les normes en vigueur et accroître les obligations imposées aux sociétés émettrices¹²⁴. Sont alors introduites des règles renforçant la transparence et l'intégrité de ces sociétés, notamment à travers l'adoption de règlements sur la surveillance des vérificateurs, sur l'attestation des informations financières et sur la structuration des comités de vérification¹²⁵. Les pouvoirs de surveillance et de contrôle de l'AMF pour veiller à l'application de ces obligations auprès des émetteurs assujettis sont aussi accrus¹²⁶. Cette période marque un tournant dans l'encadrement et la surveillance des activités de production des émetteurs assujettis, où les mesures de protection des investisseurs dépassent les obligations de divulgation axées principalement sur des informations de nature financière pour s'étendre de manière plus significative aux aspects concernant la gouvernance et l'intégrité de ces entreprises.

En 2009, à l'issue de travaux amorcés en 2004, les ACVM ont mis en œuvre une réforme commune visant à encadrer l'inscription des intermédiaires financiers. Cette réforme, concrétisée par l'entrée en vigueur du *Règle-*

¹²³ Voir notamment M. GIRARD, préc., note 13, n^{os} 11 et suiv.

¹²⁴ R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, préc., note 82, p. 30 et 31. Voir aussi S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 38, 39, 362-364.

¹²⁵ M. GIRARD, préc., note 13, n^{os} 11 et 12. Voir notamment l'ajout des règlements suivants : *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*, RLRQ, c. V-1.1, r. 0.4. Ce règlement s'intitule maintenant *Règlement 52-108 sur la surveillance des auditeurs*, RLRQ, c. V-1.1, r. 26 ; *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*, RLRQ, c. V-1.1, r. 27 ; *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*, RLRQ, c. V-1.1, r. 0.02. Ce règlement s'intitule maintenant *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*, RLRQ, c. V-1.1, r. 28. Voir aussi R. CRÊTE, et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, *id.*, p. 30 et 31. Pour une perspective au moment de l'annonce de ces changements, voir J. SARRA, préc., note 27, par. 47 et suiv.

¹²⁶ R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, *id.*, p. 30 et 31. S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 38 et 39.

ment 31-103, vise à harmoniser les règles d'inscription à l'échelle canadienne grâce au régime du Passeport, permettant aux intermédiaires inscrits d'exercer dans tout le pays via leur autorité principale. À cette occasion, le législateur québécois modifie la LVM pour y inclure l'encadrement des intermédiaires financiers dédiés à la distribution de produits d'épargne collective, c'est-à-dire les courtiers en épargne collective et leurs représentants. Auparavant régis par la *Loi sur la distribution de produits et services financiers*, ces acteurs relèvent désormais de la LVM dans le but de centraliser et d'harmoniser l'encadrement juridique des intermédiaires financiers du domaine des valeurs mobilières¹²⁷.

La réforme de 2009 introduit des normes plus strictes en matière de compétence et de conduite des affaires pour les courtiers et leurs représentants¹²⁸. Le législateur québécois, en collaboration avec ses homologues canadiens, renforce notamment les mesures liées à la conformité au sein des courtiers. À cette fin, il introduit des obligations générales et spécifiques destinées à structurer et encadrer cette fonction essentielle¹²⁹. C'est à ce moment qu'est instaurée dans le cadre réglementaire l'obligation pour les intermédiaires financiers d'inscrire deux dirigeants clés en matière de conformité (personne désignée responsable et chef de la conformité)¹³⁰ et celle de mettre en place un système structuré de contrôle et de supervision

¹²⁷ *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2009, c. 25, notes explicatives, art. 3, 14, 16, 17, 20 et 57; *Loi sur la distribution de produits et services financiers*, RLRQ, c. D-9.2. Voir aussi S. ROUSSEAU, *id.*, p. 29.

¹²⁸ R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, préc., note 82, p. 37. Elle adapte également le cadre législatif afin de l'harmoniser avec les services fournis et les attentes des investisseurs d'obtenir des conseils financiers, indépendamment du statut de l'intermédiaire ou des produits proposés. Malgré les efforts déployés, le résultat de la réforme à cet égard semble toutefois plus théorique que réel. En effet, des intermédiaires de plusieurs catégories d'inscription offrent encore à ce jour des services similaires, voire identiques, sans être soumis au même encadrement. Voir C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} Concl-16 et suiv.

¹²⁹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, « Avis de consultation. Projet de Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription. Projet d'instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription. Projet de modification du Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription », vol. 4, n^o 8, *Bulletin de l'Autorité des services financiers*, 23 février 2007, p. 33 et 34, en ligne : <2007fev23-31-103-aviscons-fr.pdf>.

¹³⁰ R. CRÊTE et C. DUCLOS, préc., note 15, p. 74; C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} IV-10, IV-12 et IV-25. Ces dirigeants veillent à ce que l'entreprise élabore et mette en œuvre des politiques et procédures permettant de respecter les obligations réglementaires en valeurs mobilières, ainsi que les normes établies par les organismes d'autoréglementation,

au sein de leur organisation¹³¹. Ce renforcement du cadre normatif des intermédiaires financiers s'inspire du modèle réglementaire proposé en 2004 par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, connu sous le nom de *Fair Dealing Model*¹³² et des réflexions des AVCM, en collaboration avec divers organismes d'autoréglementation, sur le « modèle de relation client-conseiller » (MRCC) visant à renforcer l'encadrement de la relation entre les intermédiaires financiers et les investisseurs individuels¹³³.

Depuis lors, à travers d'autres phases du MRCC, le *Règlement 31-103* a fait l'objet de modifications périodiques visant à renforcer la transparence sur les coûts et la rémunération, les conflits d'intérêts et la performance des placements, en imposant aux intermédiaires financiers une obligation accrue d'information à l'égard de leurs clients sur ces éléments essentiels¹³⁴. De plus, à la suite de consultations visant des « Réformes axées sur le client » et dans le prolongement des réflexions sur le MRCC, en 2019, ces mêmes

le cas échéant, applicables à la société inscrite et à ses représentants. Voir aussi *Règlement 31-103*, partie 5.

¹³¹ *Règlement 31-103*, partie 11 ; C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} V-43 et suiv.

¹³² ONTARIO SECURITIES COMMISSION, *The Fair Dealing Model*, 2004, p. 1, en ligne : <https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/irps/cp_33-901_20040129_fdm.pdf>. Ce modèle propose des normes visant une divulgation compréhensible des informations, une communication des attentes et une gestion des conflits d'intérêts.

¹³³ Voir C. DUCLOS *et al.*, *préc.*, note 1, n^o III-59 ; R. CRÊTE et C. DUCLOS, *préc.*, note 15, p. 83 et 84. Voir aussi AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, « Avis de publication. Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription. Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription. Modifications corrélatives », vol. 6, n^o 28, *Bulletin de l'Autorité des services financiers*, 14 juillet 2009, p. 1, 13 et 14, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/31-103/2009-07-17/2009juil17-31-103-avispubl-fr.pdf>>. Voir aussi ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, *Modèle de relation client-conseiller*, 24 avril 2009, en ligne : <<https://www.ocri.ca/salle-de-presse/publications/modele-de-relation-client-conseiller>>.

¹³⁴ ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES, « Modèle de relation client-conseiller – Phase 2. Modifications apportées à la Règle 200 et au Formulaire 1 des courtiers membres concernant le rapport sur le rendement et l'information à fournir sur les honoraires et frais devant prendre effet soit le 15 juillet 2015, soit le 15 juillet 2016 », *Avis de l'OCRCVM*, 18 septembre 2014, p. 1 et 2, en ligne : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/bourses-chambres-oar/2014-11/ocrcvm_consultation_crm2_phase_2.pdf> ; AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Avis de publication des ACVM et du CCRRA*, 20 avril 2023, p. 1, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/31-103/2023-04-20/2023avril20-31-103-avis-publ-tcr-fr.pdf>>.

autorités adoptent des modifications significatives au *Règlement 31-103* qui visent un rehaussement des exigences quant à l'évitement et la gestion des conflits d'intérêts, à la connaissance du produit, à l'information relative à la connaissance du client, à l'évaluation de la convenance et à l'information sur la relation¹³⁵. Ces récents changements contribuent à renforcer la professionnalisation des courtiers et de leurs représentants, en élevant les exigences relatives à leur conduite auprès des investisseurs.

En somme, depuis l'adoption de la *Loi sur les valeurs mobilières* en 1982, les mesures de protection des investisseurs dans les activités de production et de distribution ont évolué de manière à accroître les divergences dans la nature et l'étendue de la protection offerte aux investisseurs. Alors que les émetteurs assujettis sont encore principalement visés par des mesures qui s'articulent autour de la transparence et l'intégrité informationnelle, l'encadrement des intermédiaires financiers a poursuivi le virage amorcé lors de l'adoption de la Loi en 1982 par l'ajout de mesures visant leur professionnalisation et l'encadrement strict de leur relation avec les investisseurs.

Pour conclure cette partie, nous retenons, de manière générale, que cette évolution de la législation en valeurs mobilières du début du 20^e siècle à aujourd'hui révèle un élargissement progressif de la protection des investisseurs, tant dans la production que dans la distribution des titres, allant initialement de la prévention de la fraude à l'adoption de dispositifs de prévention plus complets, afin de les protéger tant lors de l'émission que de la distribution des titres, et ce, dans leurs relations avec les émetteurs assujettis et les intermédiaires financiers. Elle témoigne aussi de l'ouverture des objectifs de la législation en valeurs mobilières non seulement à la protection des investisseurs, mais aussi au bon fonctionnement et à l'efficacité des marchés. Enfin, cette analyse rétrospective fait ressortir que le cadre actuel des activités du marché des valeurs mobilières résulte d'une évolution progressive des mesures de protection au cours de laquelle une différenciation s'est établie, puis intensifiée entre celles applicables aux émetteurs assujettis et celles visant les intermédiaires financiers.

¹³⁵ AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, « Réformes en vue du rehaussement de la relation client-personne inscrite (réformes axées sur le client) », *Avis de publication des ACVM*, 3 octobre 2019, p. 2, en ligne : <<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/31-103/2019-10-03/2019oct03-31-103-avis-publ-fr.pdf>>.

III. La rationalité des divergences dans la nature et la portée des mesures de protection des investisseurs québécois

À la suite de l'examen combinant une perspective historique et contemporaine des mesures de protection des investisseurs, notre analyse se concentre désormais sur l'identification de la logique sous-jacente aux constats qui en émergent. Plus précisément, nous visons à comprendre la rationalité des variations observées dans l'approche législative et dans la nature des mesures adoptées et l'étendue de la protection accordée aux investisseurs, sous la LVM et ses règlements, dans les activités de production menées par les émetteurs assujettis et celles de distribution effectuées par les intermédiaires financiers.

Pour approfondir notre analyse, nous proposons d'examiner ces divergences sous le prisme des principes fondamentaux de l'ordre public de protection¹³⁶. Le caractère d'ordre public de cette nature d'une loi ou de dispositions législatives spécifiques peut être explicitement affirmé par le législateur ou être reconnu par les tribunaux en se fondant sur divers critères, tels que des impératifs de sécurité dans les rapports sociaux et la nécessité de rééquilibrer les intérêts en présence¹³⁷. Une telle législation a pour objectif principal de réduire le déséquilibre entre les intérêts des parties impliquées, tout en protégeant les droits de la partie la plus vulnérable dans ce rapport de force¹³⁸. Dans le domaine des valeurs mobilières, les tribunaux ont reconnu le caractère d'ordre public de protection de la LVM¹³⁹.

¹³⁶ Pour une discussion sur l'ordre public en général et les distinctions entre l'ordre public de direction et de protection, que nous n'abordons pas dans cet article, voir notamment Michelle CUMYN, « Les sanctions des lois d'ordre public touchant à la justice contractuelle : leurs finalités, leur efficacité », (2007) 41 R.J.T. 1, 9-25.

¹³⁷ Vincent KARIM, « L'ordre public en droit économique : contrats, concurrence, consommation », (1999) 40-2 C. de D. 402, 406-409. Voir aussi Didier LLUELLES et Benoît MOORE, *Droit des obligations*, 3^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2018, par. 1945; Nabil N. ANTAKI et Charlaïne BOUCHARD, *Droit et pratique de l'entreprise. Tome I: Entrepreneurs et sociétés de personnes*, 4^e éd. préparée par Charlaïne BOUCHARD, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2021, par. 32 à 34. Ces auteurs appuient leur argumentaire sur la décision *Banque Royale du Canada c. Caisse populaire de Rock Forest*, [1992] R.J.Q. 987, 995 (C.S.).

¹³⁸ M. CUMYN, préc., note 136, 7 et 8.

¹³⁹ Voir une reconnaissance de la Cour d'appel du Québec à ce sujet: *Allaire c. Girard & Associés (Girard et Cie comptables agréés)*, 2005 QCCA 713, par. 74; *Savard c. 2329-1297 Québec inc. (Hôtel Lord Berri inc.)*, 2005 QCCA 705, par. 56. Voir aussi une telle reconnaissance par les tribunaux inférieurs: *Lang c. 137579 Canada inc.*, 2021 QCCS

En ce sens, cette législation s'inscrit dans une démarche visant à rééquilibrer les rapports entre les parties et à garantir la protection des investisseurs, lesquels se retrouvent souvent en position de vulnérabilité face aux émetteurs assujettis et aux intermédiaires financiers.

Dans cette perspective, nous estimons que les divergences observées dans les mesures de protection offertes aux investisseurs peuvent être interprétées comme le reflet de variation dans les déséquilibres inhérents aux relations entre ces derniers et les différents intervenants financiers. Présenté autrement, un déséquilibre plus prononcé dans la relation entre les investisseurs et les intermédiaires financiers, que celui observé dans celle entre eux et les émetteurs assujettis, pourrait justifier l'adoption de mesures de protection plus étendues et rigoureuses pour encadrer les activités de distribution des valeurs mobilières, comme illustré dans les sections précédentes. Pour démontrer cette hypothèse, nous examinons la nature des activités sur le marché des valeurs mobilières et les relations qu'elles impliquent avec les investisseurs, oscillant entre relations professionnelles et dynamiques commerciales (3.1). Nous analysons ensuite le lien entre ces divergences, les déséquilibres existants entre les parties et les variations des mesures de protection qui structurent le cadre actuel afin de conclure sur les rapprochements entre les constats observés et le caractère d'ordre public de la LVM (3.2).

A. La nature des activités : entre relations professionnelles et dynamiques commerciales dans le domaine des valeurs mobilières

Dans les parties précédentes, nous avons constaté que les fonctions exercées auprès des investisseurs par les intervenants financiers ne sont pas les mêmes dans les activités de production et de distribution au sein du marché des valeurs mobilières. D'une part, pour les émetteurs assujettis,

5292, par. 164; *Doyon c. Autorité des marchés financiers*, 2016 QCCS 1533, par. 118 et 126; *Autorité des marchés financiers c. Gariépy*, 2017 QCCQ 1799, par. 18; *Autorité des marchés financiers c. Jémus*, 2015 QCCQ 10838, par. 16; *Platanitis c. Autorité des marchés financiers*, 2016 QCCS 5060, par. 20; *Autorité des marchés financiers c. Boivin*, 2014 QCCQ 869, par. 13. Voir également Stéphane ROUSSEAU, « L'impact du règlement 45-106 sur les dépenses de prospectus et d'inscription sur la pratique notariale : un guide pratique », [2007] 1 C.P. du N. 253, 293; S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 475; M. GIRARD, préc., note 13, n^{os} 1 et 10.

leur principale interaction avec les investisseurs consiste en la transmission d'informations fiables, complètes et véridiques les concernant, et ce, tant au moment de l'émission des titres que tout au long de leur existence publique. À cet égard, il convient de souligner que lors de l'émission des titres, les transactions sur le marché primaire impliquent principalement des investisseurs institutionnels et surtout des intermédiaires financiers qui en feront ensuite la distribution auprès d'autres investisseurs, alors que sur le marché secondaire, les investisseurs ciblés incluent à la fois les investisseurs individuels et institutionnels, actuels ou futurs¹⁴⁰. Les obligations de divulgation des émetteurs assujettis imposées dans la LVM et ses règlements sont donc au bénéfice de l'ensemble de ces investisseurs.

D'autre part, les intermédiaires financiers jouent un rôle essentiel dans la distribution de ces titres, opérant à l'intersection des investisseurs, des marchés boursiers et des émetteurs assujettis¹⁴¹. À cet égard, rappelons que le cadre législatif prévoit que, sauf exception, tous les investisseurs, individuels et institutionnels, doivent recourir aux services d'un intermédiaire pour l'acquisition de titres émis¹⁴². Généralement, ce rôle dans l'intermédiation des titres dépasse la simple exécution des ordres des investisseurs : il inclut également la prestation de conseils personnalisés nécessitant notamment l'analyse et l'interprétation des informations fournies par les émetteurs assujettis. Cette dimension est particulièrement importante pour les investisseurs individuels, qui sont souvent moins expérimentés et profanes.

Dans le prolongement de ces observations, cette section propose d'analyser ces divergences dans la nature des activités exercées par les intervenants financiers et dans la spécificité des relations qu'ils entretiennent avec les investisseurs, à la lumière des fondements de la professionnalisation. À cette fin, et en nous appuyant sur nos travaux antérieurs, nous examinons les caractéristiques de ces activités en les comparant à celles exercées par les professionnels régis par le *Code des professions*¹⁴³. Cette analyse trouve

¹⁴⁰ Pour la participation des intermédiaires à titre de preneur sur le marché primaire, voir S. ROUSSEAU, *id.*, p. 152 et suiv. Pour la prédominance des investisseurs institutionnels, surtout de grande taille, sur le marché primaire et des réflexions en ce sens sur le territoire français à la fin du 20^e siècle, voir Michel JACOB, « Le marché primaire : existe-t-il une taille critique ? », (1998) 47-3 *Revue d'Économie Financière* 87, 91 et 92.

¹⁴¹ R. CRÊTE et C. DUCLOS, *préc.*, note 15, p. 55 et 56.

¹⁴² C. DUCLOS *et al.*, *préc.*, note 1, n^{os} IV-9 et IV-22 et suiv.

¹⁴³ Nos études ont mis en lumière des rapprochements importants entre les services offerts par les intermédiaires financiers et ceux dispensés par les professionnels régis par le

son intérêt dans les principes mêmes du système professionnel québécois, qui repose sur une modulation de l'encadrement des intervenants en fonction du niveau de protection requis par le public¹⁴⁴.

Nos études indiquent que les caractéristiques essentielles qui définissent une activité de nature professionnelle dans le système professionnel québécois¹⁴⁵ sont regroupées sous trois principaux éléments: 1) la complexité et la spécialisation des tâches effectuées, nécessitant des connaissances et des compétences pointues ainsi qu'une autonomie professionnelle exercée dans l'intérêt du client¹⁴⁶; 2) un rapport personnel et un lien de confiance accru entre les parties nécessaire à la prestation de services¹⁴⁷; et 3) le risque de préjudices sérieux pouvant résulter de manquements professionnels dans l'exercice de cette activité¹⁴⁸. À la lumière de ces caractéristiques, nous analysons la nature des activités de production des émetteurs assujettis et de celles exercées par les intermédiaires financiers auprès des investisseurs.

Code des professions. Voir notamment R. CRÊTE, M. LACOURSIÈRE et C. DUCLOS, préc., note 79, aux p. 252 et suiv.; Raymonde CRÊTE, « Les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille », dans R. CRÊTE, M. NACCARATO, M. LACOURSIÈRE et G. BRISSON (dir.), préc., note 15, p. 275, aux p. 298 et suiv.; C. DUCLOS, préc., note 8, p. 87-90. Plus récemment, nous avons réalisé un examen comparatif exhaustif entre les services professionnels et les services d'investissement afin de démontrer que ces derniers, surtout au regard des services de conseil en investissement, comportent les caractéristiques clés des activités de nature professionnelle: voir C. DUCLOS *et al.*, *id.*, chap. II.

¹⁴⁴ C. DUCLOS, préc., note 72, p. 799-801; C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-8 et suiv.

¹⁴⁵ Cette identification a été réalisée sur la base des facteurs de professionnalisation énoncés aux articles 25 et 26 du *Code des professions* et interprétés par l'Office des professions et dans les études en la matière. Voir C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-8 et suiv.

¹⁴⁶ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-15 et suiv. Voir aussi les articles 25(1^o) et (2^o) et 26 C. prof.; René DUSSAULT, « L'évolution du professionnalisme au Québec », (1977) 20 *Adm. Pub. Can.* 275, 282 et 283; René DUSSAULT et Louis BORGÉAT, « La réforme des professions au Québec », (1974) 17 *Adm. Pub. Can.* 407, 412-414.

¹⁴⁷ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-23 et suiv. Voir aussi les articles 25(3^o) et (5^o) C. prof.

¹⁴⁸ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-35 et suiv. Voir aussi l'article 25(4^o) C. prof. Dans le système professionnel québécois, le risque de préjudice sérieux fait référence, sur le plan individuel, à une atteinte aux droits et aux intérêts d'une personne qui résulte d'une action, d'une intervention ou d'une omission et qui entraîne des dommages pécuniaires ou non pécuniaires, c'est-à-dire des dommages de nature économique, physique, psychologique ou émotionnelle causés aux bénéficiaires des services professionnels. Sur le plan sociétal, ce préjudice peut se manifester par une atteinte au bien-être collectif et par une perte de confiance du public envers un groupe de prestataires.

1. La nature spécialisée et complexe des services offerts

L'un des principaux critères permettant de qualifier une activité comme étant de nature professionnelle est l'exigence, pour le professionnel, de posséder des connaissances spécialisées, justifiées par la complexité et le caractère spécifique et technique des services offerts¹⁴⁹. Dans le domaine des valeurs mobilières, l'exercice des activités de distribution par les intermédiaires financiers, en particulier par les personnes physiques agissant à titre de représentants, exige une expertise pointue à l'égard des marchés financiers et de la finance personnelle, ainsi que des compétences spécifiques nécessaires à l'exercice de leurs fonctions de conseil et de négociation auprès des investisseurs¹⁵⁰. Ces intermédiaires doivent maîtriser un large éventail de connaissances particulières à ce secteur pour offrir des services adaptés aux besoins individualisés des investisseurs, à l'instar des professionnels. À titre comparatif, les individus œuvrant au sein des sociétés émettrices et impliqués dans l'émission de titres, la préparation des prospectus, ainsi que dans la divulgation continue d'informations, doivent également disposer d'une expertise avancée et de connaissances spécialisées, adaptées notamment aux particularités du secteur d'activité des émetteurs assujettis¹⁵¹. Les émetteurs peuvent aussi recourir à des professionnels externes des milieux juridique et financier à cette fin. Ainsi, bien que mise en œuvre de manière différente, dans les deux cas, la maîtrise de compétences spécialisées demeure un pilier essentiel des activités.

En outre, les activités de nature professionnelle se caractérisent par le haut degré d'autonomie conféré au professionnel, lui permettant de mobiliser ses connaissances spécialisées afin d'exercer ses fonctions dans le meilleur intérêt du bénéficiaire (client, patient, etc.)¹⁵². Dans le domaine des valeurs mobilières, l'intermédiaire financier qui offre des services de conseil en investissement doit disposer d'une latitude importante pour interpréter les besoins de chaque client, évaluer les produits disponibles sur le marché et formuler des recommandations adaptées à ce dernier, à la lumière de son savoir et ses aptitudes¹⁵³. Dans la relation entre l'émetteur assujetti et l'investisseur, l'application des connaissances spécifiques de l'entreprise et sur-

¹⁴⁹ Art. 25(1) et 26 C. prof.; C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-16 et suiv.

¹⁵⁰ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-46 et suiv.

¹⁵¹ À cet égard, voir le contenu spécialisé et technique que doit présenter par exemple le prospectus et les rapports annuels: S. ROUSSEAU, *préc.*, note 4, p. 170-208 et 291 et suiv.

¹⁵² Art. 25(2^o) et 26 C. prof. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, *préc.*, note 1, n^{os} II-19 et suiv.

¹⁵³ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-55 et suiv.

tout des personnes physiques impliquées dans les activités de production n'implique pas une telle liberté d'action leur permettant de choisir et de mettre en œuvre les différents moyens nécessaires pour offrir un service adapté à chaque investisseur dans son meilleur intérêt¹⁵⁴. En conséquence, cette caractéristique distinctive des services professionnels est absente pour les émetteurs assujettis¹⁵⁵.

En somme, la nature spécialisée et complexe des services offerts par les intermédiaires financiers, combinée à l'autonomie dont ils disposent dans l'exercice de leurs fonctions pour agir dans l'intérêt de chacun de leurs clients, rapproche leurs activités de celles exercées par les professionnels, contrastant avec les fonctions des émetteurs assujettis, où l'absence d'une offre de service personnalisée à l'investisseur limite partiellement l'application de ces critères de professionnalisation.

2. Le lien de confiance accru

Un second élément essentiel définissant une activité de nature professionnelle est la relation de confiance établie entre les parties. Cette relation se caractérise par un rapport personnel entre les parties dans une perspective axée sur le long terme¹⁵⁶. Dans les activités de distribution des valeurs mobilières, la relation entre les intermédiaires financiers et les investisseurs, principalement individuels, en est une de proximité basée sur un lien de confiance accru. Il s'agit d'un rapport personnel entre les parties dans lequel les investisseurs manifestent envers les intermédiaires un haut degré de confiance, qui évolue et perdure au cours de la relation, et ce, tant à l'égard des représentants qui sont en lien direct avec eux qu'à l'égard de l'entreprise, généralement de grandes institutions financières, au sein de laquelle ces

¹⁵⁴ Formulation inspirée de OFFICE DES PROFESSIONS DU QUÉBEC, *Le système professionnel québécois de l'an 2000 – L'adaptation des domaines d'exercice et du système à la réalité du XXI^e siècle*, Avis au Gouvernement du Québec transmis au Ministre responsable de l'application des lois professionnelles, juin 1997, p. 61, en ligne : <<https://numerique.banq.qc.ca/patrimoine/details/52327/46486>>.

¹⁵⁵ Cette affirmation repose sur la finalité principale des activités de production par les émetteurs assujettis qui consiste à assurer le financement de ces entreprises par l'émission de titres financiers. Contrairement aux intermédiaires financiers, leur rôle ne vise pas à accompagner les investisseurs dans leurs décisions d'investissement ni à effectuer des opérations sur valeurs en leur nom.

¹⁵⁶ Art. 25(3^o) C. prof. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^o II-23.

derniers évoluent¹⁵⁷. Les intermédiaires financiers, principalement dans l'offre de services de conseils, cherchent à établir une relation de longue durée avec leurs clients, plutôt que de mettre l'accent sur la vente de « produits » dans des transactions isolées, comme c'est le cas dans les relations commerciales traditionnelles visant l'achat de biens de consommation¹⁵⁸. À cet égard, il convient de préciser qu'au fil du temps, la relation entre les investisseurs et les intermédiaires financiers s'est transformée sous l'effet de l'évolution des marchés financiers et des nouvelles attentes des investisseurs. Traditionnellement axés sur des fonctions de négociation, les intermédiaires financiers se consacrent désormais davantage aux services de conseil, répondant ainsi à la demande croissante d'accompagnement personnalisé, particulièrement depuis les années 2000, dans un contexte marqué par le vieillissement de la population, l'émergence de nouvelles technologies et une responsabilisation accrue des individus dans la gestion de leur épargne¹⁵⁹. De nos jours, les intermédiaires financiers se positionnent ainsi en tant qu'interlocuteurs privilégiés des investisseurs, établissant des relations bilatérales fondées sur l'expertise et nécessitant une compréhension approfondie des besoins spécifiques de chaque client. Les investisseurs s'en remettent aux connaissances, aux compétences et au jugement profession-

¹⁵⁷ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-68 et suiv. Voir aussi Mario NACCARATO, « La juridicité de la confiance dans le contexte des services de conseils financiers et de gestion de portefeuille », dans R. CRÊTE, M. NACCARATO, M. LACOURSIÈRE et G. BRISSON (dir.), *préc.*, note 15, p. 173, aux p. 193 et suiv. ; *Laflamme c. Prudential-Bache Commodities Canada Ltd.*, 2000 CSC 26, par. 28.

¹⁵⁸ C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^o II-75. Dans ce contexte des services d'investissement, le professeur Naccarato fait référence au concept de « contrat relationnel », par opposition au « contrat transactionnel ». Voir M. NACCARATO, *id.*, p. 187-190.

¹⁵⁹ R. CRÊTE et C. DUCLOS, *préc.*, note 15, p. 78 et 79. Voir aussi GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ENCADREMENT DU SECTEUR FINANCIER, *préc.*, note 13, p. 19 et 20 ; Susan WOLBURGH JENAH, *Le professionnalisme et la compétence dans le secteur des services financiers : Pourquoi ils sont plus importants que jamais*, 8^e conférence nationale annuelle, The Canadian Institute of Financial Planners, Niagara Falls, juin 2010, p. 3. Aujourd'hui, plus de 50 % des Canadiens font appel à des professionnels pour bénéficier de services de conseil en investissement. Voir AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *préc.*, note 3, p. 7, 13-18, 54. Dans ce document, on rapporte que 61 % des Canadiens font appel à ces services, ce qui constitue une baisse par rapport aux sondages réalisés dans la décennie précédente. Cette diminution s'explique par le comportement des jeunes investisseurs détenant des portefeuilles de moins de 100 000 \$. Ainsi, bien que l'intérêt pour les services de conseil en investissement soit devenu une priorité pour de nombreux investisseurs depuis les années 1980, il convient de noter que nous pourrions assister à un retour du balancier. Celui-ci se traduirait par un intérêt croissant, notamment chez les jeunes investisseurs, pour les comptes de courtage sans conseil.

nel des intermédiaires pour les accompagner étroitement dans la gestion de leurs investissements.

En revanche, la relation entre les émetteurs assujettis et les investisseurs revêt généralement un caractère plus impersonnel, s'établissant principalement par l'intermédiaire de professionnels financiers et, dans certains cas, aussi par la participation d'autres acteurs, tels que les fonds d'investissement. Bien que cette relation puisse s'inscrire dans la durée, elle ne requiert ni ne génère un lien de confiance soutenu, comme c'est le cas avec les intermédiaires financiers¹⁶⁰. D'un point de vue conceptuel, la relation entre les émetteurs assujettis et les investisseurs se distingue par son caractère principalement unidirectionnel et transactionnel. Les émetteurs mettent à disposition des titres financiers, tels que des actions ou des obligations, sur les marchés et les informations les concernant, sans établir d'interaction personnalisée avec chacun des investisseurs, surtout ceux individuels. Cette relation repose sur une offre standardisée, où les documents obligatoires, comme les prospectus et les rapports annuels, visent à fournir l'information nécessaire à l'ensemble des investisseurs actuels ou potentiels pour prendre des décisions d'investissement éclairées, sans instaurer ou favoriser le développement d'un lien continu ou individualisé.

Présenté autrement, un des aspects centraux de la relation de confiance vient des attentes des investisseurs dans ces deux relations. D'un côté, les investisseurs retiennent les services d'un intermédiaire financier en présumant que celui-ci est mieux outillé qu'eux pour les accompagner et les diriger dans leur prise de décision en matière d'investissement dans leur meilleur intérêt¹⁶¹. En comparaison, dans le cadre des activités de production, les

¹⁶⁰ De plus, pour la reconnaissance d'une distinction en ce sens pour les activités commerciales par la Cour suprême du Canada, voir l'arrêt *Hodgkinson c. Simms*, [1994] 3 R.C.S. 377, par. 40: « Tout à fait à l'opposé des relations commerciales sans lien de dépendance, caractérisées par l'intérêt personnel, les rapports consultatifs professionnels reposent essentiellement sur la confiance et l'indépendance. » Par ailleurs, bien que certains investisseurs détenteurs d'actions possèdent le statut d'actionnaires, ce statut confère généralement peu de pouvoirs aux investisseurs individuels. De plus, il ne génère pas des échanges bidirectionnels soutenus avec la société émettrice. Plus largement à cet effet, voir J. SARRA, préc., note 27.

¹⁶¹ Illustrant cette position de dépendance et de vulnérabilité de l'investisseur à l'égard de l'intermédiaire financier, soulignons que l'investisseur individuel est fréquemment assimilé à un consommateur. Pour le rapprochement avec le consommateur, voir Marc LACOURSIÈRE, « Le consommateur et l'accès à la justice », (2008) 49 *C. de D.* 97, n^{os} 49 et suiv.; M. GIRARD, préc., note 13, n^{os} 10 et 39. Pour l'état de dépendance et de vulnérabilité,

investisseurs s'attendent à ce que les émetteurs procèdent à une divulgation d'informations véridiques, claires et exhaustives le concernant, afin de leur permettre de prendre des décisions d'investissement éclairées ou de recourir à l'assistance d'un intermédiaire pour ce faire. Cependant, ces attentes ne s'étendent pas à la présomption que les décisions des émetteurs viseront uniquement à promouvoir le meilleur intérêt de chacun des investisseurs, voire plus largement des investisseurs¹⁶².

En somme, la relation de confiance accrue entre les intermédiaires financiers et les investisseurs individuels, reposant sur la proximité, l'expertise et une compréhension personnalisée des besoins, incarne une caractéristique fondamentale des activités professionnelles. Par contraste, la nature davantage impersonnelle et unidirectionnelle des relations entre les émetteurs assujettis et les investisseurs s'éloigne de cette dynamique.

3. Les risques sérieux de préjudices graves

La gravité du préjudice pouvant être subi par les gens qui ont recours aux services des professionnels, en raison du manque de compétence ou d'intégrité de ces derniers, est une autre caractéristique des services professionnels¹⁶³. Cette dernière soulève la question à savoir si, en raison de leur nature complexe, de l'autonomie professionnelle qu'elles impliquent, ainsi que du lien de confiance accru qu'elles nécessitent et suscitent, les activités visées « exposent réellement le public à un risque de préjudice significatif », justifiant ainsi la mise en place d'un encadrement rigoureux¹⁶⁴.

voir C. DUCLOS, préc., note 8, p. 252-263 ; R. CRÊTE, M. LACOURSIÈRE et C. DUCLOS, préc., note 79, aux p. 240 et 241. Ces chercheurs précisent également qu'« [e]n général, le client ne possède pas les mêmes connaissances et la même expérience que le prestataire. Il fait justement appel aux services d'un professionnel en raison de son manque de connaissances ou de temps. »

¹⁶² Plus largement, mentionnons que, dans le contexte d'une relation commerciale qui s'apparente davantage à la relation entre les émetteurs assujettis et les investisseurs que celle avec les intermédiaires financiers, le client est conscient qu'il doit défendre ses intérêts face au vendeur de biens ou de services, comme l'achat d'une voiture. Chaque partie cherche ainsi à privilégier ses propres intérêts et les parties s'attendent à un tel comportement de l'autre : voir R. CRÊTE, M. LACOURSIÈRE et C. DUCLOS, *id.*, à la p. 245.

¹⁶³ Art. 25(4^o) C. prof. Voir aussi C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} II-35 et suiv.

¹⁶⁴ OFFICE DES PROFESSIONS DU QUÉBEC, *La mise en place d'un ordre professionnel. Document d'information*, Québec, décembre 2010, p. 9, en ligne : <<https://numerique.banq.qc.ca/patrimoine/details/52327/2248937>>. Voir les définitions des termes « préjudice »,

Les services offerts par les intermédiaires financiers se caractérisent par l'existence de risques de préjudices sérieux pour les investisseurs. L'abus de confiance, l'incompétence et les comportements négligents, mal avisés et frauduleux des intermédiaires financiers peuvent entraîner des préjudices pécuniaires, incluant des pertes financières considérables, allant parfois jusqu'aux économies d'une vie, pour les investisseurs individuels¹⁶⁵. Outre les pertes économiques, il est documenté que ces victimes, surtout celle d'abus de confiance, peuvent subir des préjudices non pécuniaires importants, tels que des troubles psychologiques (stress, anxiété, dépression, perte de confiance), des problèmes de santé physique (perte de poids, maladies, crises de panique) et une détérioration de leurs relations sociales (isolement, absence de soutien, séparations)¹⁶⁶.

Dans leur relation avec les émetteurs assujettis, les investisseurs peuvent aussi subir des préjudices, principalement des pertes financières, en raison de manquements aux obligations informationnelles les ayant menés à prendre une mauvaise décision en matière d'investissement¹⁶⁷. Ces pertes touchent tant les investisseurs institutionnels que les investisseurs individuels, qu'ils soient expérimentés ou non. Toutefois, il convient de souligner que plusieurs des investisseurs individuels détiennent des titres de sociétés

« risque » et « sérieux » dans OFFICE DES PROFESSIONS DU QUÉBEC, préc., note 154, p. 64.

¹⁶⁵ Raymonde CRÊTE et Cinthia DUCLOS, « Les sanctions civiles en cas de manquements professionnels dans les services de placement », dans R. CRÊTE, M. NACCARATO, M. LACOURSIÈRE et G. BRISSON (dir.), préc., note 15, p. 361, aux p. 400 et suiv. ; FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY (FINRA), INVESTOR EDUCATION FOUNDATION AND THE NATIONAL CENTER FOR THE VICTIMS OF CRIME, *Taking Action. An Advocate's Guide to Assisting Victims of Financial Fraud*, septembre 2013, révisé en 2021, p. 15 et 16, en ligne : <https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/2024-10/taking-action-an-advocates-guide-to-assisting-victims-of-financial-fraud_1_0_0.pdf> ; C. DUCLOS et al., préc., note 1, n^{os} II-81 et suiv. Ces pertes peuvent dans certains cas être d'une telle importance qu'elles mettent en péril la sécurité financière des clients en les privant des revenus générés et du capital investi pour assurer leur retraite.

¹⁶⁶ *Id.* Voir aussi C. DUCLOS, préc., note 8, p. 269 et 270 ; R. CRÊTE, M. LACOURSIÈRE et C. DUCLOS, préc., note 79, aux p. 261 et 262. Voir aussi INNOVATIVE RESEARCH GROUP, *2007 CSA Investor Study: Understanding the Social Impact of Investment Fraud*, étude réalisée à la demande du Comité sur la sensibilisation des investisseurs des ACVM, rapport intégral, 2007, en ligne : <https://www.finrafoundation.org/sites/finrafoundation/files/2024-10/taking-action-an-advocates-guide-to-assisting-victims-of-financial-fraud_1_0_0.pdf>.

¹⁶⁷ S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 485 et 486.

émettrices par l'intermédiaire de parts de fonds communs de placement¹⁶⁸ et que dans ce contexte, grâce à la diversification inhérente à ces fonds, l'impact de tels manquements est généralement atténué, réduisant ainsi les effets négatifs sur ces investisseurs¹⁶⁹. Par ailleurs, la présence de préjudices non pécuniaires importants n'est pas documentée dans ce contexte¹⁷⁰.

En somme, les services des intermédiaires financiers exposent les investisseurs individuels à des risques importants, incluant des pertes financières substantielles ainsi que des répercussions psychologiques, physiques et sociales, qui contrastent avec les effets réels, mais généralement moins préjudiciables et seulement de nature pécuniaire, des manquements des émetteurs assujettis envers ces mêmes investisseurs. Cet aspect vient confirmer le caractère professionnel des activités de distribution, et plus particulièrement celles liées au conseil, présenté dans cette section.

En conclusion à cette section, nous constatons qu'à l'instar des services professionnels régis par le *Code des professions*, les services des intermédiaires financiers sont de nature professionnelle et se distinguent des activités des émetteurs assujettis par 1) leur nature spécialisée, complexe et individualisée auprès de chacun des investisseurs; 2) un lien de confiance

¹⁶⁸ À cet égard, soulignons que près de la moitié des investisseurs individuels (47 %) détiennent des placements dans les fonds communs de placement, alors que 27 % possèdent des actions, 14 % des obligations et 39 % des dépôts à terme ou des certificats de placement garanti. Voir C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} I-22 et suiv.

¹⁶⁹ À ce sujet, nos observations rejoignent celles du professeur Langevoort voulant que, dans un marché avec des investisseurs actifs et diversifiés, les pertes causées soient souvent compensées par les gains d'autres investisseurs, annulant le préjudice collectif à long terme. Toutefois, il reconnaît que les petits investisseurs inactifs peuvent subir une perte nette, mais estime que leurs dommages et les compensations potentielles demeurent minimes. Voir D.C. LANGEVOORT, « Capping Damages for Open-Market Securities Fraud », (1996) 38 *Ariz. L. Rev.* 639. Voir également les propos résumés par Crête et McSweeney: Raymonde CRÊTE et Patrick MCSWEENEY, « Les vérificateurs après la tempête financière: un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », (2005) 35-2 *R.G.D.* 207, 229-230. Concernant l'idée générale d'une diversification des portefeuilles et d'une prise de distance relative des investisseurs individuels à l'égard des sociétés émettrices, voir J. SARRA, préc., note 27, n^{os} 15 et suiv.

¹⁷⁰ Dans l'ensemble, voir notamment les écrits discutant des recours permettant aux investisseurs d'être indemnisés dans ce contexte: S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 471 et suiv.; Stéphane ROUSSEAU, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », (2009) 43 *R.J.T.* 709; R. CRÊTE et P. MCSWEENEY, *id.*

particulier dans la prestation de ces services, surtout auprès des investisseurs individuels; 3) les risques de préjudice sérieux de nature pécuniaire et non pécuniaire qui peuvent découler des manquements professionnels des intermédiaires financiers. Cette analyse place les intermédiaires financiers au centre des dynamiques professionnelles, contrastant avec la dimension davantage commerciale qui caractérise la relation entre les émetteurs assujettis et les investisseurs.

B. La modulation du déséquilibre entre les parties et des mesures de protection selon la nature des activités : une histoire d'ordre public

Dans cette section, nous examinons le lien entre les divergences dans la nature des activités, les déséquilibres existants entre les parties et les variations des mesures de protection qui structurent le cadre actuel afin de conclure sur les rapprochements entre ces constats et le caractère d'ordre public de la LVM.

D'abord, il ressort de notre analyse présentée dans cet article que les investisseurs se trouvent dans une position défavorable par rapport aux émetteurs assujettis et aux intermédiaires financiers. Cette situation justifie le caractère d'ordre public de protection de la LVM et conséquemment l'adoption de mesures de rééquilibrage pour protéger la partie la plus démunie dans ce rapport de forces, les investisseurs. En appui à cette observation, nous référons à un article consacré aux lois d'ordre public de la professeure Cumyn, dans lequel elle identifie trois grandes approches législatives permettant de corriger le déséquilibre dans un rapport de force. La première consiste en un contrôle préalable, où l'exercice d'une activité économique est soumis à une autorisation légale. La deuxième repose sur la normalisation du contenu du contrat entre les parties concernées. Enfin, la troisième mise sur l'optimisation de l'information pour favoriser la liberté de choix de la partie vulnérable¹⁷¹. Dans le domaine des valeurs mobilières, tel qu'il a été exploré dans cet article, les approches identifiées par la professeure Cumyn se reflètent dans les mécanismes de protection des investisseurs établis par la LVM. Ces mécanismes incluent le contrôle du marché des valeurs mobilières, l'intégration de certaines obligations pour régir leurs relations et l'inclusion d'exigences accrues en matière de divulgation d'informations,

¹⁷¹ M. CUMYN, préc., note 136, 2. Voir surtout les explications aux pages 13 et suiv.

visant dans l'ensemble à rétablir un équilibre entre les investisseurs, les émetteurs assujettis et les intermédiaires financiers.

Ensuite, notre analyse révèle que ce déséquilibre entre les parties n'est pas de force similaire et qu'il varie en fonction des relations établies et des caractéristiques propres à chaque type d'activité du domaine des valeurs mobilières. Dans les relations professionnelles entre les investisseurs, surtout individuels, et les intermédiaires financiers, ce déséquilibre est plus grand et découle d'une asymétrie marquée au regard de 1) l'information, en lien avec les connaissances du marché des valeurs mobilières, des titres émis et de la finance personnelle des intermédiaires et 2) du pouvoir en raison du lien de confiance accru, de la dépendance des investisseurs à l'expertise et au jugement des intermédiaires ainsi que des attentes des investisseurs quant à la primauté de leurs intérêts dans cette prestation de service¹⁷². À l'inverse, les relations entre les investisseurs et les émetteurs assujettis, davantage assimilables à une relation de nature commerciale, sont marquées par un déséquilibre de moins grande ampleur et essentiellement de nature informationnelle, portant principalement sur la situation financière et la gouvernance des sociétés émettrices. Dans cette activité, ce déséquilibre se manifeste par les attentes des investisseurs, qui exigent un accès à une information complète, véridique et claire; des attentes moins exigeantes que celles qu'ils nourrissent envers les intermédiaires financiers, auxquels ils confient la responsabilité d'orienter leurs décisions d'investissement, voire de « prendre en charge » leurs intérêts financiers¹⁷³.

Face à ce portrait, nous concluons qu'il existe une corrélation entre la variation des mesures de protection en place et l'ampleur du déséquilibre entre les parties, selon les activités ciblées du domaine des valeurs mobilières. Ainsi, la variation des déséquilibres inhérents, d'une part, à la relation entre les investisseurs et les émetteurs assujettis et, d'autre part, à celle entre les investisseurs et les intermédiaires financiers, se traduit concrètement par des mesures de protection différenciées qui sont adaptées au besoin de protection des investisseurs. Notre analyse converge ainsi vers l'idée que les distinctions observées dans les déséquilibres et les mesures de protection s'inscrivent dans une logique fonctionnelle, conçue pour répondre aux risques propres à chaque type de relation. En d'autres termes, conformément aux principes du système professionnel québécois et à sa gradation des

¹⁷² C. DUCLOS, préc., note 8, p. 253.

¹⁷³ S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 132 et 170. Voir aussi *Kerr c. Danier Leather Inc.*, préc., note 68, par. 5.

mesures législatives selon le besoin de protection du public, plus une activité est complexe, personnalisée, fondée sur une confiance accrue et associée à des risques de préjudices élevés, plus elle requiert un encadrement rigoureux pour les professionnels qui l'exercent¹⁷⁴. En ce sens, la nature professionnelle des services d'intermédiation et la position de vulnérabilité de l'investisseur lorsqu'il y recourt justifient l'imposition d'un cadre plus strict. Ce dernier, axé sur le contrôle des compétences et des comportements des intermédiaires financiers, vise à protéger les investisseurs contre les manquements et les abus découlant des asymétries informationnelles et de pouvoir. En revanche, les obligations des émetteurs assujettis, comme la publication de prospectus et la divulgation continue, suffisent à corriger l'asymétrie d'information, permettant aux investisseurs de prendre des décisions éclairées sans nécessiter un niveau d'intervention législative plus important¹⁷⁵. À l'appui de ce constat, nous retenons également des observations de la professeure Michelle Cumyn, dans son article sur les lois d'ordre public, soulevant implicitement l'idée d'une gradation dans les mesures législatives de protection, adaptées aux circonstances et au profil des personnes à protéger. Elle souligne notamment que les exigences de nature informationnelle sont moins interventionnistes et plus alignées avec les principes du libéralisme économique que d'autres approches, mais qu'elles sont aussi insuffisantes pour protéger les personnes moins aptes à évaluer les informations fournies, qui sont pourtant celles ayant le plus besoin de protection¹⁷⁶.

¹⁷⁴ Art. 25 et 26 C. prof. Voir aussi C. DUCLOS, préc., note 72, 799-801 ; C. DUCLOS *et al.*, préc., note 1, n^{os} II-8 et suiv.

¹⁷⁵ Ces observations s'inscrivent dans le prolongement de nos travaux antérieurs, mettant en lumière une corrélation entre le niveau de professionnalisation des activités et la rigueur de l'encadrement réglementaire qui leur est appliqué. Par exemple, un courtier se limitant à des services d'exécution est soumis à un régime réglementaire moins contraignant que celui applicable à un courtier offrant des services de conseil, lequel doit notamment respecter les obligations de connaissance du client et de convenance. Nous soutenons que cette logique s'applique également à l'encadrement des activités de production des émetteurs assujettis, lesquelles, bien qu'elles présentent certains points de convergence avec les activités professionnelles, ne peuvent être qualifiées ainsi, comme cela a été démontré précédemment. Voir notamment C. DUCLOS *et al.*, *id.*, n^{os} II-98 et II-99. Dans une certaine mesure, ces observations s'alignent sur les principes de l'approche fondée sur le risque, selon laquelle le degré de rigueur de la réglementation est proportionnel au niveau de risque identifié. Voir notamment GROUPE D'EXPERTS SUR LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 3, p. 29 et 30.

¹⁷⁶ M. CUMYN, préc., note 136, 15. Au sujet des limites de la divulgation d'information et de sa compréhension par l'investisseur individuel, en comparaison à l'investisseur

En somme, l'analyse sous le prisme du caractère d'ordre public de la LVM permet d'offrir une explication plausible à la modulation des régimes de protection en fonction de la nature et de l'intensité des déséquilibres observés dans les relations entre les investisseurs, les intermédiaires financiers et les émetteurs assujettis. Le déséquilibre étant plus prononcé dans les relations avec les intermédiaires financiers, il justifie un régime d'encadrement plus strict et étendu, adapté aux spécificités de ces relations professionnelles et aux risques encourus par les investisseurs.

*
* *
* *

La présente étude met en lumière des distinctions dans les approches législatives appliquées aux activités de production et de distribution dans le domaine des valeurs mobilières. Ces divergences, bien qu'inscrites dans un cadre législatif commun poursuivant un objectif partagé de protection des investisseurs, témoignent de la nécessité d'adapter les mécanismes de prévention des préjudices aux spécificités inhérentes à chaque type d'activité et aux relations qu'elles impliquent.

D'un côté, les activités de production, exercées par les émetteurs assujettis, s'inscrivent dans une logique de transparence et d'intégrité de l'information depuis les premières initiatives législatives à leur égard. L'accent est mis sur la divulgation complète et fiable des données financières et opérationnelles, permettant aux investisseurs de prendre des décisions éclairées. Ce modèle repose sur l'idée que l'accès à une information claire est un levier essentiel pour corriger les asymétries d'information qui caractérisent la relation entre les émetteurs assujettis et les investisseurs sur le marché primaire et surtout secondaire.

De l'autre, les activités de distribution des valeurs mobilières, réalisées par les intermédiaires financiers, se distinguent par la dimension relationnelle et professionnelle qui les sous-tend. Ces activités, marquées par une interaction directe avec les investisseurs, nécessitent un encadrement rigoureux incluant un contrôle des compétences et des pratiques des acteurs

institutionnel, voir S. ROUSSEAU, préc., note 4, p. 176 et 177. Dans le même sens, la professeure Sarra souligne les limites des obligations de divulgation comme mesure de protection, en affirmant que cette approche pourrait négliger les risques spécifiques auxquels sont exposés les investisseurs les moins avertis; voir J. SARRA, préc., note 27, n° 7.

concernés. L'objectif est de remédier non seulement aux asymétries informationnelles, notamment aux disparités en matière de connaissances spécialisées sur le marché des valeurs mobilières et la finance personnelle, mais également aux déséquilibres de pouvoir, découlant de l'état de dépendance des investisseurs, surtout individuels. Ces derniers doivent pouvoir compter sur des services offerts avec la loyauté, le soin et la compétence d'un professionnel avisé.

Au-delà de ces distinctions, l'analyse historique et contemporaine réalisée dans cet article met en lumière une sophistication croissante des activités du domaine des valeurs mobilières et, de manière corolaire, une progression du déséquilibre entre les parties puis un accroissement de l'encadrement visant les émetteurs assujettis et les intermédiaires financiers¹⁷⁷.

Ces constats appellent aussi à une réflexion plus large sur l'avenir de la protection des investisseurs dans un contexte où les marchés financiers continuent d'évoluer sous l'influence des innovations technologiques et des impératifs environnementaux. Ces transformations posent de nouveaux défis, notamment en termes de déséquilibre entre les investisseurs et les intervenants financiers, qui, bien qu'identifiés par le législateur et l'Autorité des marchés financiers, ne sont pas encore encadrés par des mesures spécifiques.

L'un des principaux défis réside dans l'intégration des technologies émergentes, telles que l'intelligence artificielle (IA) générative et les plateformes de négociation décentralisées. Ces innovations, tout en promettant des gains d'efficacité et d'accessibilité, soulèvent des questions de transparence, d'éthique et d'équité pour les investisseurs. Actuellement régies selon les mêmes principes que les activités traditionnelles, ces technologies pourraient nécessiter des cadres réglementaires spécifiques pour garantir une protection adaptée aux investisseurs visés¹⁷⁸. Nous pourrions ainsi être à

¹⁷⁷ Pour une reconnaissance de cet accroissement du corpus législatif dans le secteur des valeurs mobilières, voir notamment R. CRÊTE et C. DUCLOS, avec la collab. de G. TALBOT-LACHANCE, préc., note 82, p. 31 et suiv.; M. GIRARD, préc., note 13, n° 2.

¹⁷⁸ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Meilleures pratiques pour l'utilisation responsable de l'IA dans le secteur financier*, préc., note 2; Julie BIRON et Nicolas VERMEYS, « L'encadrement des robots-conseillers en droit canadien », (2018) 77 *R. du B.* 45; Marc LACOURSIÈRE et Ivan TCHOTOURIAN, « Métamorphose technologique et institutions financières », (2019) 60-3 *C. de D.* 737; Stéphane ROUSSEAU, « La réglementation des émissions de cryptomonnaies (icos) au Canada: la protection des investisseurs et le

l'aube d'une nouvelle ère, qualifiable « Blue-Sky Law 2.0 », où le législateur réinventera les mécanismes de régulation pour relever les défis uniques posés par ces technologies émergentes. Cela pourrait inclure une redéfinition des obligations d'information et de conseil des intermédiaires financiers, englobant l'explication du fonctionnement des algorithmes propulsant leurs services, l'intégration de l'éthique, au même titre que la conformité, comme pierre angulaire des systèmes de surveillance des courtiers et la mise en place d'audits technologiques, analogues aux audits financiers des émetteurs assujettis, pour les acteurs utilisant les Fintechs.

Parallèlement, face aux défis de la crise climatique et aux attentes des investisseurs en la matière, nous sommes possiblement à l'aube de l'intégration de mesures coercitives dans la législation en valeurs mobilières favorisant la prise en compte des enjeux environnementaux¹⁷⁹. Outre des exigences plus imposantes en matière de divulgation pour les émetteurs assujettis et, par ricochet, de renseignement pour les intermédiaires financiers auprès des investisseurs, ces mesures pourraient-elles être plus ambitieuses et comprendre l'engagement concret des sociétés émettrices à réduire leur empreinte carbone pour accéder au marché public des valeurs mobilières ou encore l'obligation pour les intermédiaires financiers de considérer l'impact environnemental positif des titres recommandés aux investisseurs, en réponse à leurs attentes¹⁸⁰ ? Il convient toutefois de s'interroger sur la possibilité de justifier l'adoption de ces mesures renforcées en

bon fonctionnement du marché dans le bac à sable réglementaire », (2018) 1 *Revue internationale des services financiers* 15; Stéphane ROUSSEAU, « L'innovation financière responsable au Canada: une proposition de programme de recherche », (2019) 53-1 *R.J.T.* 153.

¹⁷⁹ Sur ces enjeux, voir notamment Julie BIRON, « Regard sur les récentes initiatives ESG (ou comment le droit des affaires se redéfinit face à un monde en changement) », dans S.F.C.B.Q., vol. 519, *Développements récents en droit des affaires* (2022), Montréal, Éditions Yvon Blais, p. 77; Pierre-Olivier CHARLEBOIS, David HEURTEL et Mélina CARDINAL-BRADETTE, « La divulgation des risques liés aux changements climatiques: la transparence comme moteur de changement et de création de valeur à long terme », dans S.F.C.B.Q., vol. 487, *Développements récents en droit de l'environnement* (2020), Montréal, Éditions Yvon Blais, p. 167; Antoine LEDUC et Stéphane ROUSSEAU, « Finance durable, changements climatiques, critères ESG et droit immobilier: êtes-vous prêts à relever le défi? », dans S.F.C.B.Q., vol. 525, *Développements récents en droit de l'environnement* (2022), Montréal, Éditions Yvon Blais, p. 345.

¹⁸⁰ En ce sens, voir notamment les recommandations présentées dans un récent rapport sur la lutte à l'écoblanchiment: Julien O. BEAULIEU, *Écoblanchiment dans le secteur financier: L'heure est à la transparence et à la responsabilité*, Centre québécois du droit de

s'appuyant uniquement sur l'objectif actuel de protection des investisseurs prévu par la LVM, ainsi que sur son évolution progressive au fil du temps. Dans la négative, selon une interprétation plus restrictive des visées de cette loi, l'insertion de telles mesures pourrait nécessiter une modification législative visant l'ajout d'un objectif à la LVM, tel que la promotion de la finance durable ou la lutte et la résilience aux changements climatiques. À l'instar de l'introduction en 1982 de l'objectif visant à garantir le bon fonctionnement des marchés dans la LVM, une telle reconnaissance formelle pourrait servir de fondement à l'intégration plus étendue des enjeux environnementaux dans l'encadrement des activités du secteur financier et faciliter l'imposition de mesures plus pertinentes et efficaces en ce sens. La réflexion est lancée.

Quoi qu'il en soit, il est à prévoir que le législateur maintienne une approche de régulation différenciée et évolutive des activités de production et de distribution des valeurs mobilières afin de garantir la protection des investisseurs.

