

Les pages du



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

Droit des valeurs mobilières

La création de normes de gouvernance d'entreprise par les organismes de réglementation des valeurs mobilières : le rôle des pouvoirs d'ordonnance dans l'intérêt public*

Stéphane ROUSSEAU

Professeur à la Faculté de droit et au Centre de droit des affaires et du commerce international

Chercheur associé à la Chaire de gouvernance et juricomptabilité de HÉC – Montréal

Depuis la mise au jour des scandales financiers des sociétés américaines Enron, Worldcom, Adelphia et Tyco, les questions liées à la gouvernance d'entreprise ont été propulsées à l'avant-plan de l'ordre du jour des organismes de réglementation des valeurs mobilières¹. Dans le

cadre de leur mission de régulation des marchés des capitaux, ces organismes ont entrepris de mettre en place des mesures destinées à apporter des solutions au problème de la confiance des investisseurs et à maintenir la réputation des marchés à l'échelle internationale².

* La publication de cette chronique est rendue possible grâce à l'appui du cabinet Stikeman Elliott. Les opinions exprimées sont cependant uniquement celles de l'auteur et ne lient aucunement Stikeman Elliott.

¹ En vue d'alléger le texte, l'expression organismes de réglementation des valeurs mobilières sera employée pour désigner toutes les commissions canadiennes, incluant l'Autorité des marchés

financiers du Québec, bien que celle-ci ne soit pas une « commission » à proprement parler. Lorsque nécessaire, le terme « Autorité des marchés financiers » sera employé pour désigner l'organisme québécois.

² Pour une vue d'ensemble de la problématique de la gouvernance d'entreprise et des mesures de réforme mises de l'avant au Canada, voir : Stéphane ROUSSEAU, « La gouvernance d'entreprise à la croisée des chemins : comment

Ainsi, ils ont adopté les Règlements 52-108, 52-109 et 52-110 qui visent à améliorer la qualité et l'intégrité de la divulgation d'information par les sociétés ouvertes³. Plus récemment, les régulateurs ont proposé l'adoption de la Norme Multilatérale 58-201 qui énonce des lignes directrices identifiant les « bonnes » pratiques de gouvernance⁴ que devraient suivre les sociétés ouvertes⁵.

restaurer la confiance des investisseurs suite à l'affaire Enron? », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, p. 23; Janis SARRA (dir.), *Corporate Governance in Global Capital Markets*, Vancouver, UBC Press, 2003.

³ *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*, disponible sur Internet à l'adresse suivante : [http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/52-108_fr_cons.pdf] (site visité le 22 mars 2004); *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des sociétés*, disponible sur Internet à l'adresse suivante : [http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/52-109fr_cons.pdf] (site visité le 22 mars 2004); *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*, disponible sur Internet à l'adresse suivante : [http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/52-110fr_cons.pdf] (site visité le 22 mars 2004).

⁴ Il existe un vif débat sur l'existence même de « bonnes pratiques » de gouvernance qui conviennent à toute société. Voir, par exemple : Yvan ALLAIRE et Mihaela FIRSIROTU, *Modifier la nature de la gouvernance pour créer de la valeur*, Toronto, Institut C.D. Howe, 2003; Larry RIBSTEIN, « Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud : A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 », (2003) 28 *J. Corp. L.* 1.

⁵ *Multilateral Instrument 58-201 – Disclosure of Corporate Governance Practices*,

Les interventions des organismes de réglementation des valeurs mobilières en matière de gouvernance ne se limitent toutefois pas à l'adoption de tels instruments. Au cours des dernières années, ces organismes, avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) en tête, ont rendu plusieurs décisions qui intéressent la gouvernance d'entreprise. Même si elles visent des situations particulières, ces décisions ont une portée qui dépasse les cas d'espèce en ce qu'elles énoncent des principes pouvant s'appliquer à tout émetteur. La pertinence de ces décisions est d'autant plus grande qu'elles indiquent que ces organismes sont disposés à se servir de leurs pouvoirs discrétionnaires pour sanctionner des conduites qui ne sont pas conformes à ce qu'ils considèrent être de « bonnes pratiques » de gouvernance.

L'objectif de cette chronique est de mettre en relief les tendances qui émergent des principales décisions des organismes de réglementation de valeurs mobilières dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. La chronique est divisée en trois parties. La première dis-

disponible sur Internet à l'adresse suivante : [http://www.CVMO.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Rules/rule_20040116_58-101_multi-instru.htm] (site visité le 22 mars 2004). La proposition de cette norme multilatérale fait suite à la décision de la Bourse de Toronto d'abroger ses lignes directrices sur la gouvernance et de se retirer de ce secteur. L'Autorité des marchés financiers du Québec n'est pas partie au projet de norme. Elle proposera ses propres lignes directrices en matière de gouvernance.

cute du rôle de l'intérêt public comme source des pouvoirs décisionnels des organismes de réglementation des valeurs mobilières en matière de gouvernance. La seconde partie présente quatre décisions qui reconnaissent l'existence de leurs pouvoirs en cette matière et qui énoncent des principes de portée générale. La dernière partie fournit un sommaire des principes qui se dégagent des décisions examinées et discute de leur impact potentiel.

I. Le fondement des pouvoirs décisionnels des organismes de réglementation des valeurs mobilières en matière de gouvernance d'entreprise

La réglementation en matière de valeurs mobilières vise à assurer la protection des épargnants et le bon fonctionnement du marché des capitaux⁶. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières, créés pour surveiller, promouvoir et orienter le marché ont pour mission de favoriser l'atteinte de ces objectifs. À cette fin, ils disposent de pouvoirs discrétionnaires qui leur permettent d'adopter des normes de portée générale, telles que des règlements et des instructions générales, et de rendre des décisions individuelles⁷. Dans la mise

en œuvre des objectifs de la réglementation, ces organismes disposent d'une grande discrétion qu'ils sont appelés à exercer en tenant compte de l'intérêt public⁸. L'intérêt public est un concept dont les contours fuyants ont été notés par plusieurs auteurs⁹. En raison de son caractère malléable et de sa texture ouverte, le concept d'intérêt public a permis aux organismes de réglementation des valeurs mobilières d'étendre le champ d'application matériel de leurs pouvoirs discrétionnaires, notamment en

⁶ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, art. 276 (ci-après « LVM »); Mark R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, 2^e éd., Toronto, Carswell, 1998, p. 79-87;

⁷ Au Québec, voir par exemple : art. 265, 272.1, 274, 331, 331.1 LVM.

⁸ Au Québec, voir par exemple : art. 316 LVM.

⁹ Raymonde CRÉTE, « L'appréciation de l'intérêt public dans le marché des valeurs mobilières : un pouvoir discrétionnaire trop envahissant », dans Service de la formation permanente du Barreau du Québec, *Développements récents en droit commercial (1992)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1992, p. 21; Robert DEMERS, « La décision *Canadian Tire* de la Commission des valeurs mobilières : la transaction était-elle légale, inéquitable et abusive? », (1988) 22 *R.J.T.* 253; Jeffrey G. MACINTOSH et Christopher C. NICHOLLS, *Securities Law, Essentials of Canadian Law*, Toronto, Irwin, 2002, p. 355 et 356. Les travaux récents de Mary Condon pour le Comité des personnes averties ont toutefois permis d'enrichir notre compréhension de la conception de l'intérêt public : Mary CONDON, *L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada*, Monographie préparée à l'intention du Comité des personnes averties, 2003, disponible sur Internet à l'adresse suivante : [http://www.wise-averties.ca/reports/CPA_9.pdf] (site visité le 22 mars 2004).

matière de droit des sociétés et de gouvernance¹⁰.

En Ontario, c'est dans la décision *Re Banks*¹¹ que la CVMO a cherché à expliciter le lien entre le concept d'intérêt public et sa compétence en matière de gouvernance. D'entrée de jeu, la CVMO se fit très claire sur cette compétence : « *The Commission has a public interest jurisdiction that extends to corporate governance* »¹². Plus particulièrement, selon la commission, le lien entre la gouvernance et l'intérêt public peut être établi comme suit. Dans le cadre de sa mission de promouvoir l'intérêt public, la CVMO doit voir à la mise en œuvre des objectifs généraux de la législation¹³. Or, dans l'atteinte de ces objectifs, la loi exige que la CVMO tienne compte de certains principes fondamentaux. Parmi ceux-ci se retrouve le maintien de normes d'aptitudes et de conduite professionnelles élevées destinées à faire en sorte que les participants au marché se comportent de manière honnête et responsable¹⁴. Puisque les administrateurs et les dirigeants sont des participants du marché, la CVMO en déduit que

leur conduite relève de l'intérêt public et de sa compétence¹⁵.

Le rattachement de la conduite des administrateurs et des dirigeants à l'intérêt public a une incidence importante sur les pouvoirs des commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et de l'Ontario. Dans ces juridictions, les commissions disposent du pouvoir de rendre des ordonnances à l'égard des administrateurs lorsque l'intérêt public le justifie¹⁶. Compte tenu de l'interprétation de la notion d'intérêt public, ce pouvoir peut donc être exercé pour sanctionner des comportements des administrateurs et dirigeants qui ne sont pas jugés honnêtes et responsables. Ce pouvoir des commissions est d'autant plus grand que le concept d'intérêt public est interprété libéralement pour permettre des interventions même lorsque les participants du marché respectent la loi et les règlements¹⁷.

La vaste compétence des commissions exerçant ce pouvoir d'ordonnance a été reconnue récemment par la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Asbestos*¹⁸. Dans cet arrêt, la Cour a statué que ce pou-

¹⁰ *Offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur les actions ordinaires de la Société Canadian Tire Ltée*, (1987) 28, n° 14 C.V.M.Q. Bull. A1 [ci-après « *Canadian Tire* »].

¹¹ *Re Banks*, (2003) 34 B.L.R. (3d) 159 (O.S.C.).

¹² *Id.*, 305.

¹³ *Ontario Securities Act*, R.S.O. 1990, c. S.5, art. 1.1 (ci-après « OSA »).

¹⁴ Art. 2.1 OSA.

¹⁵ *Re Banks*, précité, note 11, 305 et 306.

¹⁶ *Securities Act*, R.S.A. 2000, c. S-4, art. 198; *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, c. 428, art. 161; art. 127 OSA.

¹⁷ Cette position a été mise de l'avant par les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario et du Québec dans l'affaire *Canadian Tire*, précité, note 10.

¹⁸ *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, [2001] 2 R.C.S. 132 [ci-après « *Asbestos* »].

voir qui se retrouve à l'article 127 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario confère à la CVMO « la compétence pour intervenir dans les activités liées aux marchés financiers en Ontario lorsqu'il est dans l'intérêt public qu'elle le fasse »¹⁹. Selon la Cour, « [l]e législateur a clairement voulu que la CVMO ait un très vaste pouvoir discrétionnaire en cette matière »²⁰. La Cour a toutefois souligné que cette compétence relative à l'intérêt public est balisée par les deux objectifs fondamentaux de la loi auxquels elle se rattache. En outre, la compétence relative à l'intérêt public qui découle de l'article 127 n'est ni réparatrice, ni punitive. Pour la Cour, « elle est de nature protectrice et préventive et elle est destinée à être exercée pour prévenir le risque d'un éventuel préjudice aux marchés financiers »²¹. Aussi, cette disposition « ne peut donc être invoquée par une partie privée ou un particulier simplement pour réparer une transgression de la *Loi sur les valeurs mobilières* qui lui aurait causé un préjudice ou des dommages »²².

Au Québec, en raison des particularités de la *Loi sur les valeurs mobilières*, la notion d'intérêt public exerce une influence moins directe sur les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers que dans les provinces anglo-canadiennes. En effet, la plupart des pouvoirs de l'Autorité ne peuvent être exercés

que lors d'une contravention à la loi ou aux règlements²³. Néanmoins, l'Autorité dispose de certains pouvoirs, tel que le pouvoir d'interdiction, qui ne sont pas soumis à des conditions préalables particulières ou à la preuve d'une transgression de la loi ou des règlements²⁴. L'exercice de tels pouvoirs est alors guidé par le concept d'intérêt public²⁵. À cet égard, la Commission des valeurs mobilières du Québec agissant avant la mise en place de l'Autorité a adhéré à l'interprétation libérale de la notion d'intérêt public mise de l'avant par la CVMO et confirmée par la Cour suprême²⁶. Cette interprétation libérale jointe à la mission de l'Autorité permettrait vraisemblablement de considérer que la notion d'intérêt public inclut la conduite des administrateurs et des dirigeants²⁷.

¹⁹ *Id.*, par. 39.

²⁰ *Id.*

²¹ *Id.*, par. 42.

²² *Id.*, par. 45.

²³ Voir, par exemple : art. 269.2, 272.1, 273.1 LVM

²⁴ Art. 265 LVM. Voir aussi : art. 15 LVM.

²⁵ *Re Bombardier Inc.*, Décision 2002-C-0409, disponible sur Internet à l'adresse suivante : [http://www.cvmq.com/upload/fichier_pdf/communiquerpc422.pdf] (site visité le 22 mars 2004).

²⁶ *Canadian Tire*, précité, note 10.

²⁷ Art. 276 LVM. Voir : *Canadian Tire*, précité, note 10, A28 : « La Commission a le pouvoir de réglementer les marchés financiers dans l'intérêt public et a reçu à cette fin des pouvoirs étendus [...] Dans l'exercice de son pouvoir de réglementation, la Commission touche nécessairement aux droits et obligations des sociétés, des administrateurs et des actionnaires. Mais elle le fait en fonction de la réglementation des marchés et de leur fonctionnement juste et efficace ». Voir aussi : *Interdiction d'exercer toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs sur le titre de la société Exploration Malartic-Sud Inc.*, Décision

Du reste, les pouvoirs dont disposent les organismes de réglementation dans les provinces anglo-canadiennes sont d'une pertinence certaine pour les émetteurs québécois. La vaste majorité de ceux-ci ont le statut d'émetteur assujéti en Ontario ou en Alberta du fait de leur inscription sur la Bourse de Toronto ou la Bourse de croissance. Ce statut d'émetteur assujéti les place sous la compétence de la CVMO ou de la CVMA. Par ailleurs, la jurisprudence reconnaît que la portée des pouvoirs d'ordonnance dans l'intérêt public s'étend aux émetteurs « étrangers » dans la mesure où leur conduite ou celle de leurs membres intéresse l'intégrité des marchés des capitaux de la province²⁸. Dans certaines circonstances, les administrateurs et les dirigeants d'émetteurs québécois pourront donc être soumis aux pouvoirs d'ordonnances de la CVMO ou de la CVMA.

II. La notion d'intérêt public et le contrôle de la conduite des administrateurs et dirigeants

A. *Re Standard Trustco Ltd.*²⁹

Dans l'affaire *Standard Trustco Ltd.*, la CVMO était saisie d'une

2001-C-0435, disponible sur Internet à l'adresse suivante : [http://www.cvmq.com/upload/fichier_pdf/communiquerpcom311.pdf] (site visité le 22 mars 2004). Dans cette décision la Commission des valeurs mobilières du Québec a émis une ordonnance d'interdiction d'opération dans l'intérêt public à l'encontre des administrateurs d'un émetteur ayant contrevenu aux règles de la Bourse de Montréal.

²⁸ Asbestos, précité, note 18.

²⁹ *Re Standard Trustco Ltd.*, (1992) 6 B.L.R. (2d) 241 (C.V.M.O.).

demande d'intervention à l'égard des administrateurs et des dirigeants de Standard Trustco auxquels on reprochait d'avoir agi au mépris de l'intérêt public lors de la divulgation d'information alors que cet émetteur éprouvait des difficultés financières. Plus particulièrement, deux événements étaient en cause, soit l'émission d'un communiqué de presse qui ne soulignait pas les préoccupations de l'Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) à l'égard de Standard Trustco et l'approbation des états financiers trimestriels par les administrateurs sans tenir compte des préoccupations de l'OSFI.

Appelée à apprécier la conduite des administrateurs, la CVMO énonça d'emblée sa conception générale du rôle de l'intérêt public dans ce contexte :

*The public has a right that when a reporting issuer releases information to the public, the directors and officers of the company will have met certain standards of care in satisfying themselves that there is no question about the integrity of the information and that the information is accurate, complete and presents a fair picture of the financial conditions of the company.*³⁰

À l'égard des administrateurs, la CVMO remarqua que l'intérêt public imposait un devoir de surveillance et de renseignement dont l'intensité variait selon les circonstances³¹. Ce faisant, la CVMO reconnaissait que les normes de conduite relevant de

³⁰ *Id.*, 284.

³¹ *Id.*, 285-287.

l'intérêt public n'étaient pas purement objective et comportaient une dimension d'analyse subjective. Parmi les circonstances pertinentes, la CVMO traita de deux éléments soit la situation de l'émetteur et le statut de l'administrateur.

Selon la CVMO, les difficultés financières de l'émetteur Standard Trustco constituaient une circonstance haussant les exigences pour les administrateurs. Dans un tel contexte, les administrateurs ne pouvaient s'en remettre entièrement aux dirigeants pour mener le processus de divulgation. Ils devaient faire des vérifications et obtenir des renseignements pour apprécier l'intégrité de l'information à divulguer, ce qui n'avait pas été fait en l'espèce :

*It was not appropriate in the circumstances for the respondent directors to have placed as much reliance on management as they did, both in relying on management's financial statements and relying on management to consult with outside counsel and auditor. Directors should not rely on management unquestionably where they have reason to be concerned about the integrity or ability of management or where they have notice of a particular problem relating to management's activities.*³²

Pour la CVMO, le statut de l'administrateur au conseil constituait un second élément influant sur le

devoir de surveillance et de renseignement. À cet égard, la Commission souligna que l'on devait s'attendre à plus de l'administrateur qui siège au comité de vérification en raison de son plus grand accès à l'information :

*As members of the audit committees, they had a greater opportunity to obtain knowledge about and to examine the affairs of the company than non-members had. As a result, more was expected of them in respect of overseeing the financial reporting process and warning other directors about problems.*³³

De même, la CVMO indiqua qu'elle s'attendait à ce que les administrateurs externes jouent un rôle effectif dans la surveillance des dirigeants en raison de leur indépendance : « Outside directors should play an important and effective role on a board because of their separation and independence from management. They should ask questions of management and others in order to properly oversee the company's operations and disclosure »³⁴. En conclusion, bien que considérant que les administrateurs aient agi d'une manière contraire à l'intérêt public, la CVMO n'émit pas d'ordonnance à l'égard des administrateurs, notamment en ce qu'elle ne disposait pas, à cette époque, d'un pouvoir d'ordonnance spécifique à l'égard de ces derniers.

³² *Id.*, 285.

³³ *Id.*, 290.

³⁴ *Id.*, 294.

B. *Re Cartaway Resources Corp.*³⁵

Dans la décision *Re Cartaway Resources Corp.*, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta (CVMA) était appelée à examiner la conduite des administrateurs et dirigeants de Cartaway Resources pour différents événements relatifs à la divulgation d'information par cet émetteur, notamment l'émission d'un communiqué de presse qui comportait des renseignements erronés quant à la présence d'un certain minerai dans les résultats de forage de l'émetteur. En l'espèce, le personnel de la CVMA reprochait aux administrateurs de ne pas avoir instauré un système de supervision de la divulgation d'information pour éviter la divulgation d'informations fausses ou trompeuses.

Pour apprécier la conduite des administrateurs, la CVMA eut recours à la notion d'intérêt public tel que définie dans *Standard Trustco*. À un niveau théorique, la CVMA considéra que les exigences imposées par l'intérêt public étaient plus strictes que celles qui découlent du droit des sociétés. Selon la Commission, l'intérêt public imposerait une norme de conduite objective aux administrateurs et dirigeants qui se distingue de la norme de conduite mixte (objective-

subjective) du droit des sociétés³⁶. En pratique, toutefois, la CVMA estompa cette distinction en affirmant que le test qu'elle appliquait comportait l'appréciation des circonstances: « In this case, we apply the regulatory test described in *Standard Trustco*: whether a director exercises appropriate prudence and due diligence, which will be determined having regard to the particular circumstances of the director, the information available and the systems in place to deal with such information »³⁷. Comme nous pouvons le constater, cette appréciation des circonstances permet la prise en compte d'éléments ayant trait aux caractéristiques des administrateurs et au contexte de la société, intégrant du même coup un volet subjectif à l'analyse de la conduite des personnes en cause.

Dans son analyse, la Commission reconnut que le rôle du conseil d'administration était de surveiller les affaires de la société et de superviser ses dirigeants, tel que l'avait énoncé le *Rapport Dey* de la Bourse de Toronto³⁸. Ce devoir de surveillance des administrateurs devait toutefois être modulé selon les circonstances. Ainsi, en matière de divulgation, la Commission estima qu'il incombait généralement aux dirigeants de produire les déclarations de changement important con-

³⁵ *Re Cartaway Resources Corp.*, (2000) 9 CVMAS 3092 (référence au texte de la décision disponible en ligne à [http://www.albertasecurities.com/dms/1404/1876/4908_Cartaway_Resources_Corporation_-_Reasons_-_2000-08-11-1297774_v1.pdf] (site visité le 22 mars 2004).

³⁶ *Id.*, 32.

³⁷ *Id.*, 33.

³⁸ *Id.*, 34. TORONTO STOCK EXCHANGE, COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE IN CANADA, *Where Were the Directors?*, Toronto, 1994.

cernant des sujets techniques³⁹. Le conseil d'administration n'avait pas à participer à la confection de ces déclarations sauf lorsque la loi lui impose l'obligation de réviser les renseignements à divulguer, comme c'est le cas pour l'information financière. Le conseil d'administration devrait toutefois recevoir une copie de tout communiqué de presse au moment de sa divulgation.

De plus, faisant écho aux règles du droit des sociétés, la CVMA remarqua que les administrateurs pouvaient faire confiance aux dirigeants et se fier à leur réputation⁴⁰. Ils n'avaient pas à s'immiscer dans la procédure de divulgation ou à la surveiller plus étroitement en l'absence de motifs de douter de l'intégrité de la direction ou de l'existence de problèmes affectant la société : « Without some notice of potential problems, or some history or pattern of misconduct by management, outside directors cannot be reasonably expected to anticipate future problems or misconduct »⁴¹. En l'espèce, la conduite des administrateurs ne contrevient donc pas à l'intérêt public :

The outside directors could reasonably rely on Ivany and Nash, both of whom were experienced

*and reputable managers with exploration expertise. It was reasonable for the board to rely specifically upon Ivany, as CEO, to ensure that the requisite due diligence was performed and that there was proper disclosure of all material information*⁴².

La Commission se montra toutefois plus sévère à l'égard d'Ivany, le président et chef de la direction de Cartaway Resources : « As the CEO of a junior issuer, Ivany was expected to have intimate knowledge of the important events affecting the company, and to exercise effective managerial control over the processes involved »⁴³. Or, pour la CVMA, Ivany avait agi d'une manière contraire à l'intérêt public en déléguant trop de pouvoir au chef de l'exploration, Nash, dans le processus de divulgation :

*Ivany's duty as an experienced executive and as the CEO of Cartaway was to exercise rational, professional judgment and control over the contents of Cartaway's news releases. Ivany failed to do that and, in our view, his approval of the May 16 release displayed a reckless and cavalier approach that fell far below the standard expected of persons in his position under those circumstances.*⁴⁴

LA CVMA s'abstint toutefois de rendre une ordonnance relative à la conduite de Ivany dans ce contexte, différant sa décision sur cette question.

³⁹ *Re Cartaway Resources Corp.*, précité, note 35, 35.

⁴⁰ Le droit des sociétés reconnaît que les administrateurs peuvent faire confiance aux dirigeants. Voir : *Blair c. Consolidated Enfield Corp.*, [1995] 4 R.C.S. 5; Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions – principes fondamentaux*, Montréal, Éditions Thémis, p. 474.

⁴¹ *Re Cartaway Resources Corp.*, précité, note 35, 35.

⁴² *Id.*, 36.

⁴³ *Id.*

⁴⁴ *Id.*, 37.

C. Re YBM Magnex International Inc.⁴⁵

La décision de la CVMO dans l'affaire YBM Magnex International Inc. (YBM) implique des événements qui se sont produits alors que cette société était au centre de rumeurs d'enquête relativement à ses liens avec le crime organisé russe. Plus particulièrement, la décision intéresse la conduite des administrateurs et des dirigeants de YBM lors d'une émission d'actions réalisée par voie de prospectus simplifié et la divulgation d'information sur le marché secondaire par YBM. Comme le souligne la CVMO, cette décision concerne l'application de son pouvoir en vertu de l'article 127 OSA pour assurer le respect des obligations de divulgation d'information sur les marchés primaire et secondaire. Il ne s'agit pas d'un recours en responsabilité civile.

L'analyse de la conduite des administrateurs et des dirigeants de YBM effectuée par la CVMO fait ressortir l'interrelation entre le concept d'intérêt public et le droit des sociétés. Cette interrelation procède de la reconnaissance par la commission de l'existence d'une défense de diligence raisonnable dans le cadre du recours de l'article 127⁴⁶. Selon la Commission, la conduite prudente et diligente des administrateurs et des dirigeants peut constituer un motif d'exonération face à une demande d'ordonnance présentée en vertu de cette

disposition. Dans un passage qui met en relief la difficulté de cerner le concept d'intérêt public, la CVMO remarque toutefois que cette défense ne constitue qu'une dimension de son appréciation de l'intérêt public.

*Normally, if an issuer breaches the Act, an order in the public interest is warranted. No one argued that a defence should be available to YBM. An order in the public interest may not be justified against a director, officer or underwriter if the investigation and belief were reasonable. In some cases, the investigation or belief may have been unreasonable but the facts will not otherwise call for an order in the public interest. In other cases, an order may be justified on the facts even if the investigation and belief were reasonable, because such considerations are not determinative of the public interest question [...]*⁴⁷

Autrement dit, selon la CVMO, la gravité des faits reprochés au regard des objectifs de la loi est l'élément clef aux fins de la détermination de l'opportunité d'une ordonnance dans l'intérêt public. La conduite prudente et diligente des personnes en cause est certes pertinente aux fins de cette détermination, mais elle n'est pas décisive.

En l'espèce, la CVMO reconnut la pertinence de la défense de diligence raisonnable dans le cadre de cette demande d'ordonnance dans l'intérêt public et, de fait, en fit un élément central de son analyse. Avant d'examiner la conduite des administrateurs et des dirigeants

⁴⁵ *Re YBM International Inc.*, (2003) 26 O.S.C.B. 5285.

⁴⁶ *Id.*, par. 164-176.

⁴⁷ *Id.*, par. 175.

en cause, la Commission formula des commentaires généraux destinés à circonscrire ce qu'elle considère être une conduite prudente et diligente pouvant donner lieu à une défense de diligence raisonnable. Dans des commentaires qui s'appuient essentiellement sur l'arrêt *Soper*⁴⁸, la Commission rappela que les administrateurs et les dirigeants doivent agir avec la prudence et la diligence dont ferait preuve une personne raisonnable en pareilles circonstances⁴⁹. Tout en soulignant que les administrateurs n'ont pas à consacrer une attention continue aux affaires de la société, la Commission reconnut qu'ils doivent intervenir lorsque surviennent des événements méritant une enquête particulière de par leur nature ou leur gravité. De plus, elle insista sur le fait que le standard de conduite exige qu'ils assument leur responsabilité et ne fassent pas preuve de passivité.

La Commission reconnut également la nécessité de moduler le devoir de prudence et diligence selon les circonstances :

*Directors act collectively as a board in the supervision of a company. Directors are not a homogeneous group. Their conduct is not to be governed by a single objective standard but rather one that embraces elements of personal knowledge and background, as well as board processes.*⁵⁰

Ainsi, les administrateurs qui ont une expertise ou des connais-

sances particulières doivent se comporter d'une manière conforme à celles-ci⁵¹. Les administrateurs qui occupent des fonctions de direction seront jugés plus sévèrement en raison de leur plus grand accès à l'information⁵². Pour les mêmes raisons, la participation des administrateurs indépendants à des comités du conseil pourra avoir pour effet de hausser la barre quant à la prudence et à la diligence attendues d'eux⁵³.

L'application de ces principes aux faits de l'espèce mène à une analyse circonstanciée et détaillée par la Commission dont la présentation dépasse l'objectif de la présente chronique. Soulignons pour nos fins que la Commission établit des distinctions entre les administrateurs et les dirigeants quant à leur défense de diligence raisonnable, distinctions qui s'appuient sur leurs caractéristiques personnelles (expérience, expertise et connaissances), sur le rôle qu'ils jouaient au sein de l'émetteur et sur leur accès à l'information. Cela fait en sorte que la défense de diligence raisonnable est reconnue pour certains

⁴⁸ *Soper c. Canada*, [1998] 1 C.F. 124 (C.A.).

⁴⁹ *Re YBM International Inc.*, précité, note 45, par. 177-186.

⁵⁰ *Id.*, par. 183.

⁵¹ *Id.*, par. 183 : « More may be expected of persons with superior qualifications, such as experienced business persons ».

⁵² *Id.*, par. 184 : « more may be expected of inside directors than outside directors ».

⁵³ *Id.*, par. 185 : « Due to improved access to information, more may sometimes be expected of directors depending on the function they are performing, for example those who sit on board committees, such as a special committee or audit committee. An outside director who takes on committee duties may be treated like an inside director with respect to matters that are covered by the committee's work ».

administrateurs et dirigeants et refusée pour d'autres.

D. *Re Banks*⁵⁴

Jusqu'à présent, les décisions rendues par les organismes de réglementation des valeurs mobilières qui appliquent la notion d'intérêt public en matière de gouvernance d'entreprise impliquaient essentiellement des contraventions au régime de divulgation d'information. La décision de la CVMO dans *Re Banks* laisse toutefois entrevoir la possibilité d'intervention à l'égard de questions de gouvernance d'entreprise dans d'autres contextes.

Dans cette affaire, la société Laser Friendly Inc. (LFI) avait conclu deux ententes avec des représentants américains de banques européennes. Selon ces ententes, les représentants, Hélix et Delta, souscriraient un nombre important d'actions de LFI. LFI émettrait des certificats d'actions mais les actions ne seraient toutefois pas officiellement émises, ni payées, durant une année. Les certificats seraient conservés sous écrou durant cette période et leur prix garanti par des débentures. À la fin de l'année, LFI obtiendrait le produit des intérêts sur les débentures et les certificats lui seraient retournés. Sans effectuer aucune vérification, Banks, le président et chef de la direction de LFI, proposa ces ententes au conseil d'administration qui les approuva. Les certificats d'actions furent émis en portant la mention que les actions sous-jacentes étaient entièrement

payées. Jamais placés sous écrou, les certificats furent notamment utilisés pour garantir un prêt obtenu auprès d'une banque canadienne.

Le personnel de la CVMO saisit la commission d'une demande d'ordonnance sous l'article 127 OSA à l'égard de Banks. Après étude de la preuve, la Commission conclut que les opérations n'avaient aucune viabilité commerciale et que les certificats d'actions étaient faux ou trompeurs. À la lumière de ces constats, elle se pencha sur la conduite de Banks pour déterminer si elle contrevenait à l'intérêt public.

La Commission souligna à nouveau que les devoirs des administrateurs et l'intérêt public étaient interreliés. Elle remarqua toutefois que ce n'était pas tous les manquements aux devoirs des administrateurs qui constituaient une atteinte à l'intérêt public justifiant son intervention. Afin de circonscrire la portée de cette notion, la CVMO identifia trois situations où des manquements des administrateurs soulèveront une préoccupation eu égard à l'intérêt public :

*A public interest concern will arise, at a minimum, over a lapse that demonstrates (i) an inability to adhere to high standards of fitness and business conduct which ensure honest or responsible conduct; (ii) a careless disregard for, or indifference to, reasonably foreseeable, serious consequences of a failure to meet high standards of fitness and business conduct; or (iii) unfair, improper or fraudulent practices impacting participants in the capital markets.*⁵⁵

⁵⁴ Précité, note 11.

⁵⁵ *Id.*, 306.

Dans le cadre de son analyse, la Commission réitéra la pertinence des principes énoncés dans l'arrêt *Soper*. Elle souligna la nécessité de moduler la norme de prudence et de diligence en fonction des circonstances, notamment du poste de la personne en cause. De même, la Commission cita avec approbation les commentaires de la Cour d'appel fédérale relativement au devoir des administrateurs de jouer un rôle actif dans la prise de décision en mentionnant : « *there is a positive duty imposed upon directors to take an active role and to participate in the decision making process* »⁵⁶.

En l'espèce, la Commission remarque que le devoir de prudence et de diligence de Banks devait être apprécié en fonction de son poste et de ses connaissances. Dans cette perspective, elle estima que ce devoir lui imposait la responsabilité de s'assurer de la viabilité commerciale de l'opération qui lui avait été proposée, en posant des questions difficiles aux autres parties : « *Banks should have had reasonable grounds for believing and formed the belief that the [...] program made commercial sense for the other parties* »⁵⁷. De plus, il devait comprendre le risque de fraude associé à l'émission de certificats d'actions représentant des actions non payées. En ce sens, il avait la responsabilité de mettre en place des mécanismes pour éviter l'utilisation frauduleuse des certificats. Ce devoir de prudence et de dili-

gence n'était pas limité au moment des opérations et requerrait une surveillance continue des dirigeants de LFI dans l'exécution de ce contrat avec Helix et Delta.

La Commission conclut que Banks ne s'était pas acquitté de ses devoirs de manière satisfaisante. Même en l'absence de fraude, sa conduite qui transgressait son devoir de prudence et de diligence s'avérait contraire à l'intérêt public et justifiait une ordonnance en vertu de l'article 127 :

*Banks' conduct in connection with the Roll Program was egregious and fell far short of the standard expected of him. It showed a careless disregard for harm which was reasonably foreseeable and ultimately occurred. It spoke volumes about his fitness to continue as a director or officer of an issuer.*⁵⁸

Par conséquent, la CVMO interdit à Banks de manière définitive d'occuper le poste d'administrateur ou de dirigeant d'un émetteur.

III. Sommaire et conclusion

Les décisions rendues par les organismes de réglementation des valeurs mobilières indiquent qu'ils considèrent que la conduite des administrateurs et des dirigeants relève de leur compétence. Ainsi, ces organismes estiment qu'ils peuvent se servir de leurs pouvoirs pour sanctionner des comportements qu'ils jugent contraires à l'intérêt public.

⁵⁶ *Id.*, 307.

⁵⁷ *Id.*, 310.

⁵⁸ *Id.*, 312.

Bien qu'il mène à des décisions particulières, l'exercice de ces pouvoirs permet aux régulateurs d'élaborer des normes de conduite à portée générale qui expriment leur conception de l'intérêt public en matière de gouvernance d'entreprise. La revue des décisions effectuée ci-dessus permet d'identifier trois constantes :

1. l'intérêt public inclut le respect du devoir de prudence et de diligence par les administrateurs et dirigeants, tel que défini par le droit des sociétés;
2. les administrateurs et les dirigeants ont un devoir de surveillance des activités des sociétés, ainsi que de leurs délégués, dont l'intensité varie en fonction des circonstances⁵⁹;
3. les administrateurs doivent s'acquitter de leurs fonctions de manière active et participer à la prise de décision.

Les interventions des organismes de réglementation des valeurs mobilières à l'égard de la conduite des administrateurs et des dirigeants soulèvent toutefois certaines préoccupations.

La première préoccupation consiste dans le risque de voir transformer des recours en responsabilité civile visant les membres de la direction des émetteurs en recours fondés sur l'intérêt public. Cette situation n'est pas entièrement hypothétique compte tenu de la flexibilité et de la rapidité des recours devant les organismes de réglementation des valeurs mobi-

lières, comparativement à ceux intentés devant les tribunaux, et de l'intérêt de celles-ci pour la gouvernance d'entreprise. Ce risque d'intervention accrue des commissions à l'égard des administrateurs et des dirigeants est cependant tempéré par la nécessité d'une connexité entre la conduite de ces derniers et les marchés financiers⁶⁰. De plus, il appert que la conduite reprochée doit atteindre un niveau de gravité pour qu'elle intéresse l'intérêt public, comme le soulignait la CVMO : « *where a respondent has egregiously failed to adhere to existing standards or principles of corporate governance, and a respondent's past conduct has convinced us that without one or more orders, future harm is likely to occur, it is appropriate for us to make an order in the public interest* »⁶¹.

La deuxième préoccupation concerne la création *ad hoc* de normes de gouvernance d'entreprise. Les décisions ponctuelles des commissions qui sanctionnent des comportements jugés contraires à l'intérêt public créent indirectement des normes qui ont une portée qui dépasse la simple question qu'elles

⁵⁹ *Re Slightham*, [1996] B.S.C.D. (Quick-law) n° 10229 (C.V.M.C.-B.).

⁶⁰ *Asbestos*, précité, note 18, par. 42; *Canadian Tire*, précité, note 10, A28.

⁶¹ *Re Banks*, précité, note 11, 306. Il faut noter cependant que dans *Re Standard Trustco Ltd.*, précité, note 29, la CVMO semble s'être satisfaite d'un simple manquement au devoir de prudence et de diligence pour conclure à l'existence d'une conduite contraire à l'intérêt public. Voir : Patrick MOYER, « The Regulation of Corporate Law by Securities Regulators : A Comparison of Ontario and the United States », (1997) 55 *U. of T. Fac. L. Rev.* 43, 62 et 63.

tranchent. Ce phénomène est critiquable en ce qu'il limite les possibilités de consultation et de débats, comme c'est le cas lorsque les organismes de réglementation proposent de nouvelles normes. La CVMO paraît toutefois consciente de cette critique. Dans *In re Cablecasting*, elle remarquait :

*To create a new policy and apply it in the heat of a contested application without being subject to these disciplines would be a bold act. Clearly, in our view, the Commission has authority to do this; equally clearly, it should refrain from exercising this authority except on facts that demand some relief.*⁶²

De même, plus récemment, dans *Re Banks*, la commission soulignait : « *A hearing under section 127 is not the place for the Commission to set out new standards or principles of good corporate governance to the detriment of a respondent* »⁶³.

Malgré ces nuances, nous devons constater que ces décisions indiquent que les pouvoirs d'ordonnance des organismes de réglementation fondés sur l'intérêt public donnent à ces derniers une vaste discrétion en matière de gouvernance d'entreprise. En outre, l'adoption des nouveaux règlements qui comportent des dispositions traitant plus spécifiquement de la structure, de la composition et du rôle du conseil d'administration pourrait offrir une justification additionnelle à ces organismes pour accroître leurs

interventions à l'égard de la gouvernance d'entreprise. Si elles se concrétisent, ces interventions accentueront l'envahissement du droit des sociétés par le droit des valeurs mobilières et contribueront à estomper davantage les frontières entre ces deux domaines⁶⁴.

⁶² *In Re Cablecasting Ltd.*, [1978] O.S.C.B. 37, 42.

⁶³ *Re Banks*, précité, note 11, 306.

⁶⁴ Sur l'envahissement du droit des sociétés par le droit des valeurs mobilières, voir : R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *op. cit.*, note 40, p. 43-50; P. MOYER, *loc. cit.*, note 61.

