

Les pages du



**Centre de droit des affaires
et du commerce international**

Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec*

Stéphane ROUSSEAU**

Résumé

En 2007, le législateur québécois a modifié la Loi sur les valeurs mobilières pour y intégrer un recours en responsabilité civile pour le marché secondaire. L'adoption de ce recours s'inscrit dans la foulée des recommandations du Rapport Allen de la Bourse de Toronto qui préconisait cette initiative dès 1997. En adoptant ce recours, le Québec a joint les rangs d'autres provinces anglo-canadiennes ayant modifié leur législation en valeurs mobilières en ce sens.

L'objectif qui sous-tend le recours est de compléter les mécanismes qui existent présentement pour sanctionner les manquements aux obligations de divulgation d'information et dont l'efficacité est critiquée. En

Abstract

In 2007, the Québec Securities Act was amended to incorporate a statutory civil liability regime for the secondary market. The adoption of the regime flows from the work of the Allen Report of the Toronto Stock Exchange that proposed the adoption of a liability regime in 1997. With this amendment, Québec joined the ranks of other Anglo-Canadian provinces that modified their legislation to implement such a remedy.

The underlying objective of the remedy is to complement the mechanisms that exist to sanction contraventions to the continuous disclosure obligations, and which are considered to be ineffective. Ultimately, the remedy seeks to improve the quantity and quality of information disclosed

* L'auteur tient à remercier le Fonds pour l'éducation et la saine gouvernance de l'Autorité des marchés financiers, pour son soutien dans la préparation de cette étude.

** Professeur titulaire à la Faculté de droit de l'Université de Montréal et titulaire de la Chaire en droit des affaires et du commerce international.

bout de ligne, le recours a pour finalité de contribuer à améliorer la quantité et la qualité d'information divulguée sur le marché. Dans cette perspective, le recours met l'accent sur la dissuasion plutôt que sur l'indemnisation des victimes. Comme le fait ressortir cette étude, cela se traduit par des dispositions qui circonscrivent de manière très précise et détaillée la portée du recours, limitant ainsi la marge de manœuvre des tribunaux appelés éventuellement à trancher les litiges.

to the market. From this perspective, the focus of the remedy is denunciatory rather than compensatory. As this study emphasizes, this focus translates in provisions which circumscribe the scope of the remedy with very detailed and specific provisions that restrict the discretion of courts called upon to decide cases involving this liability regime.

Plan de l'article

Introduction	713
I. Le champ d'application	717
A. L'émetteur visé	717
B. La personne qui a acquis ou cédé un titre d'un émetteur	720
C. Les opérations exclues	720
II. Les éléments générateurs de responsabilité	721
A. Les communications visées	721
1. La transmission d'information fausse ou trompeuse.....	721
a. La notion d'information fausse ou trompeuse	722
b. Le mode de transmission de l'information fausse ou trompeuse : le document et la déclaration publique	725
c. Les mandataires et autres représentants de l'émetteur et la personne influente	728
2. La contravention de l'émetteur assujetti à ses obligations d'information occasionnelle	732
B. Les personnes visées par le recours	742
1. L'émetteur	742
2. Les administrateurs et dirigeants de l'émetteur	744
3. La personne influente et ses mandataires et autres représentants	745
4. L'expert.....	746
5. L'auteur de la déclaration publique	747

III. Les conditions d'application du régime de responsabilité	748
A. La faute	748
1. Les documents essentiels	748
2. Les autres documents et les déclarations publiques.....	749
3. La contravention aux obligations d'information occasionnelle	750
B. Le lien de causalité	751
C. Les moyens de défense.....	753
1. La défense de diligence raisonnable.....	753
2. Les critères d'appréciation de la conduite des défendeurs.....	755
3. La divulgation d'information confidentielle	757
4. L'information prospective	758
5. La préparation de l'information par un expert	760
6. L'ignorance de la publication du document	760
7. La déclaration publique effectuée par une personne n'ayant qu'un pouvoir apparent	761
8. L'information incluse par voie de référence.....	761
9. Les mesures correctrices	761
10. La faute de la victime	762
D. Les dommages-intérêts	763
1. Le partage de responsabilité.....	763
2. Les limites au recouvrement des dommages	763
3. Les méthodes de calcul des dommages.....	765
a. Les dommages-intérêts qui résultent d'une acquisition.....	766
b. Les dommages-intérêts qui résultent d'une cession	766
E. Les dimensions procédurales	767
Conclusion	768

En 2007, le législateur québécois a modifié la *Loi sur les valeurs mobilières* pour y intégrer un recours en responsabilité civile pour le marché secondaire¹. L'adoption de ce recours s'inscrit dans la foulée des recommandations du comité Allen de la Bourse de Toronto, intitulé *Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance* (ci-après « Rapport Allen »), qui préconisait cette initiative dès 1997 pour compléter les recours qui permettent de sanctionner les transgressions aux obligations d'information continue des émetteurs assujettis². Avec ce recours, le Québec joint les rangs d'autres provinces anglo-canadiennes ayant modifié leur législation en valeurs mobilières en ce sens.

Pour comprendre la raison d'être du recours, il convient de rappeler que la divulgation d'information constitue un élément central de l'encadrement du marché des valeurs mobilières. Sur le marché primaire, la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec (la « Loi ») exige que les entreprises qui procèdent à l'émission et à la distribution de titres au public à des fins de financement préparent un prospectus soumis au visa de l'Autorité des marchés financiers³. Le prospectus doit contenir les renseignements requis par règlement ainsi que tous les faits importants concernant l'émetteur qui sont susceptibles d'affecter la valeur ou le cours des titres⁴. Sur le marché secondaire, la Loi impose à l'émetteur assujetti, c'est-à-dire l'émetteur qui a fait appel public à l'épargne⁵, un régime de divulgation d'information dont l'objectif est de maintenir l'accès égal des investisseurs à une information complète et à jour concernant les émetteurs dont les titres sont transigés sur le marché secondaire. Parmi les principales dispositions du régime, mentionnons l'obligation de l'émetteur assujetti de divulguer tout « changement important dans ses

¹ *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2007, c. 15, art. 11 (introduisant les articles 225.2 et suiv. de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1 [ci-après L.v.m.]).

² TORONTO STOCK EXCHANGE COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE, *Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance*, Final Report, Toronto, 1997.

³ Art. 14 et 15 L.v.m.

⁴ Art. 11 et 13 L.v.m.

⁵ Art. 68, 73-80 L.v.m. Pour une description du régime, voir David L. JOHNSTON et Kathleen Doyle ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4th ed., Toronto, LexisNexis, 2006, p. 173-220.

affaires»⁶. Cette obligation d'information occasionnelle est complétée par des obligations d'information périodique qui requièrent que l'émetteur assujetti produise et diffuse des états financiers intermédiaires et annuels, des rapports de gestion intermédiaires et annuels, de même qu'une notice annuelle⁷. De plus, la Loi impose des obligations de divulgation d'information lors de la sollicitation des procurations⁸ et des offres publiques d'achat visant un émetteur assujetti⁹. Enfin, la Loi édicte des dispositions établissant l'information que doivent divulguer les initiés concernant l'étendue de leurs intérêts dans les valeurs mobilières de l'émetteur assujetti¹⁰.

Compte tenu de l'importance des obligations de divulgation, la législation prévoit différentes sanctions pour inciter les principaux intervenants du marché à respecter les exigences réglementaires en matière de divulgation¹¹. Ces sanctions sont mises en œuvre par des régimes statutaires de responsabilité civile et pénale ainsi que par des mesures administratives. Jusqu'à tout récemment, la législation sur les valeurs mobilières canadienne et québécoise avait une lacune notable : elle ne comportait pas de recours civil pour des manquements aux obligations de divulgation intéressant le marché secondaire. Dans ce contexte, les investisseurs devaient donc s'en remettre aux régimes de responsabilité de droit commun (droit civil ou *common law*) en matière contractuelle et extracontractuelle. Or, comme l'ont souligné des observateurs, les conditions d'ouverture de ces régimes érigent des barrières importantes en limitant l'utilisation par les investisseurs pour sanctionner des manquements aux obligations de divulgation¹².

⁶ Art. 73 L.v.m.; *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, (2005) G.O. II, 2264, art. 7.1 [R.R.Q., 1981, c. V-1.1, r. 0.1.03].

⁷ Voir, en général, *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 6, parties IV-VI.

⁸ *Id.*, partie IX. Voir, en général, Raymonde CRÊTE, *The Proxy System in Canadian Corporations*, Montréal, Wilson & Lafleur / Martel Ltée, 1986.

⁹ Art. 110 et suiv. L.v.m.

¹⁰ Art. 89 et suiv. L.v.m.

¹¹ Voir Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, «L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières», (1999) 59 *R. du B.* 627.

¹² D. JOHNSTON et K. D. ROCKWELL, préc., note 5, p. 335-336; S. ROUSSEAU et R. CRÊTE, préc., note 11; Joan C. SMART et Patricia L. OLASKER, «Disclosure Standards in Canada», (1996) 19 *O.S.C.B.* 221.

Soulignée à de nombreuses reprises¹³, cette lacune de la législation sur les valeurs mobilières a fait l'objet d'une étude approfondie par le comité Allen dans le but d'évaluer l'opportunité d'adopter des recours supplémentaires en cas de violation à la réglementation. Pour ce faire, le comité a effectué des recherches empiriques concernant la perception des investisseurs du fonctionnement du régime de divulgation d'information sur le marché secondaire¹⁴. Ces recherches ont fait ressortir une perception des investisseurs que la divulgation d'information par les émetteurs souffrait de certains problèmes minant la qualité de l'information transmise¹⁵. Parmi les problèmes notés, soulignons la divulgation tardive ou incomplète d'information, la divulgation d'informations fausses ou trompeuses, les exagérations, l'omission de divulguer les mauvaises nouvelles et l'existence de situations critiques pour les entreprises en difficultés financières, et la divulgation sélective aux analystes et aux investisseurs institutionnels.

Ces résultats ont été considérés particulièrement préoccupants par le comité en raison du rôle prépondérant du marché secondaire des valeurs mobilières¹⁶. Comme l'a souligné à juste titre le comité, le marché secondaire des valeurs mobilières est beaucoup plus

¹³ Voir W.M.H. GROVER et J. C. BAILLIE, « Exigences en matière de divulgation », dans CANADA, *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol. 2, Ottawa, Consommation et corporations Canada, 1979, à la p. 395 ; « Civil Liability for Continuous Disclosure Documents Filed under the Securities Act — Request for Comments », (1984) 7 *O.S.C.B.* 4910 ; « Rapport du comité de réforme du régime d'information continue », (1986) 27-14 *Bull. C.V.M.Q.* C-1 ; MINISTÈRE DES FINANCES DU QUÉBEC, *Rapport quinquennal sur la mise en œuvre de la Loi sur les valeurs mobilières*, Québec, 1993, p. 53-57 ; TORONTO STOCK EXCHANGE COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE IN CANADA, *Where Were the Directors?*, Toronto, 1994, p. 49-50. Pour une présentation de ces efforts de réforme, voir 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 *R.G.D.* 207.

¹⁴ TORONTO STOCK EXCHANGE COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE, « Toward Improved Disclosure – Interim Report », (1996) 19 *O.S.C.B.* 8 (ci-après « *Toward Improved Disclosure* »).

¹⁵ *Id.*, 40-41.

¹⁶ L'existence d'un marché secondaire efficient où les titres émis peuvent se négocier à faible coût est cruciale pour la viabilité du marché primaire. Voir George R. D. GOULET, *Public Share Offerings and Stock Exchange Listings in Canada*, North York, CCH, 1994, p. 359-361 ; MORRIS MENDELSON & JULIUS W. PEAKE, « Intermediaries' or Investors' : Whose Market Is it Anyway? », (1994) 19 *J. Corp. L.* 443, 444.

important que le marché primaire en raison du nombre de transactions qui s'y déroulent. Bien que le prospectus demeure une source d'information pertinente pour les investisseurs, la divulgation d'information par les émetteurs sur le marché secondaire s'avère désormais centrale pour l'intégrité et l'efficience du marché.

L'étude du comité Allen a mené à la proposition de créer un régime statutaire de responsabilité civile permettant aux investisseurs du marché secondaire de poursuivre les émetteurs, les administrateurs, les dirigeants et les experts en cas de contravention aux exigences en matière d'information continue. À la suite de la publication du Rapport Allen, un comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), constitué des commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Québec, a été formé pour évaluer les principales recommandations de ce rapport. Les travaux de ce comité ont mené à la rédaction d'un projet de loi qui s'inspire des recommandations du Rapport Allen et qui vise à créer un régime statutaire de responsabilité civile en faveur des investisseurs du marché secondaire. Quelques années après ces travaux, les législateurs provinciaux ont adopté un recours en responsabilité civile visant le marché secondaire¹⁷.

L'objectif qui sous-tend le recours est de compléter les mécanismes qui existent présentement pour sanctionner les manquements aux obligations de divulgation d'information et dont l'efficacité est critiquée. En fin de compte, le recours a pour finalité de contribuer à améliorer la quantité et la qualité d'information divulguée sur le marché. Le recours met l'accent sur la dissuasion plutôt que sur l'indemnisation des victimes, et ce, afin de répondre aux craintes exprimées par certains participants dans le marché qui ont notamment fait ressortir le danger des poursuites abusives ou sans fondement mis en relief par l'expérience américaine¹⁸.

Au Québec, les changements législatifs réalisés en 2007 visent à accorder une protection comparable aux investisseurs par l'intégration d'un recours civil pour le marché secondaire dans la *Loi sur*

¹⁷ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, c. S-5, art. 138.1 et suiv.; *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, c. 418, art. 140.1 et suiv.

¹⁸ Concernant les craintes exprimées par les participants dans le marché des valeurs mobilières, voir Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Ébauche des lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*, 30 janvier 2003, p. 55; R. CRÊTE et P. MCSWEENEY, préc., note 13, 226-239.

les valeurs mobilières. Fortement inspiré du modèle proposé par les ACVM, le recours témoigne de la volonté du législateur d'assurer l'harmonisation – voire l'uniformisation – des règles régissant la responsabilité civile sur le marché secondaire. Comme nous le verrons ci-dessous, conjuguée à la finalité dissuasive du recours, l'harmonisation s'est traduite par des dispositions qui circonscrivent de manière très précise et détaillée la portée du recours, limitant ainsi la marge de manœuvre des tribunaux appelés éventuellement à trancher les litiges¹⁹.

Malgré sa complexité, le nouveau recours n'a fait l'objet d'aucune étude détaillée jusqu'à maintenant. Le but du présent texte est de combler cette lacune en analysant le recours statutaire en responsabilité civile visant le marché secondaire adopté au Québec en 2007. Après avoir discuté du champ d'application, ce texte examine les conditions du recours et le mode de détermination des dommages-intérêts.

I. Le champ d'application

A. L'émetteur visé

De prime abord, le recours s'applique à tout émetteur assujéti au Québec, c'est-à-dire tout émetteur qui a fait appel public à l'épargne dans la province²⁰. Rappelons à cet égard que l'article 68 L.v.m. prévoit qu'un émetteur est réputé avoir fait appel publiquement à l'épargne notamment lorsque ses titres ont fait l'objet d'un prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Autrement dit, tout émetteur qui a émis des titres au Québec conformément au régime du prospectus est qualifié d'émetteur assujéti. En délimitant le champ d'application en fonction du statut d'émetteur assujéti, la loi vient faire en sorte que le recours servira à sanctionner les contraventions au régime d'information continue afin de protéger les investisseurs sur le marché secondaire.

Le recours s'applique également à l'émetteur non assujéti dont les titres sont négociés sur un marché et qui a un lien étroit avec le

¹⁹ R. CRÉTE et P. MCSWEENEY, préc., note 13, 248-252.

²⁰ Art. 225.2 L.v.m.

Québec²¹. Cette seconde dimension étend la portée territoriale du recours aux émetteurs qui ne sont pas assujettis au régime d'information continue dans la province. Par cette disposition, le recours permettra de sanctionner la transmission au Québec d'informations fausses ou trompeuses par un émetteur « étranger ».

Cette seconde dimension du champ d'application du recours comporte deux facettes. Tout d'abord, les titres de l'émetteur en cause doivent s'échanger sur un marché. La notion de marché est définie largement²². Elle désigne une bourse et un système de cotation et de déclaration d'opérations. Elle comprend aussi toute autre personne qui établit ou administre un système de négociation qui permet de réunir les ordres d'acheteurs et de vendeurs de titres selon des méthodes éprouvées et non discrétionnaires. Sous cet angle, la notion de marché englobe donc les systèmes alternatifs de négociation qui ont pris une importance croissante au cours des dernières années.

En second lieu, l'émetteur doit avoir un lien étroit avec le Québec. Cette expression vise à éviter d'élargir indûment le champ d'application du nouveau recours et à en préserver la validité constitutionnelle. À cet égard, il convient de rappeler que la jurisprudence reconnaît que le législateur provincial a la compétence d'adopter des mesures dont l'essence relève de l'article 92 de la *Loi constitutionnelle de 1867*, mais qui ont des effets extraterritoriaux accessoires ou incidents²³. Dans le *Renvoi relatif à la Upper Churchill Water Rights Reversion Act*, la Cour suprême énonçait la règle suivante : « Lorsque le caractère véritable d'une loi provinciale se rapporte à des matières qui relèvent du domaine de la compétence législative des provinces, les effets accessoires ou indirects sur des droits extra-provinciaux ne rendent pas cette loi *ultra vires* »²⁴.

Dans les dernières années, sur la base de ces principes, la Cour suprême a apporté des précisions sur la question de l'extraterritorialia-

²¹ *Id.*

²² *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 6, art. 1.1.

²³ *Loi constitutionnelle de 1867*, 30 & 31 Vict., ch. 3 (R.-U.), réimprimée L.R.C. 1985, App. II, No. 5.

²⁴ *Renvoi relatif à la Upper Churchill Water Rights Reversion Act*, [1984] 1 R.C.S. 297, 332.

lité des mesures législatives provinciales²⁵. Plus précisément, elle a proposé un raisonnement à deux volets qui doit guider les tribunaux appelés à se prononcer sur la validité d'une mesure législative ayant un effet extraterritorial. Selon ce raisonnement, les tribunaux doivent en premier lieu déterminer le caractère véritable de la mesure en question et le chef de compétence provinciale dont elle peut relever. En second lieu, ils doivent déterminer si le caractère véritable de la mesure respecte les limites territoriales de ce chef de compétence. En présence d'un caractère véritable intangible, le lien entre le territoire ayant légiféré, l'objet du texte de loi en cause et les personnes qui y sont assujetties doit être examiné et le tribunal doit être en mesure de s'assurer que la mesure a un lien significatif avec la province qui l'a adoptée et qu'elle respecte la souveraineté législative des autres territoires.

L'objectif principal du nouveau recours étant de réglementer les marchés financiers dans la province au moyen d'un régime de responsabilité civile, ce qui relève du champ de la propriété et des droits civils, le caractère véritable des nouvelles mesures relève de la compétence législative provinciale. Les émetteurs qui ont un lien étroit avec le Québec étant visés par le recours, il est certainement possible de conclure qu'il existe un lien significatif entre ces émetteurs, la province et l'objet du recours. Finalement, bien que le recours puisse viser des émetteurs qui ne sont pas assujettis au régime d'information continue dans la province, il semble néanmoins respecter l'intégrité territoriale des autres provinces puisqu'il servira à sanctionner les comportements qui causent des dommages aux investisseurs et aux marchés financiers québécois. À cet égard, notons que la Cour suprême a eu l'occasion d'indiquer qu'il est « bien établi que la compétence des provinces en matière de réglementation du marché des valeurs mobilières ne se limite pas aux questions purement intraprovinciales »²⁶. Dans l'affaire *Global Securities*²⁷, elle a appliqué ce principe à l'égard d'une disposition de la *Loi sur les valeurs mobilières* de la Colombie-Britannique qui autorisait le directeur général de la Commission des valeurs mobilières à enjoindre

²⁵ *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, [2000] 1 R.C.S. 494.

²⁶ *Id.*, par. 41.

²⁷ *Id.*

un courtier inscrit à produire des documents pour aider à appliquer les lois sur les valeurs mobilières d'un autre ressort²⁸.

B. La personne qui a acquis ou cédé un titre d'un émetteur

Le recours peut être intenté par « la personne qui a acquis ou cédé un titre » au moment où une information fausse ou trompeuse est communiquée ou au moment où l'émetteur contrevient à ses obligations d'information occasionnelle²⁹. Cette expression poursuit un double objectif. D'abord, elle vise à restreindre le champ d'application du recours aux opérations qui surviennent sur le marché secondaire. L'article 225.2 vient confirmer cette interprétation en excluant spécifiquement certaines opérations du champ d'application du recours. Deuxièmement, cette expression indique que ce ne sont pas tous les porteurs de titres d'un émetteur qui ont la possibilité de se prévaloir du recours. Pour intenter le recours, les porteurs doivent avoir négocié les titres de l'émetteur au moment où une information fausse ou trompeuse a été communiquée ou au moment où une contravention aux obligations d'information occasionnelle a été commise. Autrement dit, l'investisseur qui n'a pas fait d'acquisition et qui conserve ses titres durant une période de contravention ne dispose d'aucun recours. Cela s'explique sûrement par l'absence de préjudice réel subi par l'investisseur dans un tel cas.

C. Les opérations exclues

L'objectif du nouveau recours est d'établir un régime de sanctions civiles lors de la transmission d'informations fausses ou trompeuses sur le marché secondaire ou de la contravention aux obligations d'information occasionnelle. Cet objectif vient influencer sur le champ d'application en menant à l'exclusion de certaines opérations du recours. L'article 225.2 exclut du champ d'application du recours les opérations réalisées sur le marché primaire, incluant celles qui sont réalisées en vertu d'une dispense³⁰. À cet égard, il faut signaler que la L.v.m. édicte déjà un recours en responsabilité civile pour sanctionner la transmission d'informations fausses ou trompeuses

²⁸ *Securities Act*, préc., note 17, art. 141 (1) b).

²⁹ Art. 225.2 L.v.m.

³⁰ Voir *Règlement sur les valeurs mobilières*, (1983) 115 G.O. II, 1511, (1985) 117 G.O. II, 1639 art. 252.3 [R.R.Q., 1981, c. V-1.1, r.1].

dans le prospectus³¹. De plus, dans certaines circonstances, le Règlement 45-106 prévoit l'application d'un tel régime lors de placements privés³². Nous reconnaissons que, dans bien des cas, il n'existe pas de recours statutaire en responsabilité s'appliquant aux opérations effectuées dans le cadre de placements privés. Toutefois, les placements privés se caractérisent par des relations étroites entre les investisseurs et les émetteurs. Ces derniers ne transigent pas dans un contexte impersonnel comme c'est habituellement le cas lors d'appels publics à l'épargne. Dans ce contexte, les investisseurs peuvent employer le recours général en responsabilité civile édicté par le Code civil pour sanctionner la transmission d'informations fausses ou trompeuses sans se heurter à des obstacles aussi importants que ceux qui justifient l'existence de recours statutaires.

Deuxièmement, en vertu de l'article 225.2, le recours ne s'applique pas aux opérations effectuées dans le cadre d'une offre publique. À nouveau, cela s'explique par l'existence d'un recours analogue dans la L.v.m.³³. En somme, en prévoyant ces exclusions, le législateur a cherché à éviter que des opérations soient soumises à plus d'un recours statutaire en responsabilité civile, ce qui créerait des difficultés évidentes d'application.

II. Les éléments générateurs de responsabilité

A. Les communications visées

1. La transmission d'information fausse ou trompeuse

La transmission d'information fausse ou trompeuse constitue un événement déclenchant l'application du recours. L'information fausse ou trompeuse doit se retrouver dans un document se rapportant à l'émetteur ou dans une déclaration publique. Le document peut être publié par l'émetteur ou une personne influente, de même que par l'un de leurs mandataires ou autres représentants³⁴. En ce

³¹ Art. 217-221 L.v.m.

³² *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, (2005) G.O. II, 4907, (2006) G.O. II, 3111, art. 2.9 (9) [R.R.Q., 1981, c. V-1.1, r.O.1.001].

³³ Art. 222-225.1 L.v.m.

³⁴ Art. 225.8 et 225.10 L.v.m.

qui concerne la déclaration publique, elle peut être effectuée par ces mêmes personnes, à l'exclusion de l'émetteur, celui-ci ne pouvant lui-même formuler une déclaration publique³⁵.

a. La notion d'information fausse ou trompeuse

Selon la loi, l'information fausse ou trompeuse consiste en « toute information de nature à induire en erreur sur un fait important, de même que l'omission pure et simple d'un fait important »³⁶. La première branche de la définition permet d'englober à la fois la divulgation de fait important inexact ou erroné, de même que les demi-vérités. La seconde étend la portée de la définition à toute forme de réticence. À la lecture de cette définition, nous pouvons constater que la notion d'information fausse ou trompeuse s'apprécie dans une perspective objective, plutôt que subjective. L'intention de la personne qui divulgue un fait important ou qui omet de le divulguer n'est pas pertinente pour qualifier la divulgation ou l'omission d'information fausse ou trompeuse.

La définition d'information fausse ou trompeuse repose essentiellement sur la notion de fait important. En quoi consiste le fait important ? Avant l'entrée en vigueur du Projet de loi 29, sanctionné en décembre 2006, la loi ne fournissait pas de définition générale du fait important³⁷. Elle employait différentes expressions pour le définir dans des dispositions particulières, ce qui créait des problèmes d'interprétation et de cohérence. En parallèle, à cette époque, la définition d'information fausse ou trompeuse qui se retrouve à l'article 5 L.v.m. ne fournissait pas de définition du fait important. L'interprétation dominante de la notion de fait important employée pour circonscrire l'information fausse ou trompeuse référait à la définition appliquée dans la décision de la Cour suprême des États-Unis, *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*³⁸. À titre d'exemple, dans *Behar c. Golden Pond Resources Inc.*³⁹, la Cour supérieure avait retenu le critère formulé dans la décision *TSC Industries* qui définit la notion de fait important en référence à l'impact sur la décision d'un investisseur

³⁵ Art. 225.9 et 225.10 L.v.m.

³⁶ Art. 5 L.v.m.

³⁷ *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2006, c. 50.

³⁸ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, (1976) 426 U.S. 438 (U.S. III).

³⁹ *Behar c. Golden Pond Resources Inc.*, [1986] R.J.Q. 3064, 3071 (C.S.).

raisonnable: « An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote⁴⁰ ».

Suite aux modifications apportées par le Projet de loi 29, la notion de fait important consiste en « tout fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre émis ou d'un titre dont l'émission est projetée ». Cette définition a le mérite d'unifier la définition de fait important dans la loi actuelle et d'éliminer la confusion pour les intervenants du marché qui sont confrontés à de multiples critères définissant la même notion. Elle fait également en sorte d'harmoniser la définition québécoise de fait important avec la définition édictée dans la législation ontarienne. Étant donné le rôle que joue cette notion dans l'application du recours en responsabilité, cette harmonisation est certainement bienvenue.

Concrètement, le fait important nécessite la présence d'un « fait », notion qui consiste soit en un événement qui a eu lieu, qui existe réellement ou qui est certain, sûr, vrai. Le fait exclut donc, en principe, les prévisions financières fournies par les émetteurs⁴¹, de même que les rumeurs⁴². Deuxièmement, le fait doit être « important ». Selon la législation, est important « tout fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre »⁴³. L'importance s'apprécie de manière objective au moment où survient le fait, plutôt que *ex post facto* au moment de la divulgation

⁴⁰ Voir aussi *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Blaikie*, [1988] R.J.Q. 1461 (C.S.); *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Szaszkievicz*, [1989] R.J.Q. 458 (C.S.); Exposé de M. Jean MARTEL. Réponse des Autorités canadiennes en valeurs mobilières au Rapport final du Comité de la divulgation d'entreprise. La divulgation d'entreprise: de la théorie à la – Exposé de M. Jean Martel, (1997) 28-45 *Bull. C.V.M.Q.* 1, 26. [Note à l'auteur: La référence aux propos de Jean Martel dans la présente note et dans la note 50 est identique, soit (1997) 28-45 *Bull. C.V.M.Q.* 5, 6.

⁴¹ *Kerr v. Danier Leather Inc.*, (2004) 46 B.L.R. (3d) 167, par. 65 (Ont.S.C.); (2005) 77 O.R. (3d) 321, par. 133-136 (Ont.C.A.); [2007] 3 R.C.S. 331.

⁴² *R. v. Fingold*, (1999) 45 B.L.R. (2d) 261, par. 56 (Ont.S.C.J.).

⁴³ Art. 5 L.v.m. Sur la distinction entre le « fait important » et le « changement important », voir *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557.

du fait au marché⁴⁴. Elle requiert néanmoins une analyse contextuelle tribulaire des circonstances⁴⁵.

L'analyse tient compte « d'un certain nombre de facteurs, dont la nature de l'information, la volatilité des titres de la société et la conjoncture du marché »⁴⁶. Pour cette raison, l'importance est susceptible de « varier d'une société à l'autre en fonction de la taille de l'entreprise, de la nature de ses activités et de bien d'autres facteurs »⁴⁷.

À première vue, la définition de l'importance diffère de celle mise de l'avant aux États-Unis dans l'arrêt *TSC Industries* et qui avait été suivie au Québec⁴⁸. Malgré cette différence, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a statué en certaines occasions que les tests canadien et américain étaient analogues⁴⁹. Ainsi, elle estime que le test américain peut éclairer l'application du test canadien. Certains observateurs critiquent la position de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) en soulignant que le test canadien est plus restrictif que le test américain⁵⁰. Selon ces observateurs, le test canadien impose, dès lors, une obligation de divulgation moins étendue aux émetteurs. Par conséquent, le test américain ne devrait pas influencer sur la détermination de l'importance des faits au Canada.

Cette critique mérite d'être nuancée. Dans l'arrêt *TSC Industries*, la Cour suprême américaine a spécifiquement formulé le test de l'importance avec le souci de limiter la portée de l'obligation de divulgation :

« [I]f the standard of materiality is unnecessarily low, not only may the corporation and its management be subjected to liability for

⁴⁴ Voir, en ce sens, *Re YBM Magnex International Inc.*, (2003) 26 O.S.C.B. 5285, par. 90 : « Assessments of materiality are not to be judged against the standard of perfection or with the benefit of hindsight. »

⁴⁵ *Id.*, par. 84, 93.

⁴⁶ *Instruction générale canadienne 51-201 – Lignes directrices en matière de communication de l'information*, art. 4.2.

⁴⁷ *Id.*

⁴⁸ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, préc., note 38, 449.

⁴⁹ *Re YBM Magnex International Inc.*, préc., note 44, par. 92 ; *Re Donnini*, (2002) 25 O.S.C.B. 6225.

⁵⁰ *Securities Law and Practice*, §18.2.3 ; Presentation Notes of Mr. Jean MARTEL. The Canadian Securities Administrators' Response to the Final Report of the Corporate Disclosure Committee, (1997) 28-45 *Bull. C.V.M.Q.* 5, 6.

insignificant omissions or misstatements, but also management's fear of exposing itself to substantial liability may cause it simply to bury the shareholder in an avalanche of trivial information – a result that is hardly conducive to informed decisionmaking.

[...]

What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available.»

De plus, nous devons reconnaître que les deux tests sont effectivement intimement liés. Pour qu'un fait soit susceptible d'exercer une influence appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre, il doit être de nature à influencer sur la décision d'un investisseur raisonnable. Autrement dit, il est peu probable qu'un fait pertinent pour la décision d'un investisseur raisonnable soit sans effet pour le cours ou la valeur d'un titre. La CVMO établissait d'ailleurs un tel lien entre ces deux tests dans l'affaire *YBM Magnex*:

«The test for materiality in the Act is objective and is one of market impact. An investor wants to know facts that would reasonably be expected to significantly affect the market price or value of the securities. The investor is an economic being and materiality must be viewed from the perspective of the trading markets, that is, the buying, selling or holding of securities.»

En fin de compte, les véritables différences entre le test canadien et le test américain sont donc vraisemblablement limitées.

b. Le mode de transmission de l'information fausse ou trompeuse : le document et la déclaration publique

Le recours vise à sanctionner la transmission d'information fausse ou trompeuse, peu importe le mode par lequel cette information est acheminée aux investisseurs sur le marché.

L'information fausse ou trompeuse peut d'abord se retrouver dans un document publié par l'émetteur ou la personne influente, de même que par l'un de leurs mandataires ou autres représentants⁵¹.

⁵¹ Art. 225.8 et 225.10 L.v.m.

La notion de document est définie de manière non limitative dans la loi⁵². Elle s'entend de toute communication écrite qui doit être déposée auprès de l'AMF ou qui y est déposée volontairement. Elle comprend également toute communication écrite qui n'a pas à être déposée auprès de l'AMF et qui est produite, volontairement ou non, auprès d'un gouvernement ou d'un régulateur dans le cadre de l'application du droit des valeurs mobilières, du droit des sociétés ou de normes d'autoréglementation. Finalement, le document consiste en toute communication écrite qui a un contenu dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet sur le cours ou la valeur d'un titre de l'émetteur.

Comme nous pouvons le constater, le recours ne se limite pas aux communications écrites produites conformément à la réglementation des valeurs mobilières. Au-delà des communications écrites produites dans un contexte réglementaire, la notion de document permet d'englober la plupart des communications écrites se rapportant à l'émetteur, volontaires ou imposées, qui ont une pertinence pour le cours ou la valeur de ses titres. Tout de même, le document, quelle que soit sa nature, doit avoir été « publié » par l'émetteur, la personne influente ou l'un de leurs mandataires ou autres représentants. La notion de publication vient quelque peu circonscrire l'étendue de la responsabilité de l'émetteur pour les documents qu'il produit dans le cours de ses activités. Selon la loi, la publication d'un document consiste en son dépôt auprès de l'Autorité, d'une autorité publique ou d'une bourse, ou encore sa diffusion publique⁵³.

Dans quelles circonstances y a-t-il diffusion publique ? Selon la jurisprudence américaine, la diffusion publique peut s'apprécier au regard de deux critères :

« Information becomes public when disclosed to achieve a broad dissemination to the investing public generally and without favoring any special person or group, or when, although known only by a few persons, their trading on it has caused the information to be fully impounded into the price of the particular stock. »⁵⁴

⁵² Art. 225.3 L.v.m.

⁵³ *Id.*.

⁵⁴ *S.E.C. c. Mayhew*, 121 F.3d 44, 50 (2d. Cir. 1997). Voir aussi *S.E.C. v. Siebel*, 384 F. Supp. 2d 694 (S.D.N.Y. 2005).

Le premier critère consiste donc à apprécier l'étendue de la dissémination de l'information, en portant une attention particulière à la neutralité de cette dissémination. Le second critère s'appuie sur l'efficacité informationnelle des marchés. Il suggère qu'une information peut être diffusée au public, même si elle a été seulement révélée à un nombre restreint de personnes, dans la mesure où les transactions de ces dernières ont eu pour effet d'intégrer l'information dans le cours du titre en cause. Au regard de ce second critère, la transmission d'une information en privé pourrait être qualifiée de diffusion publique si les personnes détenant cette information exercent suffisamment d'influence sur le cours du titre par leurs transactions. Ce second critère peut paraître draconien. Pourtant, il semble pertinent de l'utiliser parce qu'il contribue à un marché efficient et équitable. La réglementation prohibe la divulgation sélective d'information importante aux investisseurs⁵⁵. De plus, elle interdit aux personnes qui détiennent de l'information privilégiée de transiger en se servant de celle-ci⁵⁶. En donnant un sens large à la notion de diffusion publique, ce second critère vient contraindre l'émetteur à bien encadrer la distribution d'information privée lorsque cette information constitue un fait important. De plus, il vient dissuader les émetteurs qui seraient tentés de manipuler le cours de leurs titres en disséminant des informations fausses ou trompeuses à quelques investisseurs qui transigeraient par la suite. Au regard du second critère, une telle dissémination d'informations fausses ou trompeuses constituerait une diffusion publique et entraînerait donc potentiellement la responsabilité de l'émetteur, en sus de sa responsabilité pour communication sélective d'information.

La référence à la publication du document vient exclure du champ d'application du recours les documents qui ne sont pas produits auprès d'une autorité réglementaire par l'émetteur, la personne influente ou l'un de leurs mandataires ou autres représentants, ni diffusés par ceux-ci au public tel que défini ci-dessus. Autrement dit, en raison de la condition de publication, les documents privés de ces personnes ne peuvent donner ouverture au recours.

Le recours s'applique aussi lorsque l'information fautive ou trompeuse se retrouve dans une « déclaration publique » effectuée par

⁵⁵ En outre, voir *Instruction générale 51-201 – Lignes directrices en matière de communication de l'information*.

⁵⁶ De façon générale, voir art. 187-190, 204, 208.1, 226-233 L.v.m.

l'un des mandataires ou autres représentants de l'émetteur, par une personne influente, ou par l'un des mandataires ou autres représentants de cette dernière⁵⁷. Cette expression désigne toute déclaration orale effectuée dans des circonstances où une personne raisonnable s'attendrait à ce que son contenu soit rendu public⁵⁸. Nous estimons que les critères retenus par la jurisprudence américaine pour circonscrire la diffusion publique seront d'une grande utilité pour tracer la ligne entre les déclarations orales privées et les déclarations publiques. Cela fait en sorte que les émetteurs devront s'assurer de limiter les opportunités de déclarations publiques pour leurs mandataires ou autres représentants, notamment en ayant recours à une politique de divulgation stricte. En ce qui concerne les personnes influentes, dont nous traiterons plus en détail ci-dessous, cela constituera toutefois un défi pour les émetteurs.

En somme, le champ d'application matériel du recours ne peut être aisément circonscrit à un type de communication, contrairement au régime de responsabilité qui existe sur le marché primaire qui concerne essentiellement le prospectus. Par conséquent, les émetteurs doivent faire preuve d'une grande prudence relativement à la qualité de l'ensemble de leurs communications écrites. En outre, la vigilance s'impose en ce qui a trait aux communications orales ou écrites des mandataires et autres représentants des émetteurs, de même que des personnes influentes et de leurs mandataires ou autres représentants.

c. Les mandataires et autres représentants de l'émetteur et la personne influente

Le recours s'applique à la transmission d'information fausse ou trompeuse dans un document publié par l'émetteur ou la personne influente, de même que par l'un de leurs mandataires ou autres représentants⁵⁹. De plus, il vise les déclarations publiques contenant de l'information fausse ou trompeuse effectuées par l'un des mandataires ou autres représentants de l'émetteur, par la personne in-

⁵⁷ L.v.m., art. 225.9 et 225.10. Notons qu'en ce qui concerne les mandataires et autres représentants de l'émetteur, le recours ne vise que les déclarations publiques «relativement aux affaires de l'émetteur». Pour la personne influente, ses mandataires et autres représentants, le recours vise les déclarations «se rapportant à l'émetteur».

⁵⁸ Art. 225.3 L.v.m.

⁵⁹ Art. 225.8 et 225.10 L.v.m.

fluente, ou par l'un des mandataires ou autres représentants de cette dernière⁶⁰. Compte tenu de l'importance du mandataire, du représentant et de la personne influente, il convient d'examiner la signification de ces notions.

Le recours ne fournit pas une définition spécifique de la notion de représentant de l'émetteur. Selon le *Dictionnaire de droit privé*, la représentation consiste en « le fait pour une personne, le représentant, d'accomplir un acte juridique au nom et pour le compte d'une autre personne, le représenté, dans le patrimoine de laquelle se produisent directement les effets de cet acte »⁶¹. La représentation peut être conventionnelle, légale ou judiciaire. La représentation conventionnelle s'exerce habituellement en vertu d'un contrat de mandat⁶². La représentation est légale lorsque le pouvoir de représentation est accordé au représentant par une disposition de la loi. Finalement, elle est judiciaire lorsque le pouvoir de représentation est accordé par une décision judiciaire. Au regard de ces définitions, le représentant est celui qui accomplit un acte juridique au nom et pour le compte d'un autre, le représenté. Il détient ce pouvoir soit du contrat, de la loi ou d'une décision judiciaire.

En employant la notion de représentant, le législateur souhaite viser toute personne qui a un pouvoir de représentation, quelle que soit sa source. C'est d'ailleurs ce qui ressort du texte du recours civil adopté en Ontario qui réfère aux concepts de *actual, implied or apparent authority*⁶³. La notion d'*authority* s'inscrit dans le cadre du régime de l'*agency* de *common law* qui régit la représentation d'une personne par une autre :

« Agency is the relationship that exists between two persons when one, called the agent, is considered in law to represent the other, called the principal, in such a way as to be able to affect the principal's legal position in respect of strangers to the relationship by the making of contracts or the disposition of property. »⁶⁴

⁶⁰ Art. 225.9 et 225.10 L.v.m.

⁶¹ CENTRE DE DROIT PRIVÉ ET COMPARÉ, *Dictionnaire de droit privé et lexiques bilingues – Obligations*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003.

⁶² Jean PINEAU, Danielle BURMAN et Serge GAUDET, *Théorie des obligations*, 4^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2001, p. 145.

⁶³ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 17, art. 138.3.

⁶⁴ Gerald Henry Louis FRIDMAN, *Law of Agency*, 7^e éd., Toronto, Butterworths, 1996, p. 11.

Dans une relation d'*agency*, la notion d'*authority* circonscrit la nature et l'étendue du pouvoir de représentation de l'*agent*: «Anything that the agent does in excess of that authority will not affect the principal, unless the principal adopts what the agent has done in accordance with the doctrine of ratification»⁶⁵.

Dans cette perspective, la notion de représentant englobe la notion de mandataire à laquelle réfère le nouveau recours. Les administrateurs et dirigeants étant expressément qualifiés de mandataires de leur société par la loi, ils se retrouvent par conséquent visés par les notions de mandataire et de représentant qui figurent dans le recours⁶⁶. Ainsi, les actes posés par les membres de la direction d'un émetteur ou d'une personne influente dans le cadre de leurs fonctions ont pour conséquence d'engager la responsabilité de leur mandant⁶⁷. Ce résultat est conforme aux règles générales régissant la responsabilité civile des mandataires et mandants⁶⁸.

En plus d'englober la notion de mandataire qui figure dans le recours, la notion de représentant s'étend également à la représentation en l'absence de mandat: «Dans la représentation sans mandat, le «mandant» n'a pas donné au «mandataire» le pouvoir de le représenter, originellement, ni expressément, ni implicitement»⁶⁹. La représentation sans mandat existe lorsqu'il y a apparence de mandat dans les circonstances, comme le prévoit l'article 2163 C.c.Q.:

«Celui qui a laissé croire qu'une personne était son mandataire est tenu, comme s'il y avait eu mandat, envers le tiers qui a contracté de bonne foi avec celle-ci, à moins qu'il n'ait pris des mesures appropriées pour prévenir l'erreur dans des circonstances qui la rendaient prévisibles.»

⁶⁵ *Id.*, p. 61.

⁶⁶ Voir L.C.Q., art. 123.83; C.c.Q., art. 312, 321, 2132, 2137.

⁶⁷ La détermination de l'étendue des fonctions des administrateurs et des dirigeants pourra devenir cruciale pour déterminer si ces derniers agissent effectivement à titre de représentants de l'émetteur ou de la personne influente. Tout de même, cet exercice sera facilité par le régime du mandat apparent qui pourrait faire en sorte que l'excès ou le défaut de pouvoir d'un administrateur ou d'un dirigeant entraîne néanmoins la responsabilité de l'émetteur ou de la personne influente.

⁶⁸ Voir C.c.Q., art. 2164.

⁶⁹ Adrian POPOVICI, *La couleur du mandat*, Montréal, Éditions Thémis, 1995, p. 203.

Dans ce cas, «[c]e qui importe c'est la bonne foi du tiers, sa croyance légitime lui permettant de se fier à l'apparence»⁷⁰.

Cette seconde dimension de la notion de représentant rejoint l'*apparent authority* de la common law. Elle fait en sorte que l'application du recours peut être déclenchée par les actes de personnes qui font partie de l'organisation de l'émetteur ou de la personne influente sans pour autant avoir le pouvoir de divulguer des documents ou de formuler des déclarations publiques.

En ce qui concerne la notion de personne influente, elle est définie largement et s'étend à toute personne qui participe au contrôle de l'émetteur et, dans le cas où l'émetteur est un fonds d'investissement, à son gestionnaire⁷¹. Il est également prévu qu'un promoteur de l'émetteur est une personne influente, tout comme l'initié qui n'est pas un administrateur ou dirigeant de l'émetteur⁷². Ainsi, bon nombre de personnes qui gravitent autour de l'émetteur sont ainsi qualifiées de personnes influentes. À cette fin, rappelons entre autres que la personne qui, seule ou de concert avec d'autres personnes, détient plus de 20 % des droits de vote de l'émetteur est présumée être une personne qui participe au contrôle⁷³. Similairement, toute personne détenant au moins 10 % des titres d'une catégorie d'actions de l'émetteur comportant droit de vote est un initié au sens de la L.v.m⁷⁴.

⁷⁰ *Id.*, p. 107.

⁷¹ Art. 225.3 L.v.m. Voir aussi art. 109.1 L.v.m.

⁷² *Id.* Au Québec, la notion de promoteur n'est pas définie dans la L.v.m. En Ontario, cette notion a été définie, voir *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 17, art. 1.1. Néanmoins, à l'article 3.8 (4) de l'*Instruction générale relative au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, préc., note 32, il est indiqué que ce terme doit être interprété largement et qu'il «désigne généralement une personne qui a pris l'initiative de fonder, de constituer ou de réorganiser de manière importante l'entreprise de l'émetteur ou qui a reçu, à l'occasion de la fondation, de la constitution ou d'une réorganisation importante de l'émetteur, une contrepartie supérieure à un certain niveau pour des services ou des terrains ou les deux».

⁷³ Art. 5.2 L.v.m.

⁷⁴ Art. 89 L.v.m.

2. La contravention de l'émetteur assujetti à ses obligations d'information occasionnelle

Sur le marché secondaire, la législation impose à l'émetteur assujetti un régime de divulgation d'information dont l'objectif est de maintenir l'accès égal des investisseurs à une information complète et à jour. Le régime d'information continue comporte deux grandes composantes: des obligations d'information périodique et des obligations d'information occasionnelle. Les premières exigent que l'émetteur assujetti produise aux investisseurs divers types de documents d'information à des moments précis fixés par la réglementation⁷⁵. En vertu de ses obligations d'information occasionnelle, l'émetteur assujetti doit divulguer sans délai tout changement important dans ses affaires⁷⁶. Lorsque l'émetteur a manqué à une obligation d'information occasionnelle, la personne qui a acquis ou cédé un titre peut intenter l'action en responsabilité civile en vertu de l'article 225.11 L.v.m.

D'entrée de jeu, nous pouvons nous interroger sur la signification de l'expression « obligation d'information occasionnelle ». Si la réglementation sur les valeurs mobilières impose une telle obligation, il faut également savoir que la Bourse de Toronto impose aux sociétés cotées l'obligation de divulguer sans délai toute « information importante »⁷⁷. Est-ce à dire que le recours vise aussi les manquements aux règles boursières ? Nous ne le croyons pas. D'abord, le recours a pour but d'améliorer le respect par les émetteurs assujettis à l'égard des investisseurs du régime d'information continue édicté par la réglementation des valeurs mobilières. Deuxièmement, les règles stipulées au *Guide à l'intention des sociétés de la TSX* sont de nature contractuelle et ne lient les sociétés qu'envers la bourse. Elles ne peuvent donc créer d'obligations pour la société à l'égard des investisseurs. Finalement, la Cour d'appel de l'Ontario soulignait récemment dans l'arrêt *Danier* que les politiques des ACVM en matière de divulgation ne pouvaient constituer le fondement d'un recours en responsabi-

⁷⁵ *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 6.

⁷⁶ *Id.*, partie VII.

⁷⁷ GROUPE TSX, *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, 27 novembre 2007, en ligne : <http://tsx.complinet.com/fr/tsx_manual.html>, art. 408-410. Voir également *Instruction générale 51-201 – Lignes directrices en matière de communication de l'information*, art. 4.5.

lité civile sur le marché primaire en raison de leur nature non contraignante⁷⁸.

Du reste, l'élément le plus important de cet aspect du recours consiste à cerner la portée de l'obligation d'information occasionnelle découlant du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*. Ce règlement prévoit que l'obligation d'information occasionnelle se déclenche lorsque survient un changement important dans les affaires d'un émetteur assujetti⁷⁹. Depuis la modification apportée à la L.v.m. par le Projet de loi 29, la définition de la notion de changement important est analogue à celle qui se retrouve dans la législation anglo-canadienne⁸⁰. Ainsi, le changement important consiste en un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur de l'un des titres de l'émetteur. Il peut également consister en la décision de mettre en œuvre un tel changement prise par les administrateurs ou par la direction supérieure lorsqu'elle croit probable que les administrateurs confirmeront cette décision.

La jurisprudence et la doctrine interprètent la définition comme visant un changement « interne »⁸¹. C'est-à-dire que l'objet du changement doit porter sur l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur. La cause de ce changement peut toutefois émaner d'une source externe à l'entreprise. À titre d'exemple, la vente d'un actif important de l'émetteur constitue vraisemblablement un changement interne puisqu'il porte sur l'activité ou l'exploitation. En revanche, un changement dans le taux directeur de la Banque du Canada est un changement externe. Toutefois, ce changement externe pourrait entraîner un changement interne dans la mesure où les variations de conditions du crédit affecteront l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur. Une revue de la jurisprudence indique que cette distinction n'est pas toujours aisée à établir.

⁷⁸ *Kerr c. Danier Leather Inc.*, préc., note 41, par. 104, 105 (Ont.C.A.).

⁷⁹ Au Québec, l'obligation d'information occasionnelle était auparavant édictée par l'article 73 L.v.m. qui est maintenant une disposition cadre pour le régime d'information continue.

⁸⁰ L.v.m., art. 5.3; *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 6, art. 1.1.

⁸¹ *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, préc., note 43, 600; BORDEN, LADNER, GERVAIS, *Securities Law and Practice*, 3^e éd., Toronto, Carswell, 2003, §18.1.2 (en ligne : <http://canada.westlaw.com/>).

Dans *Pezim c. British Columbia (Superintendent of Brokers)*⁸², la Cour suprême du Canada a eu à se pencher sur cette distinction. En l'espèce, il s'agissait de déterminer si l'émetteur avait contrevenu à son obligation d'information occasionnelle en omettant de divulguer les résultats de forage concernant ses propriétés minières. La Commission des valeurs mobilières avait établi que ces résultats constituaient un changement important. Infirmant cette décision, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique avait statué qu'il ne s'agissait pas d'un changement important en ce que les résultats de forage n'affectaient pas l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur. Ces résultats entraînaient seulement un changement dans la « valeur » de l'actif. Il n'y avait pas de changement dans l'actif ou l'exploitation puisque le minerai avait toujours été présent dans le sol.

En désaccord avec l'analyse de la Cour d'appel, le Juge Iacobucci rédigeant les motifs de la Cour suprême, a estimé « que les conclusions de la Commission étaient correctes et compatibles avec les réalités sur les plans économique et réglementaire dont la Loi veut tenir compte »⁸³. Les résultats de forage pouvaient constituer un changement important :

« Dans l'industrie minière, on procède à des évaluations constantes des propriétés minières pour déterminer s'il y a eu un changement dans leur caractérisation. Par conséquent, du point de vue des investisseurs, tout nouveau renseignement sur les propriétés minières (un élément d'actif) a une incidence importante sur la question de leur valeur. En conséquence, je suis d'accord avec la conclusion de la Commission qu'un changement dans les résultats de titrage et de forage peut, selon les circonstances, constituer un changement important. »⁸⁴

Ce faisant, la Cour suprême exprimait l'opinion que les résultats de forage pouvaient constituer un changement dans l'exploitation (sinon l'actif) puisqu'ils permettaient d'effectuer la caractérisation de la propriété, c'est-à-dire de déterminer s'il peut y avoir une mine.

La Cour suprême du Canada a eu à nouveau à se pencher sur cette question dans l'arrêt *Kerr c. Danier Leather Inc.*⁸⁵. Dans cette

⁸² *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, préc., note 43.

⁸³ *Id.*, 600.

⁸⁴ *Id.*

⁸⁵ *Kerr c. Danier Leather Inc.*, préc., note 41.

affaire, il s'agissait de déterminer si l'émetteur procédant à un appel public à l'épargne avait l'obligation de modifier le prospectus définitif suite à l'octroi du visa en raison de l'occurrence d'un changement important. Plus particulièrement, les résultats intratrimetriels indiquaient que les revenus du trimestre accusaient un retard de près de 25 % par rapport aux prévisions effectuées. Ce retard était attribuable à des conditions météorologiques qui avaient affecté négativement les ventes. Les tribunaux inférieurs avaient conclu que les résultats intratrimetriels étaient certainement des faits importants. Cependant, ils ne constituaient pas un changement important parce qu'ils ne découlaient pas d'une modification dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur. Les conditions climatologiques étaient la cause primordiale des résultats décevants. Or, la météo est un phénomène externe à l'émetteur. Dans son arrêt, la Cour suprême s'est rangée derrière ces arguments :

« Il va presque sans dire que les piètres résultats intratrimetriels peuvent *refléter* un changement important dans l'exploitation commerciale. Une société qui, par exemple, a restructuré ses activités peut connaître de piètres résultats intratrimetriels en raison de cette restructuration, mais c'est la restructuration, et non les résultats eux-mêmes, qui constituerait un changement important et donnerait ainsi naissance à l'obligation de divulguer. De plus, de piètres résultats intratrimetriels peuvent inciter une entreprise à modifier ses activités commerciales, son exploitation ou son capital afin d'améliorer son rendement. Là encore, pourtant, l'obligation de divulguer prendrait naissance en raison du changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital, et non en raison des résultats eux-mêmes.

En l'espèce, rien ne prouve que Danier a effectué un changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital durant la période de placement. Personne ne conteste que le manque à gagner du 16 mai était dû au temps exceptionnellement chaud, un facteur n'ayant rien à voir avec l'émetteur. »⁸⁶

Pour imposer une obligation de divulgation, le changement doit être important, c'est-à-dire qu'il doit être raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres de l'émetteur. D'emblée, il faut signaler le choix effectué en faveur d'un critère fondé sur l'impact financier de l'événement plutôt que

⁸⁶ *Id.*, par. 47, 48.

sur la décision d'un investisseur raisonnable⁸⁷. Selon des auteurs, ce critère aurait pour effet de restreindre la portée de la notion d'importance :

«The effect of focusing on price or value of the securities as the appropriate may be to exclude, as material changes, matters that may influence, and may therefore be material to, an investor in making investment decision but do not have the probable effect of significantly altering market price or value of any securities of the issuer.»⁸⁸

Pour d'autres, comme Philipp Anisman, les deux critères sont équivalents :

«It is clear that a perceived impact of information on share prices invariably influences and in turn is influenced by its importance to investors. Information that is significant to investors will almost always be likely to affect the market price of an issuer's securities.»⁸⁹

Nous partageons l'avis d'Anisman. L'investisseur raisonnable doit s'envisager au regard de la réalité du marché financier. Sur ce marché, l'investisseur raisonnable s'intéresse aux événements qui influent sur le cours ou la valeur des titres et, dès lors, sur sa décision d'acheter, de vendre ou de conserver ceux-ci⁹⁰. Les autres événements ne sont pas pertinents aux fins de la décision d'investissement.

⁸⁷ En 1997, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières avaient envisagé de remplacer le critère de l'impact sur le marché par celui de l'impact sur la décision d'un investisseur raisonnable. CSA Notice 53-302, «Report of the CSA – Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of “Material Fact” and “Material Change”», (2000) 23 O.S.C.B. 7383. Aucune suite ne fut donnée à la proposition. Plus récemment, le Comité chargé de la révision quinquennale de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario a également recommandé un tel changement. FIVE YEAR REVIEW COMMITTEE, *Reviewing the Securities Act (Ontario)*, Final Report, 2003, p. 148-150.

⁸⁸ BORDEN, LADNER, GERVAIS, préc., note 81, §18.1.3.

⁸⁹ Lettre de Philipp Anisman à Daniel Iggers, *Request for Comment 51-901*, 22 décembre 1997.

⁹⁰ Voir, en ce sens, *Re YBM Magnex International Inc.*, préc., note 44, par 91 : «An investor wants to know facts that would reasonably be expected to significantly affect the market price or value of the securities. The investor is an economic being and materiality must be viewed from the perspective of the trading markets, that is, the buying, selling or holding of securities.»

Par ailleurs, il faut reconnaître que le critère de l'investisseur raisonnable est exigeant comme l'indique le droit américain où il est appliqué. Dans l'arrêt *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, la Cour suprême l'a défini ainsi: «There must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the «total mix» of information made available»⁹¹. Par la suite, dans *Basic, Inc. v. Levinson*⁹², elle a insisté sur l'importance d'un critère strict, tel que formulé dans l'arrêt *TSC Industries*: «Acknowledging that certain information concerning corporate developments could well be of dubious significance [...] the Court was careful not to set too low a standard of materiality; it was concerned that a minimal standard might bring an over-abundance of information within its reach».

Dans cette perspective, malgré des formulations différentes, les critères fondés sur l'impact financier et sur la pertinence pour l'investisseur raisonnable nous paraissent équivalents⁹³. C'est d'ailleurs l'opinion qu'exprimait la CVMQ dans *Re Donnini*:

«We believe the American test of market interest, i.e. investor and potential investor interest, to be very useful. Although the US and Ontario tests are worded differently, the American test is helpful, if not analogous, in coming to a determination under the Ontario test.»⁹⁴

Le critère financier réfère au cours et à la valeur du titre. La notion de valeur comporte de multiples définitions. Elle peut signifier le cours du titre, en particulier lorsque le marché pour ce titre a un niveau d'efficacité élevé⁹⁵. Puisque le marché ne justifie pas toujours d'un tel niveau d'efficacité, le cours du titre ne reflète donc pas nécessairement sa valeur. Pour cette raison, il est opportun de tenir compte des autres dimensions de la notion de valeur pour apprécier l'importance d'un événement⁹⁶.

⁹¹ *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, préc., note 38, 449.

⁹² *Basic, Inc. v. Levinson*, (1988) 485 U.S. 224 .

⁹³ Voir *Re Rex Diamond Corp.*, (2008) 31 O.S.C.B. 8337, par. 233, où la CVMQ réfère à l'investisseur raisonnable.

⁹⁴ *Re Donnini*, préc., note 49.

⁹⁵ Voir *Turbo Resources Ltd.*, (1982) 3 O.S.C.B. 67C.

⁹⁶ Sur la notion de valeur, voir, en général, BORDEN, LADNER, GERVAIS, préc., note 81, §18.1.3.

Deuxièmement, le critère d'importance est objectif, en ce qu'il s'intéresse à l'impact sur le marché⁹⁷. Cette appréciation objective s'effectue au moment de l'occurrence de l'événement, plutôt qu'*a posteriori*. C'est ce qui ressort de l'expression « *dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur* » employée dans la définition de changement important. En ce sens, dans *AiT Information Technologies*, la CVMO a reconnu que l'analyse de l'importance était réalisée au regard des faits en la possession des administrateurs au moment de l'événement :

« We must objectively assess the facts that were available to the AiT Board during the Relevant Period, to determine in all the circumstances whether the three events constituted a material change in the business, operations or capital of AiT that triggered its disclosure obligation under section 75. »⁹⁸

Se placer au moment de l'événement prévient le biais de rétrospective (*hindsight bias*) qui consiste, après coup, à considérer que ce qui est arrivé était inévitable et parfaitement prévisible⁹⁹. Cette perspective d'analyse introduit une certaine déférence à l'égard de la décision des administrateurs, comme nous le verrons ci-dessous.

Malheureusement, la CVMO ne suit pas fidèlement le principe énoncé dans *AiT Information Technologies*. Dans *Re Rex Diamond Corp.*¹⁰⁰, alors qu'elle était appelée à exercer son pouvoir d'ordonnance dans l'intérêt public, la Commission a considéré que le mouvement des titres autour des périodes pertinentes attestait de l'importance des informations : « In our view, abnormal fluctuations in share prices, volume and the number of trades per day demonstrate market impact, and indicate that the market is reacting to

⁹⁷ *Re YBM Magnex International Inc.*, préc., note 44, par. 91 ; *Kerr v. Danier Leather Inc.*, préc., note 41.

⁹⁸ *AiT Information Technologies Corporation*, (2008) 31 O.S.C.B. 712, par. 228. Voir aussi *Re Rex Diamond Corp.*, préc., note 93, par. 200 et 201.

⁹⁹ Dans *AiT Information Technologies Corporation*, préc., note 98, par. 228, la CVMO met en garde contre ce biais : « It is important therefore, to recognize the dangers of hindsight in coming to this conclusion and to be careful not to look at the situation based on what subsequently happened ». Voir aussi *Re YBM Magnex International Inc.*, préc., note 44, par. 90 : « Assessment of materiality are not to be judged against the standard of perfection or with the benefit of hindsight. It is not a science and involves the exercise of judgment and common sense ».

¹⁰⁰ *Re Rex Diamond Corp.*, préc., note 93.

something»¹⁰¹. Cette approche centrée sur l'analyse rétrospective des mouvements du cours du titre nous paraît critiquable dans la mesure où elle mène à déterminer de l'importance des événements *a posteriori*¹⁰².

Si elle s'effectue au moment de l'événement, l'appréciation de l'importance tient compte de l'ensemble des faits et des circonstances prévalant alors¹⁰³. Au regard de ces éléments contextuels, il s'agit d'évaluer si l'événement en cause, c'est-à-dire le changement, altère l'environnement informationnel concernant l'émetteur de façon à influencer de manière appréciable sur le cours ou la valeur des titres. Cette analyse appelle la considération de facteurs tels que « la nature de l'information, la volatilité des titres de la société et la conjoncture du marché »¹⁰⁴. Il est aussi opportun de tenir compte « de la taille de l'entreprise, de la nature de ses activités et de bien d'autres facteurs »¹⁰⁵.

L'analyse de l'importance mérite également de s'effectuer au regard de l'information divulguée par l'émetteur comme l'illustre l'affaire *Re Rex Diamond Corp*¹⁰⁶. En l'espèce, la CVMO devait déterminer si l'émetteur avait contrevenu à son obligation de divulgation occasionnelle en tardant à aviser les investisseurs de la volonté du gouvernement de la Sierra Leone de retirer les droits sur les concessions minières qu'il possédait. L'émetteur avait présenté de manière très favorable les concessions minières en cause. De plus, il avait toujours divulgué une information positive quant à l'exploitation à venir des concessions en cause. Dans son évaluation de l'importance de la décision du gouvernement, la Commission s'est appuyée sur cette divulgation pour conclure que les concessions visées avaient une grande valeur¹⁰⁷. Dès lors que les droits sur les concessions étaient menacés, il s'agissait d'un changement dans l'actif ou l'exploitation qui était important et aurait dû être divulgué.

¹⁰¹ *Id.*, par. 227.

¹⁰² D. JOHNSTON et K. D. ROCKWELL, préc., note 5, p. 201.

¹⁰³ *Ait Information Technologies Corporation*, préc., note 98, par. 215.

¹⁰⁴ *Instruction générale 51-201 – Lignes directrices en matière de communication de l'information*, art. 4.2.

¹⁰⁵ *Id.*

¹⁰⁶ *Re Rex Diamond Corp.*, préc., note 93.

¹⁰⁷ *Id.*, par. 213-215.

Dans certains cas, le changement ne s'est pas encore réalisé, demeurant une éventualité. Est-ce à dire que l'obligation de divulgation de l'émetteur ne se déclenche que lorsqu'il se matérialise ? Pour répondre à cette question, il faut faire une distinction selon la cause de l'incertitude.

L'incertitude peut résulter du fait que le changement important résulte d'une décision nécessitant l'approbation du conseil d'administration de l'émetteur. Dans ce cas, la loi propose une solution en prévoyant qu'un changement important inclut « la décision de mettre en œuvre un tel changement prise par les administrateurs ou par la direction supérieure lorsqu'elle croit probable que les administrateurs confirmeront cette décision ». Autrement dit, lorsque l'approbation de la décision par le conseil est probable, l'émetteur a l'obligation de divulguer la décision de mise en œuvre. En revanche, lorsque cette approbation est incertaine, ce n'est que la réalisation du changement lui-même, suite à la décision du conseil d'administration, qui déclenchera l'obligation de divulgation. Dans tous les cas, la simple intention de mettre en œuvre un changement important ne suffit pas pour entraîner pas l'obligation de divulgation¹⁰⁸.

Cette portion de la définition se limite toutefois aux situations où le changement important envisagé nécessite l'approbation du conseil d'administration. Est-ce à dire que lorsque cette approbation n'est pas nécessaire, la divulgation du changement ne s'impose qu'au moment où il est un fait accompli ? Nous ne le croyons pas¹⁰⁹. Il faut alors plutôt traiter la question comme un événement dont la réalisation demeure incertaine pour des motifs ne relevant pas du contrôle de la direction de l'émetteur. À cet égard, la jurisprudence fournit des éléments pour structurer l'analyse de tels événements.

Jusqu'à tout récemment, les commissions des valeurs mobilières canadiennes ont puisé dans le droit américain le test probabilité/impact pour analyser les événements incertains, tels que les projets de fusion ou les poursuites intentées contre l'émetteur¹¹⁰. Le test

¹⁰⁸ *Re Burnett*, (1983) 6 O.S.C.B. 2751, 2759.

¹⁰⁹ Voir, en ce sens, Jeffrey G. MACINTOSH et Christopher C. NICHOLLS, *Securities Law*, Toronto, Irwin Law, 2002, p. 272 ; BORDEN, LADNER, GERVAIS, préc., note 81, §18.1.4.

¹¹⁰ Le test a été formulé initialement dans *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833, 849 (2 Cir. 1968) pour être adopté par la Cour suprême dans *Basic, Inc. v. Levinson*, préc., note 92.

implique, d'une part, l'évaluation de la probabilité de réalisation de l'évènement au regard des faits connus. D'autre part, il nécessite une appréciation de l'impact ou de l'importance de l'évènement compte tenu de l'ensemble de l'activité de l'émetteur.

À titre d'exemple, dans *Re Sheridan*¹¹¹, la CVMO devait déterminer si l'émetteur avait contrevenu à son obligation d'information occasionnelle en omettant de divulguer qu'une requête en injonction avait été déposée par le ministère de l'Environnement pour empêcher toute exploitation à son principal site minier. La requête invoquait des contraventions de l'émetteur à la législation environnementale. Pour établir si le dépôt de la requête constituait un changement important, la Commission a référé au test probabilité/impact, tout en reconnaissant que le régime d'information continue américain était différent de celui prévalant au Canada¹¹². Selon la Commission, les éléments suivants méritaient d'être examinés plus spécifiquement :

« [...], our view is that in determining whether there was a material change in respect of Madeleine in these circumstances it was appropriate to consider the effect that the mere fact of environmental proceedings by the MOE [Minister of Environment] would have on Madeleine's shares, the likelihood of success of the injunction application and the impact that an injunction, if granted, would have on the operations of Madeleine. »¹¹³

Dans *Re YBM Magnex International Inc.*¹¹⁴, la CVMO a analysé la notion de changement important au regard de l'omission de l'émetteur de divulguer l'avis du vérificateur externe indiquant qu'il ne poursuivait pas ses travaux de vérification aussi longtemps que l'enquête relative aux allégations de lien entre YBM Magnex et le crime organisé n'était pas complétée. Selon la CVMO, la suspension des travaux du vérificateur avait un impact important pour YBM Magnex en ce qu'elle l'empêchait de respecter ses obligations d'émetteur assujetti exigeant le dépôt d'états financiers vérifiés. Cet impact devait s'apprécier en tenant compte du rôle névralgique des vérificateurs externes qui contribuent à la transmission d'informations financières fiables aux investisseurs. En outre, de l'avis de la Commission, les faits indiquaient qu'il était probable que la requête des

¹¹¹ *Re Sheridan*, (1993) 16 O.S.C.B. 6345.

¹¹² *Id.*, par. 40.

¹¹³ *Id.*

¹¹⁴ *Re YBM Magnex International Inc.*, préc., note 44.

vérificateurs ne soit pas satisfaite et que, dès lors, YBM Magnex ne serait pas en mesure de respecter ses obligations de divulgation. Conséquemment, elle a considéré que l'émetteur avait contrevenu à son obligation d'information occasionnelle.

Dans deux décisions récentes, *AiT Information Technologies*¹¹⁵ et *Rex Diamond*¹¹⁶, la CVMO a toutefois cherché à se distancier de ce test. Invoquant les différences entre les régimes d'information continue canadien et américain, elle a fait valoir que le test probabilité/impact n'était pas pertinent pour déterminer s'il était survenu un changement. Tout de même, elle n'a pas pour autant écarté ce test en ce qui concerne la détermination de l'importance du changement. De fait, l'analyse des faits réalisée par la Commission dans ces deux décisions fait ressortir la pertinence du test, alors qu'elle réfère aux notions de probabilité et d'impact de réalisation des événements en cause. Il faudra donc attendre des décisions subséquentes pour obtenir une clarification à cet égard.

Au-delà de ces commentaires, comme il s'agit d'une analyse contextuelle, la détermination de l'importance résiste aux efforts de généralisation: «[...], we find that there is no bright-line test with respect to a material change»¹¹⁷.

B. Les personnes visées par le recours

Lorsqu'un événement générateur de responsabilité se produit, l'investisseur qui a acheté ou cédé un titre peut poursuivre les personnes qui sont précisément identifiées par les dispositions régissant le recours. L'identité des personnes visées varie en fonction de la contravention en cause.

1. L'émetteur

L'investisseur peut poursuivre l'émetteur dans tous les cas envisagés par le régime de responsabilité, sauf lorsque la communication est le fait de la personne influente ou de l'un des mandataires

¹¹⁵ *AiT Information Technologies Corporation*, préc., note 98.

¹¹⁶ *Re Rex Diamond Corp.*, préc., note 93.

¹¹⁷ *AiT Information Technologies Corporation*, préc., note 98, par. 222.

ou autres représentants de celle-ci¹¹⁸. Dans ce cas, le demandeur doit établir qu'un administrateur ou un dirigeant de l'émetteur, ou, si l'émetteur est un fonds d'investissement, son gestionnaire, a permis ou autorisé la publication du document ou la déclaration publique ou y a acquiescé afin de rechercher la responsabilité de l'émetteur¹¹⁹. Cette condition s'explique par l'identité de la personne influente. À la lumière de la définition édictée par l'article 225.3, la notion de personne influente englobe nombre de personnes qui gravitent autour de l'émetteur et peuvent avoir des liens parfois étroits avec ce dernier. Malgré tout, il n'est pas possible de considérer qu'une personne influente est nécessairement un représentant de l'émetteur. Les rapports entre la personne influente et l'émetteur peuvent simplement être insuffisants pour en arriver à une telle qualification. À titre d'exemple, un initié qui détient au moins 10 % des titres d'une catégorie comportant droit de vote d'un émetteur assujéti est une personne influente¹²⁰. Nous ne pouvons certainement pas considérer que cet initié est nécessairement un représentant de l'émetteur. Ni que ce dernier exerce un contrôle sur les communications de cette personne.

Dans ce contexte, imputer automatiquement une responsabilité à l'émetteur pour les actes d'une personne influente irait à l'encontre de l'objectif principal du recours qui est la dissuasion. En effet, lorsque la personne influente agit de manière autonome, l'émetteur ne dispose pas de moyens de contrôler les communications qu'elle formule. Même en le rendant responsable des actes des personnes influentes, l'émetteur sera fréquemment incapable d'exercer un tel contrôle. Et de fait, ce serait imposer un fardeau disproportionné à l'émetteur que de requérir qu'il exerce une supervision des communications orales et écrites des personnes influentes en général. Pour cette raison, les actes d'une personne influente ou de ses mandataires ou autres représentants n'engagent la responsabilité de l'émetteur dans le cadre du recours que dans la mesure où ce dernier devient partie prenante à la communication. Selon les dispositions du recours, cela se produit lorsque l'émetteur autorise la communication par l'entremise de ses administrateurs ou de ses dirigeants ou, s'il est un fonds d'investissement, par son gestionnaire.

¹¹⁸ Art. 225.8 et 225.9 L.v.m.

¹¹⁹ Art. 225.10 L.v.m.

¹²⁰ Art. 89 L.v.m.

2. Les administrateurs et dirigeants de l'émetteur

Le recours permet à l'investisseur de poursuivre les administrateurs et les dirigeants de l'émetteur. Le législateur prévoit toutefois des conditions qui délimitent les circonstances où le recours peut être intenté contre ceux-ci. Ces conditions concernent essentiellement la nature des communications en cause.

En ce qui concerne les administrateurs, toute divulgation d'information fautive ou trompeuse dans un document publié, au moment où ils étaient en poste, par l'émetteur ou l'un de ses mandataires ou autres représentants, est de prime abord susceptible d'engager leur responsabilité, même s'ils n'ont pas participé à la confection ou à la communication du document¹²¹. Ce choix découle du rôle central du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes¹²². Il vise à responsabiliser les administrateurs face à la divulgation d'information par leur société, de manière à ce qu'ils incitent l'ensemble des membres de celle-ci à la prudence lors de la diffusion d'information.

La règle est différente lorsqu'il s'agit d'une déclaration publique, d'un document divulgué par une personne influente ou par l'un de ses mandataires ou autres représentants, ou d'une contravention aux obligations d'information occasionnelle. Dans ces cas, le demandeur ne peut se servir du recours pour rechercher la responsabilité des administrateurs à moins de faire la preuve qu'ils ont permis, autorisé ou acquiescé à la publication du document, à la déclaration publique ou à la contravention¹²³. Autrement dit, les administrateurs doivent avoir été impliqués d'une certaine manière, de telle sorte qu'ils auraient pu empêcher la transmission des informations fausses ou trompeuses ou la contravention aux obligations d'information occasionnelle.

L'étendue de la responsabilité des dirigeants est un peu plus restreinte que celle des administrateurs. Cela reflète les fonctions plus circonscrites remplies par les dirigeants. Ainsi, les dirigeants peuvent être poursuivis lorsqu'ils ont permis ou autorisé la divulgation

¹²¹ Art. 225.8 L.v.m.

¹²² De façon générale, voir Stéphane ROUSSEAU, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexions sur la règle du jugement d'affaires », (2004) 45 *C. de D.* 469, 475-481.

¹²³ Art. 225.9, 225.10 et 225.11 L.v.m.

du document ou la déclaration publique contenant des informations fausses ou trompeuses, de même que lorsqu'ils ont acquiescé à celles-ci¹²⁴. Il en va de même lorsqu'ils ont permis, autorisé ou acquiescé à la contravention des obligations d'information occasionnelle¹²⁵.

Que ce soit pour la responsabilité des administrateurs ou des dirigeants, la signification donnée aux verbes « permettre », « autoriser » et « acquiescer » s'avère donc importante. Bien que certaines conclusions de l'affaire *R. c. Armaugh Corp.* aient été remises en question par la jurisprudence ultérieure, il est intéressant de noter que la Cour avait tenté d'y distinguer ces concepts :

« In *Websters New World Dictionary*, 3rd college edition acquiesce means to agree or consent quietly without protest. Authorize is defined in part as to give official approval or permission, to give power or authority, to give justification for and permit is defined as to allow, consent to tolerate, to give permission, authorize permission especially in writing, a document granting permission, licence, warrant. »¹²⁶

À la lumière de ces principes, nous nous contenterons de remarquer que les termes « autoriser » et « permettre » requièrent vraisemblablement que la personne en cause ait un pouvoir décisionnel relativement à la divulgation. De plus, cette personne doit avoir exercé ce pouvoir en prenant une décision formelle en amont de la divulgation ou de l'omission de divulgation. Le terme « acquiescer » paraît plus large en ce qu'il ne semble pas nécessiter que l'administrateur ou le dirigeant ait exercé son pouvoir en indiquant formellement sa décision, un consentement implicite étant probablement suffisant. Tout de même, il nous semble qu'il exige néanmoins que la personne en cause détienne un pouvoir lui permettant d'influer sur la décision de divulguer l'information ou d'omettre de la divulguer.

3. La personne influente et ses mandataires et autres représentants

Le recours en responsabilité est susceptible de viser la personne influente et ses mandataires et autres représentants dans diverses

¹²⁴ Art. 225.8, 225.9 et 225.10 L.v.m.

¹²⁵ Art. 225.11 L.v.m.

¹²⁶ *R. c. Armaugh Corp.*, (1993) 16 O.S.C.B. 3949, par. 20.

circonstances. Le recours peut être intenté contre la personne influente qui publie un document ou effectue une déclaration publique se rapportant à l'émetteur qui contient de l'information fausse ou trompeuse¹²⁷. La responsabilité de la personne influente est également engagée lorsque la publication ou la déclaration émane de l'un de ses mandataires ou autres représentants¹²⁸. Les administrateurs et dirigeants de la personne influente peuvent similairement voir leur responsabilité retenue s'ils ont autorisé ou permis la publication du document ou la déclaration publique, ou encore s'ils y ont acquiescé¹²⁹.

Par ailleurs, il est intéressant de noter que la personne influente peut faire l'objet du recours lorsqu'elle a « sciemment influencé » l'émetteur, l'un de ses administrateurs, dirigeants, mandataires ou autres représentants, de manière à susciter une transmission d'information fausse ou trompeuse par la voie d'un document ou une contravention aux obligations d'information occasionnelle¹³⁰. Il en va de même si elle a « sciemment influencé » une personne pour qu'elle effectue une déclaration publique contenant de l'information fausse ou trompeuse, ou encore si elle a « sciemment influencé » les administrateurs ou dirigeants de l'émetteur pour qu'ils autorisent ou permettent cette déclaration, ou encore qu'ils y acquiescent¹³¹. Les administrateurs et dirigeants de la personne influente qui ont exercé une telle influence peuvent pareillement voir leur responsabilité retenue¹³². Ce faisant, le législateur cherche à faire en sorte que la personne influente ne puisse se servir en toute impunité de son ascendant sur l'émetteur ou l'un de ses membres pour les amener à des manœuvres entachant la qualité et l'intégrité de la divulgation.

4. L'expert

Le nouveau recours identifie l'expert comme une personne dont la profession donne foi aux déclarations qu'elle fait à titre professionnel¹³³. Il peut notamment s'agir d'un comptable, d'un actuaire,

¹²⁷ Art. 225.10 L.v.m.

¹²⁸ Art. 225.10 L.v.m.

¹²⁹ *Id.*

¹³⁰ Art. 225.8 et 225.11 L.v.m.

¹³¹ Art. 225.9 L.v.m.

¹³² Art. 225.8, 225.9 et 225.11 L.v.m.

¹³³ Art. 225.3 L.v.m.

d'un évaluateur, d'un vérificateur, d'un ingénieur, d'un analyste financier, d'un géologue, d'un avocat ou d'un notaire¹³⁴. Les agences de notation de crédit ne sont toutefois pas considérées être des experts¹³⁵. Lorsqu'un document divulgué par l'émetteur ou une personne influente, de même que par l'un de leurs mandataires ou autres représentants, comporte des informations fausses ou trompeuses, l'expert peut être responsable lorsque trois conditions sont satisfaites¹³⁶. Il en va de même si une déclaration publique effectuée par l'un des mandataires ou autres représentants de l'émetteur ou par une personne influente, par l'un de ses mandataires ou l'un de ses autres représentants contient de l'information fausse ou trompeuse¹³⁷.

Les conditions sont les suivantes. Premièrement, l'information en cause doit se retrouver dans un avis préparé par l'expert. Deuxièmement, le document ou la déclaration publique doit reprendre sous une forme quelconque l'avis de l'expert. Enfin, l'expert doit avoir consenti par écrit à l'utilisation de son avis dans le document ou la déclaration publique en cause. Ces conditions rejoignent celles prévues dans les régimes de responsabilité civile présentement en vigueur dans la L.v.m. Selon ces régimes, la responsabilité de l'expert dont un avis contient des informations fausses ou trompeuses ne peut être engagée que si cet avis a été reproduit avec son consentement dans le document de divulgation en cause¹³⁸.

5. L'auteur de la déclaration publique

L'investisseur peut poursuivre l'auteur d'une déclaration publique qui comporte de l'information fausse ou trompeuse¹³⁹. Le recours ne permet toutefois de viser que l'auteur qui est une personne influente ou un mandataire ou autre représentant de l'émetteur ou de la personne influente¹⁴⁰. La notion de représentant doit être interprétée comme ne se limitant pas uniquement aux personnes qui

¹³⁴ *Id.*

¹³⁵ *Id.*

¹³⁶ Art. 225.8 et 225.10 L.v.m.

¹³⁷ Art. 225.9 et 225.10 L.v.m.

¹³⁸ Art. 219 et 223 L.v.m.

¹³⁹ Art. 225.9 et 225.10 L.v.m.

¹⁴⁰ *Id.*

disposent d'un mandat réel. C'est ce qui ressort de l'article 225.21 L.v.m. qui prévoit que la déclaration publique peut avoir été effectuée par une personne qui « n'avait qu'un pouvoir apparent » de la faire. Ainsi, toute personne formulant une déclaration publique qui peut être qualifiée de mandataire apparent de l'émetteur ou de la personne influente peut être visée par le recours. En revanche, le recours ne peut viser des personnes qui formulent des déclarations publiques sans toutefois avoir un pouvoir réel ou apparent de le faire pour l'émetteur ou la personne influente. En raison de cette restriction, les déclarations publiques formulées par des membres de la communauté financière ou de la presse financière, par exemple, sont soustraites de l'application du recours.

III. Les conditions d'application du régime de responsabilité

A. La faute

1. Les documents essentiels

Le recours crée un régime de responsabilité particulier pour les documents qualifiés d'essentiels. Compte tenu de l'importance de ces documents, l'article 225.3 en circonscrit la nature en fournissant une définition qui varie en fonction de l'identité des défendeurs.

De manière générale, le document essentiel désigne : le prospectus, la note d'information relative à une offre publique d'achat ou de rachat, la circulaire des administrateurs, l'avis de changement et l'avis de modification à l'égard de la note d'information ou de la circulaire des administrateurs, la notice d'offre établie pour le placement de droits, le rapport de gestion, la notice annuelle, la circulaire de sollicitation de procurations, ainsi que les états financiers annuels et intermédiaires de l'émetteur¹⁴¹. À ces documents peut s'ajouter tout autre document déterminé par règlement aux fins de l'application du recours.

¹⁴¹ Art. 225.3 L.v.m.

Toutefois, une définition particulière de document essentiel s'applique aux personnes suivantes :

- l'émetteur ;
- le dirigeant de l'émetteur ;
- le gestionnaire du fonds d'investissement lorsque l'émetteur est un fonds d'investissement ;
- le dirigeant du gestionnaire du fonds d'investissement lorsque l'émetteur est un fonds d'investissement.

Pour cette catégorie de personnes, le document essentiel englobe tous les documents visés par la première énumération en plus de la déclaration de changement important.

Lorsqu'un document essentiel comporte de l'information fautive ou trompeuse, le régime de responsabilité applicable en est alors un de faute présumée. Ainsi, l'investisseur n'a qu'à prouver l'existence des informations fausses ou trompeuses pour que s'opère un renversement du fardeau de la preuve contraignant le défendeur à démontrer qu'il n'a pas commis de faute¹⁴². Les dispositions du recours fournissent alors une liste de moyens de défense que nous étudierons plus en détail ci-dessous.

2. Les autres documents et les déclarations publiques

Lorsque le recours est fondé sur l'existence d'une information fautive ou trompeuse contenue dans une déclaration publique ou dans un document autre qu'un document essentiel, l'article 225.13 impose un fardeau plus élevé au demandeur. En principe, c'est un régime de faute lourde ou intentionnelle qui s'applique alors. Ainsi, le demandeur doit prouver l'un des trois éléments suivants afin d'établir la faute :

1. le défendeur savait que le document ou la déclaration publique contenait une information fautive ou trompeuse ;
2. le défendeur a délibérément évité d'être informé que le document ou la déclaration publique contenait une information fautive ou trompeuse ;

¹⁴² Art. 225.13 L.v.m.

3. le défendeur a commis une faute lourde relativement à la publication du document ou de la déclaration publique.

Exceptionnellement, le régime de faute lourde ou intentionnelle ne s'applique toutefois pas à l'expert. L'article 225.13 dispense le demandeur d'établir les éléments reliés à la connaissance ou à la faute lourde du défendeur dans une action intentée contre un expert dans le cas d'informations fausses ou trompeuses contenues dans une déclaration publique ou dans un document autre qu'un document essentiel. L'expert demeure donc assujéti à un régime de faute présumée lorsque son avis comporte de l'information fausse ou trompeuse, peu importe que le contenu de son avis se retrouve dans un document ou soit communiqué par une déclaration publique. Néanmoins, il convient de souligner que l'expert pourra se prévaloir des moyens de défense édictés par le recours pour s'exonérer.

3. La contravention aux obligations d'information occasionnelle

L'article 225.14 établit certaines distinctions relativement aux régimes de responsabilité applicable à la contravention aux obligations d'information occasionnelle. Cet article prévoit l'application d'un régime de faute lourde ou intentionnelle dans cette situation en édictant que le demandeur doit établir que l'intimé se retrouve dans l'une des situations suivantes :

1. au moment où la déclaration de changement important aurait dû être déposée, il savait qu'il y avait un changement et qu'il constituait un changement important ;
2. au moment où la déclaration de changement important aurait dû être déposée, il a délibérément évité d'être informé qu'il y avait un changement et qu'il constituait un changement important ;
3. il a commis une faute lourde relativement au manquement à l'obligation d'information occasionnelle.

Le régime de faute caractérisée ne s'applique cependant pas à l'émetteur, aux dirigeants de l'émetteur, au gestionnaire d'un fonds d'investissement et aux dirigeants de ce gestionnaire¹⁴³. Ces derniers sont soumis au régime de faute présumée. Ainsi, l'investisseur n'a qu'à prouver l'existence d'une contravention aux obligations d'information occasionnelle pour déclencher la présomption de faute et, par le fait même, le renversement du fardeau de la preuve. Ces défendeurs pourront alors tenter de s'exonérer en mettant de l'avant un des moyens de défense prévus par le nouveau recours.

B. Le lien de causalité

Dans le cadre du recours en responsabilité, le lien de causalité entre la faute et le dommage comporte deux dimensions.

La première a trait à l'influence des informations fausses ou trompeuses ou de la contravention aux obligations de divulgation sur la décision de l'investisseur. À cet égard, le droit civil a traditionnellement exigé que l'investisseur démontre qu'il s'est fondé sur les informations fausses ou trompeuses pour prendre sa décision¹⁴⁴. Concrètement, cela signifiait que l'investisseur devait établir non seulement qu'il avait connaissance des informations fausses ou trompeuses de l'émetteur (ou de la contravention aux obligations d'information occasionnelle), mais que celles-ci avaient joué un rôle prépondérant dans sa décision de vendre ou d'acheter les titres. S'il était mis en preuve que l'investisseur aurait effectué la transaction au prix prévalant sur le marché à ce moment nonobstant les informations fausses ou trompeuses ou la contravention aux obligations d'information occasionnelle, on concluait qu'il n'existait pas de lien de causalité entre la faute et la réalisation du préjudice¹⁴⁵. En revanche, s'il pouvait être démontré que l'investisseur n'aurait pas réalisé la transaction sur les titres de l'émetteur au prix prévalant sur

¹⁴³ Art. 225.14 L.v.m. Rappelons que la notion de dirigeant n'inclut pas les administrateurs, à l'exception du président et du vice-président du conseil d'administration.

¹⁴⁴ *Bonhomme c. Bickerdike*, (1899) 17 C.S. 28, 38; *Dupuis c. Pan American Mines Ltd.*, (1979) C.S. 421 (C.S.Q.); *Université Laval c. Carrière*, [1987] R.L. 42 (C.A.); L. LAROCHELLE *et al.*, « Quebec's New Securities Act – One Year Later », dans Larza SARNA (dir.), *Corporate Structure, Finance and Operations: Essays on the Law and Business Practice*, vol. 3, Toronto, Carswell, 1984, p. 175 et 218. Voir aussi *Archambault c. Lévesque*, [1998] A.Q. no. 1933 (C.S.).

¹⁴⁵ *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud*, [1990] R.R.A. 531, 538 (C.A.).

le marché à ce moment n'eut été des informations fausses ou trompeuses, l'auteur de la faute pouvait alors être tenu responsable du dommage résultant de ces informations. Plus récemment, avant l'entrée en vigueur du nouveau recours civil, la jurisprudence semblait avoir assoupli cette exigence en dispensant les investisseurs d'établir ce lien de causalité dans des décisions rendues dans le cadre de requêtes pour autorisation d'intenter un recours collectif¹⁴⁶. Cependant, en l'absence de décision au mérite, il demeurait difficile d'évaluer la véritable portée de cet assouplissement.

Dans le cadre des travaux du comité de la Bourse de Toronto, l'exigence d'établir le lien de causalité, qui existe également en *common law*,¹⁴⁷ a été identifiée comme une barrière importante à l'utilisation du recours de droit commun en responsabilité civile par les investisseurs à l'encontre des émetteurs sur le marché secondaire¹⁴⁸. Pour cette raison, suivant la recommandation du *Rapport Allen*, le régime de responsabilité proposé en Ontario a établi une présomption d'utilisation des informations fausses ou trompeuses en faveur des investisseurs¹⁴⁹. L'article 225.12 du nouveau recours québécois en a fait de même en prévoyant que le requérant n'a pas à établir qu'il s'est fié au document ou à la déclaration comportant une information fausse ou trompeuse ou au respect par l'émetteur de ses obligations d'information occasionnelle.

La seconde dimension du lien de causalité concerne l'impact de la transmission des informations fausses ou trompeuses ou de l'omission de divulguer un changement important sur le cours ou la valeur du titre. Il s'agit ici d'établir que l'information fausse ou trompeuse ou la contravention aux obligations d'information occasionnelle est la cause efficiente de la perte subie. Elle doit constituer le facteur

¹⁴⁶ *Beaudoin c. Avantage Link Inc.*, [2002] J.Q. no. 4575 (C.S.); *Nguyen c. CP Ships Ltd.*, 2008 QCCS 3817.

¹⁴⁷ Voir par exemple *Kober c. McArthur*, [1985] 3 W.W.R. 398 (Alta. Q.B.). Dans l'affaire *Bre-X*, le tribunal avait refusé d'importer la théorie de la fraude dans le marché (*fraud-on-the-market theory*) développée en droit américain sous la Rule 10b-5 et qui crée une présomption de lien de causalité. Voir *Carom c. Bre-X Minerals Ltd.*, [1998] 41 O.R. (3d) 780 (Div. Ct.).

¹⁴⁸ TORONTO STOCK EXCHANGE COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE, préc., note 14, 40-41. Voir aussi John J. CHAPMAN, «Class Proceedings for Prospectus Misrepresentations», (1994) 73 R. du B. can. 492, 499.

¹⁴⁹ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 17, art. 138.3.

causal déterminant du préjudice en raison de son influence sur le prix auquel il a acheté les titres.

Dans le nouveau recours, cette dimension du lien de causalité bénéficie également d'une présomption. Compte tenu des méthodes de calcul des dommages-intérêts mises en place par le recours, il semble bien que l'investisseur requérant n'a pas la charge d'établir le lien entre les dommages qu'il a subis et la communication de l'information fausse ou trompeuse ou la contravention aux obligations d'information occasionnelle. Contrairement à la situation prévalant sous le régime de droit commun, l'investisseur requérant qui a acquis des titres n'a pas à prouver qu'au moment de son acquisition, le cours des titres était gonflé en raison de l'information fausse ou trompeuse ou de la contravention aux obligations d'information occasionnelle et qu'il a, par conséquent, perdu une partie ou la totalité de cette surévaluation en raison du déclin subséquent du cours des titres. De même, l'investisseur requérant qui a cédé des titres n'a pas à prouver qu'au moment de la cession, le cours des titres était sous-évalué en raison de l'information fausse ou trompeuse ou de la contravention aux obligations d'information occasionnelle et qu'il a, par conséquent, perdu un montant en raison de l'appréciation subséquente du cours des titres.

La présomption n'est pas irréfutable, l'article 225.30 prévoyant que l'intimé peut la renverser. Cet article indique que les fluctuations du cours des titres dont l'intimé établit qu'elles ne sont pas attribuables à l'information fausse ou trompeuse ou à la contravention aux obligations d'information occasionnelle ne sont pas prises en considération dans le calcul des dommages-intérêts. Autrement dit, l'intimé peut démontrer que la cause déterminante du préjudice provient d'une autre source que l'information ou la contravention aux obligations d'information occasionnelle.

C. Les moyens de défense

1. La défense de diligence raisonnable

L'article 225.17 prévoit une défense de diligence raisonnable permettant aux défendeurs d'établir qu'ils n'ont pas commis de faute. Dans le contexte d'un régime de faute présumée, le rôle de la défense de diligence raisonnable est de venir permettre au défendeur de s'exonérer, c'est-à-dire de renverser la présomption de faute en établissant

qu'il s'est conduit de manière raisonnablement diligente et que, par conséquent, il n'a pas commis de faute. Par le fait même, la défense comporte une dimension pédagogique en identifiant les éléments de la conduite raisonnablement diligente attendue des personnes visées par le recours.

Les conditions générales de la défense sont édictées à l'article 225.17. Elles varient en fonction de la nature de la contravention en cause. Ainsi, dans le cas d'une information fausse ou trompeuse, l'intimé peut faire échec à une demande en établissant la preuve qu'il a effectué ou fait effectuer une enquête raisonnable et qu'au moment de la publication du document ou de la déclaration publique, il n'avait pas de motifs raisonnables de croire que le document ou la déclaration publique contiendrait une information fausse ou trompeuse. Dans le cas d'une contravention aux obligations d'information occasionnelle, l'intimé peut s'exonérer en démontrant qu'il a effectué ou fait effectuer une enquête raisonnable avant la contravention et qu'il n'avait pas de motifs raisonnables de croire que la contravention serait commise.

Comme nous pouvons le constater, la défense de diligence raisonnable comporte une dimension objective et subjective. La dimension objective consiste en la démonstration d'une enquête raisonnable, alors que la dimension subjective a trait à l'absence de connaissance de la contravention aux obligations d'information occasionnelle ou de l'information fausse ou trompeuse.

Bien que les dispositions soient silencieuses sur la question, la défense de diligence raisonnable ne devrait être utile que dans les cas où le recours prévoit une présomption de faute. Elle ne devrait pas jouer un rôle lorsque le recours prévoit l'application du régime de faute lourde ou intentionnelle. Dans le contexte d'un tel régime, la défense de diligence raisonnable n'est pas pertinente. Puisqu'il n'y a pas de renversement du fardeau de la preuve, le défendeur ne se trouve pas dans une situation où il doit prouver qu'il n'a pas commis de faute en se comportant de manière raisonnablement diligente. De plus, le critère de diligence raisonnable sied mal au régime de la faute lourde ou intentionnelle où le demandeur doit démontrer que l'intimé savait ou a délibérément évité de savoir qu'une infraction serait commise ou qu'il a commis une faute lourde relativement à la publication du document, à la déclaration publique ou à la contravention aux obligations d'information occasionnelle. Ainsi, le défendeur a un fardeau de preuve différent face à un recours régi par le

régime de faute lourde ou intentionnelle. Pour ces raisons, l'utilisation de la défense de diligence raisonnable devrait se limiter aux situations où le recours prévoit une présomption de faute.

2. Les critères d'appréciation de la conduite des défendeurs

Pour apprécier la défense de diligence raisonnable ou pour décider si une faute lourde a été commise, l'article 225.15 édicte que le tribunal tient compte des circonstances et notamment d'une liste de onze facteurs spécifiques¹⁵⁰ :

- 1° la nature de l'émetteur ;
- 2° les connaissances, l'expérience et les fonctions de l'intéressé ;
- 3° les fonctions de l'intéressé, dans le cas d'un dirigeant ;
- 4° l'existence d'une autre relation avec l'émetteur, dans le cas d'un administrateur ;
- 5° l'existence et la nature du système visant à assurer le respect, par l'émetteur, de ses obligations d'information occasionnelle ;
- 6° le caractère raisonnable de la confiance accordée par l'intéressé au système visant à assurer le respect des obligations d'information de l'émetteur, ainsi qu'aux dirigeants et salariés de l'émetteur et aux autres personnes qui auraient dû normalement, en raison de leurs fonctions, être au courant des faits pertinents ;
- 7° le délai dans lequel l'information aurait dû être fournie conformément à la loi ;
- 8° dans le cas de l'avis d'un expert, les normes professionnelles auxquelles il peut être assujéti ;
- 9° le degré auquel l'intéressé connaissait, ou aurait normalement dû connaître, le contenu du document ou de la déclaration publique et son moyen de diffusion ;
- 10° dans le cas d'une information fautive ou trompeuse, le rôle et la responsabilité de l'intéressé dans l'élaboration et la publication du document ou dans la déclaration publique contenant l'information

¹⁵⁰ L'article 225.18 L.v.m. précise que ces facteurs doivent être pris en considération par le tribunal au moment de déterminer le caractère raisonnable de l'enquête qu'a effectuée, ou qu'a fait effectuer, le défendeur.

fausse ou trompeuse ou dans le contrôle des faits faisant l'objet du document ou de la déclaration publique ;

11° dans le cas d'une contravention à l'obligation de déclarer un changement important, le rôle et la responsabilité de l'intéressé dans la décision de ne pas déclarer le changement important.

Il est certainement trop tôt pour tenter d'expliquer le rôle de chacun de ces facteurs dans l'appréciation que feront les tribunaux de la conduite des défendeurs dans le cadre de ce recours. Tout de même, nous pouvons formuler certains commentaires généraux relativement à des éléments qui nous paraissent particulièrement intéressants dans cette liste.

D'abord, nous pouvons constater que certains de ces facteurs permettent au tribunal d'importer une dimension subjective importante dans l'analyse de la conduite des personnes en cause. Cela semble particulièrement digne de mention pour les administrateurs en ce qu'ils seront alors soumis à une norme de diligence différente de celle du droit des sociétés. En effet, dans l'arrêt *Magasins à rayons Peoples*, la Cour suprême a statué que le devoir de prudence et diligence des administrateurs édicté par la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* devait s'apprécier au regard d'une norme objective¹⁵¹. Ainsi, selon cet arrêt, il n'est pas possible de considérer des dimensions subjectives relativement aux administrateurs en cause, telles que leurs caractéristiques et motivations personnelles. En revanche, selon la norme objective, il est possible de tenir compte des éléments du contexte factuel dans lequel agissent les administrateurs. Le nouveau recours permettant la prise en compte d'éléments subjectifs pour établir la norme de conduite au regard de laquelle les administrateurs doivent être évalués, il se distance des principes qui émanent de l'arrêt *Magasins à rayons Peoples*. Le recours rejoint, à cet égard, l'analyse effectuée par les organismes de réglementation dans le cadre de leurs pouvoirs d'ordonnance dans l'intérêt public qui ont eu tendance à analyser la conduite des administrateurs et des dirigeants au moyen d'une analyse intégrant des dimensions subjectives¹⁵². En indiquant qu'il est possible de tenir compte des

¹⁵¹ *Magasins à rayons Peoples Inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S.C 461, par. 63.

¹⁵² Voir, par exemple, *Re Banks*, (2003) 34 B.L.R. (3d) 159 (O.S.C.); *Re Standard Trustco Ltd.*, (1992) 6 B.L.R. (2d) 241 (O.S.C.); *Re Cartaway Resources Corp.*, (2000) 9 ASCS 3092; *Re YBM Magnex International Inc.*, préc., note 44. Voir aussi Stéphane ROUSSEAU, « La création de normes de gouvernance d'entreprise par

caractéristiques personnelles des administrateurs, notamment de leurs connaissances et de leur expérience, le recours risque de mener à un traitement différent des administrateurs expérimentés par rapport aux administrateurs inexpérimentés¹⁵³.

3. La divulgation d'information confidentielle

Le Règlement 51-102 prévoit une dispense de déclaration de changement important permettant à l'émetteur de ne pas publier un communiqué faisant état d'un changement important si sa haute direction appréhende que la publication de ce communiqué causerait un préjudice grave à l'émetteur et qu'elle est fondée à croire qu'aucune opération sur les titres de l'émetteur n'a été ou ne sera effectuée sur la base des renseignements qui devraient normalement être divulgués¹⁵⁴. Dans une telle situation, une déclaration confidentielle de changement important doit être déposée auprès de l'AMF et doit énoncer les motifs pour lesquels le changement important ne doit pas être rendu public¹⁵⁵.

Compte tenu de cette dispense, dans le cadre d'un recours alléguant une contravention à l'obligation d'information occasionnelle, le défendeur peut s'exonérer en établissant la preuve de la déclaration du changement important dans une déclaration confidentielle déposée auprès de l'AMF conformément aux conditions établies par la réglementation¹⁵⁶. L'objectif de ce moyen de défense est de faire en sorte que l'utilisation de la dispense de déclaration de changement important ne puisse donner ouverture à un recours pour omission de respecter l'obligation d'information occasionnelle, lorsque les conditions de la dispense sont respectées. Autrement, la dispense permettant la déclaration confidentielle ne pourrait jamais être utilisée,

les organismes de réglementation des valeurs mobilières : le rôle des pouvoirs d'ordonnance dans l'intérêt public», (2004) 38 *R.J.T.* 193.

¹⁵³ Voir, à titre d'exemple dans un contexte de l'exercice du pouvoir d'ordonnance de la Commission des valeurs mobilières, *Re YBM Magnex International Inc.*, préc., note 44, par. 183.

¹⁵⁴ Art. 7.1(3) *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 6.

¹⁵⁵ *Id.*

¹⁵⁶ Art. 225.27 L.v.m.

donnant presque automatiquement ouverture au recours en responsabilité civile sur la base du manquement à l'obligation d'information confidentielle.

Plus particulièrement, pour bénéficier de la défense, il faut établir que l'émetteur pouvait se prévaloir de la possibilité de faire une déclaration confidentielle dans les circonstances, conformément aux règles applicables¹⁵⁷. De plus, l'émetteur doit avoir rendu le changement important public dès que les circonstances justifiant la confidentialité ont pris fin¹⁵⁸. Durant la période de confidentialité, ni le défendeur ni l'émetteur ne doit avoir publié un document ou fait une déclaration publique qui, du fait du changement important non déclaré, se trouvait à contenir une information fausse ou trompeuse¹⁵⁹. Finalement, si le changement important est devenu public autrement que par une déclaration de changement important et l'émission d'un communiqué de presse, l'émetteur doit avoir promptement déclaré le changement important conformément aux règles applicables¹⁶⁰.

4. L'information prospective

Le recours édicte un régime particulier d'exonération pour la divulgation d'information fausse ou trompeuse qui se retrouve dans l'information prospective. Ce régime d'exonération vise à faire en sorte que le nouveau recours en responsabilité ne dissuade pas les émetteurs de divulguer ce type d'information. En effet, l'information prospective est susceptible de se révéler inexacte *a posteriori* en raison de sa nature contingente. Si l'émetteur peut être poursuivi aussitôt que les prévisions formulées ne se réalisent pas, le régime de responsabilité aura un effet pervers sur le niveau de divulgation en ce qu'il découragera tout simplement la publication ou la communication d'information prospective.

Le régime d'exonération édicté à l'article 225.22 relativement à l'information prospective comporte deux exigences¹⁶¹. D'abord, le

¹⁵⁷ Art. 225.27(1) L.v.m.

¹⁵⁸ L'article 225.27(2) L.v.m. précise que la divulgation publique n'est nécessaire que dans la mesure où le changement a conservé son caractère important.

¹⁵⁹ Art. 225.27(3) L.v.m.

¹⁶⁰ Art. 225.27(4) L.v.m.

¹⁶¹ La CVMO a précisé ces conditions dans le OSC *POLICY 51-604 Defence for Misrepresentations in Forward-Looking Information*.

document ou la déclaration publique doit contenir, à proximité de l'information prospective :

- a) une mise en garde suffisante indiquant qu'il s'agissait d'une information prospective et énumérant les facteurs importants qui pourraient entraîner un écart important entre les résultats réels et une conclusion, une prévision ou une projection contenue dans l'information prospective ;
- b) une mention des hypothèses ou facteurs importants pris en compte en vue de formuler une conclusion, une prévision ou une projection contenue dans l'information prospective.

Dans le cas d'une déclaration publique contenant de l'information prospective, le recours précise davantage cette première exigence à l'article 225.23. Selon cet article, l'auteur de la déclaration publique doit avoir fait une mise en garde que cette déclaration contient de l'information prospective. De plus, il doit avoir déclaré que les résultats réels pourraient présenter un écart important par rapport à une conclusion, une prévision ou une projection contenue dans l'information prospective et que des hypothèses et facteurs importants ont été pris en compte en vue de formuler une conclusion, une prévision ou une projection contenue dans l'information prospective. Finalement, il doit avoir déclaré que des renseignements supplémentaires concernant des facteurs importants susceptibles d'entraîner un écart important entre les résultats réels et la conclusion, la prévision ou la projection qui figure dans l'information prospective ainsi que des renseignements supplémentaires concernant des facteurs et des hypothèses importants qui ont servi à tirer une conclusion ou faire une prévision ou projection qui figure dans l'information prospective, se retrouvent dans un document facilement accessible dont il a indiqué le titre. Aux fins du recours, un document déposé à l'AMF ou diffusé au public est réputé être facilement accessible¹⁶².

La deuxième exigence de l'article 225.22 est que l'intéressé devait avoir un fondement raisonnable pour formuler les conclusions, les prévisions ou les projections contenues dans l'information prospective.

¹⁶² Art. 225.23 L.v.m.

En terminant, il faut toutefois noter que le recours prévoit une exception à ce moyen de défense. L'article 225.22 précise que cette défense est inapplicable à l'égard d'une information prospective contenue dans les états financiers déposés en vertu des lois sur les valeurs mobilières ou dans un document publié à l'occasion d'un premier appel public à l'épargne.

5. La préparation de l'information par un expert

Le recours précise les paramètres de la preuve de diligence raisonnable lorsque l'information fautive ou trompeuse contenue dans une partie d'un document ou d'une déclaration publique reprend sous une forme quelconque l'avis d'un expert, avec le consentement écrit de ce dernier à une telle utilisation. Selon l'article 225.24, le défendeur peut se dégager de sa responsabilité en démontrant qu'il ne savait pas et n'avait pas de motifs raisonnables de croire que la partie du document ou de la déclaration publique fondée sur le crédit accordé à l'expert contenait une information fautive ou trompeuse. De plus, comme le précise cet article, la partie du document ou de la déclaration reprenant l'avis de l'expert devait refléter fidèlement cet avis. Finalement, le consentement de l'expert ne devait pas avoir été retiré au moment de la publication du document ou de la déclaration publique.

En ce qui concerne l'expert dont le rapport contient de l'information fautive ou trompeuse, il peut s'exonérer en démontrant qu'il a retiré par écrit son consentement à l'utilisation de l'avis en question avant la publication du document ou la déclaration publique. Cette défense s'ajoute à la défense générale de diligence raisonnable dont nous avons traité ci-dessus.

6. L'ignorance de la publication du document

Le recours prévoit une défense particulière pour les documents dont le dépôt auprès de l'AMF n'est pas obligatoire. Lorsqu'il se retrouve de l'information fautive ou trompeuse dans un tel document, le défendeur peut faire échec à l'action en responsabilité s'il ne savait pas et n'avait pas de motifs raisonnables de croire que le document serait publié¹⁶³.

¹⁶³ Art. 225.26 L.v.m.

7. La déclaration publique effectuée par une personne n'ayant qu'un pouvoir apparent

Pour l'application des articles 225.9 et 225.10, en cas de déclaration publique contenant de l'information fausse ou trompeuse, le défendeur, autre que l'auteur de la déclaration publique, peut s'exonérer en établissant que la déclaration publique a été effectuée par une personne qui n'avait qu'un pouvoir apparent de la faire et qu'au moment où le demandeur a acquis ou cédé ses titres, il n'avait pas eu connaissance et n'aurait pas dû raisonnablement avoir eu connaissance des informations fausses ou trompeuses contenues dans la déclaration publique¹⁶⁴.

8. L'information incluse par voie de référence

Il peut arriver qu'un document ou une déclaration publique renvoie à un document déposé par une personne autre que l'émetteur auprès de l'AMF, d'une autre autorité ou d'une bourse. Or, si le document incorporé par référence comporte de l'information fausse ou trompeuse, le document ou la déclaration publique devient par le fait même faux ou trompeur, ce qui est susceptible de déclencher l'application du recours.

Le recours établit une défense spécifique de diligence raisonnable qui vise cette situation. Ainsi, le défendeur peut s'exonérer en démontrant qu'au moment de la publication du document ou de la déclaration publique, il ne savait pas et n'avait pas de motifs raisonnables de croire que le document ou la déclaration publique contenait une information fausse ou trompeuse¹⁶⁵. En outre, pour pouvoir bénéficier de cette défense, le document comportant de l'information fausse ou trompeuse ne doit pas avoir été rectifié avant la publication du document ou la déclaration publique.

9. Les mesures correctrices

Le recours prévoit une défense particulière lorsque la communication de l'information fausse ou trompeuse par le biais d'un document ou d'une déclaration publique ou encore la contravention aux obligations d'information occasionnelle a eu lieu à l'insu du défendeur

¹⁶⁴ Art. 225.21 L.v.m.

¹⁶⁵ Art. 225.19 L.v.m.

ou sans son consentement. Dans ce cas, le défendeur peut s'exonérer en démontrant qu'il a effectué les démarches suivantes en vue de corriger le manquement dès qu'il en a eu connaissance¹⁶⁶. Premièrement, le défendeur doit avoir avisé le conseil d'administration de l'émetteur ou la personne qui exerce des fonctions similaires de la nature fausse ou trompeuse de l'information ou de la contravention aux obligations d'information occasionnelle. Deuxièmement, en cas d'inaction de la part de l'émetteur dans les deux jours ouvrables de l'avis, le défendeur doit avoir promptement avisé l'AMF par écrit de la nature fausse ou trompeuse de l'information ou de la contravention aux obligations d'information occasionnelle, à moins d'en être empêché par la loi ou le secret professionnel. Cette défense ne peut toutefois pas être invoquée par l'émetteur. Cela s'explique notamment par le fait qu'il commet lui-même les actes reprochés.

10. La faute de la victime

Le défendeur peut éluder sa responsabilité dans le contexte de ce recours en invoquant la faute de la victime. Concrètement, selon l'article 225.17, cela exige de démontrer que le demandeur connaissait, au moment de l'opération, la nature fausse ou trompeuse de l'information reprochée ou le changement important.

Ce moyen de défense reflète les principes généraux du droit civil. En effet, dans un recours en responsabilité civile extracontractuelle la preuve faite par le défendeur que le demandeur connaissait les éléments de la violation a pour effet d'établir l'absence d'un lien causal entre la faute et le dommage subi. En d'autres termes, cette connaissance entraîne une rupture du lien de causalité entre la faute et la réalisation du préjudice. D'ailleurs, la L.v.m. prévoyait déjà un moyen de défense similaire pour faire échec aux poursuites fondées sur la divulgation d'informations fausses ou trompeuses dans un prospectus ou autres documents utilisés aux fins de l'appel public à l'épargne, de même que dans les documents diffusés dans le cadre d'une offre publique d'achat¹⁶⁷.

¹⁶⁶ Art. 225.20 L.v.m.

¹⁶⁷ Art. 217, 220, 222, 224 et 225 L.v.m.

D. Les dommages-intérêts

1. Le partage de responsabilité

L'article 225.31 met en place un régime de responsabilité proportionnelle selon lequel chaque défendeur n'est condamné que pour sa part des dommages-intérêts, telle que déterminée par le tribunal. Le régime de responsabilité proportionnelle vise à prévenir les poursuites abusives et à éviter que des intimés plus fortunés aient à assumer une part des dommages allant au-delà de ceux qui sont associés à leur niveau de responsabilité. Les tribunaux appelés à établir la part respective de la responsabilité de plusieurs défendeurs tenus proportionnellement responsables d'un dommage auront sans conteste une tâche ardue¹⁶⁸.

Cependant, lorsque le défendeur a commis une faute intentionnelle en permettant ou en autorisant les informations fausses ou trompeuses ou la contravention aux obligations d'information occasionnelle ou y a acquiescé « en toute connaissance de cause », le tribunal peut le condamner à la totalité des dommages-intérêts¹⁶⁹. Si plusieurs défendeurs se trouvent ainsi tenus de tous les dommages, ils sont responsables solidairement¹⁷⁰.

2. Les limites au recouvrement des dommages

Le recours prévoit des limites au montant des dommages-intérêts accordés aux demandeurs. Ces limites découlent de la philosophie générale du recours qui vise d'abord et avant tout à améliorer la qualité de la divulgation en incitant les émetteurs, leurs administrateurs et leurs dirigeants à faire preuve de diligence. Ainsi, le recours n'a pas pour objectif primordial d'assurer l'indemnisation des pertes subies par les investisseurs lorsque la divulgation est déficiente. En outre, avec ces limites, le législateur vient atténuer les risques de poursuite opportunistes :

«This approach has the potential to eliminate or sharply reduce most of the perverse incentives that cause a regime of non-merits-related resolutions ... More importantly, limiting the liability of

¹⁶⁸ R. CRÊTE et P. MCSWEENEY, préc., note 13, 276.

¹⁶⁹ Art. 225.31 L.v.m.

¹⁷⁰ *Id.*

directors should remove plaintiffs' incentives to sue these risk-averse parties individually»¹⁷¹.

Concrètement, les limites aux dommages-intérêts varient en fonction de l'identité des défendeurs, soit l'émetteur, ses administrateurs et ses dirigeants, la personne influente, ses administrateurs et ses dirigeants, et les experts¹⁷². Ces limites sont édictées précisément à l'article 225.33 al. 2 :

1° dans le cas de l'émetteur et de la personne influente qui n'est pas une personne physique, 5 % de sa capitalisation boursière ou 1 000 000 \$;

2° dans le cas d'une personne physique autre que l'expert, 50 % de la rémunération globale reçue de l'émetteur et des sociétés du même groupe, ou 25 000 \$; dans le cas de l'administrateur ou du dirigeant de la personne influente, 50 % de la rémunération globale reçue de cette dernière et des sociétés du même groupe, ou 25 000 \$;

3° dans le cas de l'expert, le revenu que lui et les sociétés du même groupe ont tiré de l'émetteur et des sociétés du même groupe au cours de la période de 12 mois précédant le moment où les informations fausses ou trompeuses ont été fournies ou 1 000 000 \$.

En outre, il importe de souligner que ces limites s'apprécient dans la perspective des défendeurs en fonction de la contravention en cause, plutôt qu'en fonction des demandeurs. C'est ce qui ressort de l'article 225.33. Il prévoit que dans l'application des limites de responsabilité, il faut également prendre en compte les dommages-intérêts auxquels l'intimé a été condamné, par jugement qui constitue chose jugée, dans le cadre de demandes intentées contre lui en raison des mêmes informations fausses ou trompeuses ou de la même contravention aux obligations d'information occasionnelle en vertu de la même section de la L.v.m. ou de dispositions comparables de la législation en valeurs mobilières d'une autre autorité au sens de l'article 305.1. Le cas échéant, les sommes payées dans le cadre de transactions relatives à de telles demandes doivent également être prises en considération dans l'application des limites de

¹⁷¹ Janet COOPER-ALEXANDER, «Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions», (1991) 43 *Stan. L. Rev.* 497, 591.

¹⁷² Art. 225.33 L.v.m.

responsabilité. Autrement dit, les limites de responsabilité visent l'ensemble des dommages que les défendeurs sont appelés à verser, que ce soit en vertu de jugement ou de règlement hors cours, face à toutes les réclamations faites par les investisseurs ayant intenté ce recours.

Aucune limite semblable n'est cependant prévue à l'égard du défendeur, autre que l'émetteur, qui a, en toute connaissance de cause, autorisé ou permis la communication de l'information fausse ou trompeuse ou la contravention aux obligations d'information occasionnelle ou encore qui y a acquiescé¹⁷³. Il appartient au demandeur d'établir cette preuve.

3. Les méthodes de calcul des dommages

Le nouveau recours prévoit deux méthodes de calcul pour établir le montant des dommages qui résultent d'une transgression aux obligations de divulgation. La première doit être employée lorsqu'un demandeur a acquis des titres de l'émetteur à un prix trop élevé en raison de l'information fausse ou trompeuse communiquée sur le marché ou en raison du manquement aux obligations d'informations occasionnelles. La seconde trouve application lorsqu'un demandeur a cédé ses titres pour un prix inférieur à ce qu'il aurait pu obtenir si l'information fausse ou trompeuse n'avait pas été communiquée ou si l'émetteur avait respecté ses obligations d'information occasionnelle. En tout temps, les limites fixées par le nouveau recours ne peuvent être excédées et le défendeur peut établir que les fluctuations du cours des titres ne sont pas attribuables à la publication d'une information fausse ou trompeuse ou à un manquement à une obligation d'information occasionnelle¹⁷⁴.

¹⁷³ Art. 225.33 L.v.m.

¹⁷⁴ Art. 225.30 L.v.m.

a. Les dommages-intérêts qui résultent d'une acquisition

Lorsqu'un demandeur a acquis des titres de l'émetteur à un prix trop élevé et qu'il n'a pas cédé ses titres, le recours prévoit qu'il a droit au montant obtenu selon la méthode de calcul ci-dessous :¹⁷⁵

$$D = N \times (P - C)$$

D: Dommages.

N: Nombre de titres acquis qui n'ont pas été cédés.

P: Prix moyen payé par titre, y compris les commissions.

C: Si les titres sont négociés sur un marché organisé, leur cours de référence sur le marché principal¹⁷⁶ dans les 10 jours de bourse qui suivent la rectification publique de l'information fautive ou trompeuse ou l'annonce du changement important. Si les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé, le prix jugé juste par le tribunal.

Si le demandeur a cédé ses titres dans les 10 jours qui suivent la rectification publique de l'information fautive ou trompeuse ou l'annonce du changement important, il a alors droit à la différence entre le prix qu'il a payé pour ces titres (y compris les commissions) et le prix qu'il a obtenu en les cédant (commissions non déduites), ce prix étant ajusté en fonction des opérations qui visent à limiter le risque. Si la cession a eu lieu au-delà de ce délai de 10 jours, le montant des dommages est égal au moins élevé du montant calculé en fonction de la formule ci-dessus ou du montant qui aurait été attribué si la cession avait eu lieu à l'intérieur du délai de 10 jours.

b. Les dommages-intérêts qui résultent d'une cession

Lorsqu'un demandeur a cédé ses titres à un prix inférieur à ce qu'il aurait pu obtenir et qu'il ne les a pas subséquemment rachetés, le recours prévoit qu'il a droit au montant obtenu selon la méthode de calcul ci-dessus lorsque les titres sont négociés sur un marché organisé¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Art. 225.28 L.v.m.

¹⁷⁶ *Règlement sur les valeurs mobilières*, préc., note 30, art. 252.2.

¹⁷⁷ Art. 225.29 L.v.m. Lorsque les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé, le tribunal doit fixer le prix qu'il estime juste.

$$D = N \times (C - P)$$

D: Dommages.

N: Nombre de titres cédés qui n'ont pas été rachetés.

C: Si les titres sont négociés sur un marché organisé, leur cours de référence sur le marché principal dans les 10 jours de bourse qui suivent la rectification publique de l'information fausse ou trompeuse ou l'annonce du changement important. Si les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé, le prix jugé juste par le tribunal.

P: Prix moyen obtenu par titre, déduction faite des commissions.

Si le demandeur a racheté ses titres dans les 10 jours qui suivent la rectification publique de l'information fausse ou trompeuse ou l'annonce du changement important, il a alors droit à la différence entre le prix qu'il a payé pour ces titres (commissions exclues) et le prix moyen obtenu en les cédant (déduction faite des commissions), ce prix étant ajusté en fonction des opérations qui visent à limiter le risque. Si le rachat des titres a eu lieu au-delà de ce délai de 10 jours, le montant des dommages est égal au moins élevé du montant calculé en fonction de la formule ci-dessus ou du montant qui aurait été attribué si le rachat avait eu lieu à l'intérieur du délai de 10 jours.

E. Les dimensions procédurales

Le risque de poursuites abusives constitue une préoccupation ayant influé sur les travaux du comité Allen. Cette préoccupation s'est traduite par un régime de responsabilité ayant une finalité principalement dissuasive. En outre, les dispositions substantives du recours ont été rédigées de manière à restreindre la portée de la responsabilité assumée par les divers acteurs. La préoccupation à l'égard des poursuites abusives a également eu des incidences sur les dimensions procédurales du recours.

Concrètement, l'action en responsabilité doit être préalablement autorisée par le tribunal¹⁷⁸. Au moment du dépôt, le demandeur doit

¹⁷⁸ Art. 225.4 L.v.m.

alors en transmettre copie à l'Autorité des marchés financiers¹⁷⁹. Le tribunal accorde l'autorisation d'intenter l'action s'il estime qu'elle est intentée de bonne foi et qu'il existe une possibilité raisonnable que le demandeur ait gain de cause¹⁸⁰. Cette procédure d'autorisation n'est pas sans rappeler celle prévalant dans le cadre du recours collectif. Elle s'appliquera toutefois également dans les cas où le demandeur agit par l'entremise d'un recours personnel. Tout de même, nous pouvons nous interroger sur l'interaction entre la procédure d'autorisation édictée par le recours en responsabilité et celle existant sous le régime du recours collectif. Cette question dépassant le cadre de la présente étude, nous nous contenterons d'évoquer l'incertitude que présente la coexistence de deux procédures d'autorisation.

Du reste, lorsque le tribunal accorde son autorisation, le demandeur doit sans délai publier un communiqué de presse¹⁸¹. Il doit aussi notifier l'Autorité des marchés financiers dans les sept jours de cette autorisation. Par la suite, le demandeur doit, au moment du dépôt de sa demande introductive d'instance, en transmettre copie à l'Autorité. À cet égard, notons qu'à défaut pour le demandeur de déposer sa demande introductive d'instance dans les trois mois suivant l'autorisation, tout intéressé peut demander au tribunal de déclarer l'autorisation périmée¹⁸². Finalement, tout désistement ou toute transaction relatif à l'action est soumis aux conditions que fixe le tribunal¹⁸³.

*
* *

L'adoption d'un recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire vient combler une lacune importante de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec. Désormais, la législation québécoise offre un éventail complet de recours pour permettre de sanctionner les manquements au régime d'information continue. Poursuivant un objectif de dissuasion, le nouveau recours s'avère toutefois complexe, étant caractérisé par des dispositions très détaillées pour enca-

¹⁷⁹ Art 225.5 L.v.m.

¹⁸⁰ Art. 225.4 L.v.m.

¹⁸¹ Art 225.5 L.v.m.

¹⁸² Art. 225.6 L.v.m.

¹⁸³ Art. 225.7 L.v.m.

drer les conditions d'application. Dans ce contexte, le but de cette étude était de présenter l'ensemble des ramifications des conditions du recours de manière à faciliter la compréhension de son fonctionnement. Beaucoup de questions demeurent certainement en suspens et il faudra donc attendre que la jurisprudence fasse son œuvre pour les clarifier.